

**ANDRÉ GRÜNSPUN PITTA**

**AS FUNÇÕES DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE VALORES  
MOBILIÁRIOS:**

*Uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às  
companhias abertas brasileiras*

*Dissertação apresentada ao Departamento  
de Direito Comercial da Faculdade de  
Direito da Universidade de São Paulo,  
como requisito para obtenção do título de  
Mestre, sob a orientação do Professor  
Doutor Francisco Satiro de Souza Junior*

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo

2013

*“Many of the greatest economic evils of our time are the fruits of risk, uncertainty, and ignorance.”*  
*(John Maynard Keynes, The end of laissez-faire, 1926)*

## AGRADECIMENTOS

A elaboração do presente trabalho foi marcada pela contribuição de diversas pessoas cuja convivência, cotidiana ou esporádica, muito me honra, sendo crucial tecer, aqui, alguns agradecimentos.

Em primeiro lugar, agradeço à minha esposa Fernanda, cujo afeto, ternura e compreensão foram essenciais ao sucesso dessa empreitada intelectual, que teve seu ápice justamente durante a preparação e após a celebração de nosso casamento, causando, em muitas oportunidades, meu afastamento em momento tão crucial de nosso convívio.

Agradeço, também, aos meus pais Suzana Grünspun e José Cassio do Nascimento Pitta, pelos esforços envidados em minha educação ao longo de toda a vida e por terem incentivado, a todo momento, a dedicação às atividades acadêmicas.

Sou, também, imensamente grato à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, instituição na qual tive o inenarrável prazer de me graduar e, posteriormente, cursar a pós-graduação *strictu sensu*. Espero ter conseguido, de alguma forma, retribuir essa acolhida com o presente trabalho. Agradeço, especialmente, pelo conhecimento valioso transmitido durante do curso de pós-graduação, que contribuiu de modo determinante na elaboração do presente trabalho, aos Professores Erasmo Valladão Novaes e França, Rachel Stajzn, Cristiano Carvalho, Luciano Timm e Juliana Krueger Pela. A essa última, em conjunto com o Professor Rodrigo Octávio Boglia Mendes, agradeço também pelos fundamentais comentários e sugestões feitos quando da realização do exame de qualificação.

Faço, também, especial agradecimento aos meus colegas do Instituto de Direito Societário Aplicado – IDSA (que me acolheu como membro-associado no início de 2012), nas pessoa dos queridos Luís André Negrelli de Moura Azevedo, Rodrigo Monteiro de Castro, Walfrido Jorge Warde Jr. e Marcelo Guedes Nunes, interlocutores e modelos pessoais, profissionais e intelectuais cujo convívio me honra enormemente. No IDSA, pude apresentar os principais argumentos desse trabalho, em nossa reunião mensal de novembro de 2012, oportunidade na qual me beneficieei de valiosos comentários e observações de todo o grupo.

Agradeço, também, aos meus colegas da Diretoria de Regulação de Emissores da BM&FBOVESPA S.A., a qual tenho imenso orgulho de integrar desde novembro de 2010, pela compreensão e interlocução do longo do desenvolvimento desse trabalho. Sou

imensamente grato ao Carlos Alberto Rebello Sobrinho, por todos os ensinamentos transmitidos, fruto de sua vasta experiência acumulada ao longo de mais de trinta anos de atividades dedicadas à regulação do mercado de valores mobiliários. Agradeço, também, ao Nelson Barroso Ortega, Jorge Antônio Tambucci e Carlos Henrique Carajoinas, detentores de invejável experiência associada ao acompanhamento das obrigações informacionais das companhias abertas brasileiras, cujo convívio foi essencial para o esclarecimento de importantes aspectos práticos e operacionais associados ao tema objeto desse trabalho. Ao Carlos Henrique agradeço, também, pela especial atenção a mim conferida no esclarecimento de diversos aspectos associados às informações econômico-financeiras e as inovações introduzidas pelo *IFRS* nos padrões contábeis brasileiros. Agradeço, também, à Patrícia Bolina Pellini, pela importante interlocução em temas associados a governança corporativa e à autorregulação das companhias abertas, bem como por ter viabilizado meu necessário recolhimento, ao final de 2012, para a conclusão desse trabalho. Ademais, agradeço a compreensão e o convívio com Maria Clara Troncoso, Maiara Madureira, Gabriel Lansac, Mônica Palomo e Celso Pereira, colegas na Gerência de Regulação e Orientação a Emissores da BM&FBOVESPA S.A.

Por fim, expresso minha imensa gratidão ao meu orientador, Professor Francisco Satiro de Souza Junior, pela confiança em mim depositada, por sua presteza ao longo do desenvolvimento desse trabalho e por ter permitido que atuasse como seu monitor no Programa de Aperfeiçoamento do Ensino da Universidade de São Paulo. Além de responsável pela consolidação de meu interesse no estudo do mercado de valores mobiliários (desde o curso de graduação), o Professor Satiro é um modelo de seriedade e pioneirismo acadêmico e um dos maiores responsáveis pelo fomento ao estudo, no Brasil, dos aspectos jurídicos do mercado de valores mobiliários. Agradeço imensamente pela oportunidade de, sob sua orientação, ter desenvolvido o presente trabalho.

Não obstante todas as contribuições recebidas ao longo dessa jornada, é evidente que todas as opiniões e erros constantes do presente trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor, não expressando, tampouco, a posição de nenhuma instituição a que ele esteja vinculado.

*Aos meus avós,  
Haim Grünspun e João Pitta, os  
maiores incentivadores da minha  
incursão no Direito*

## ÍNDICE

<b>LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES .....</b>	<b>11</b>
<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
<b>CAPÍTULO 1 – A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS .....</b>	<b>20</b>
1.1 REGULAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÔMICA .....	20
1.2 AUTORREGULAÇÃO .....	28
1.3 AS JUSTIFICATIVAS E OBJETIVOS DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS .....	30
1.4 REGULAÇÃO E EFICIÊNCIA: ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO E A ABORDAGEM REGULATÓRIA ADEQUADA AO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	35
<b>CAPÍTULO 2 – INFORMAÇÃO E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS .....</b>	<b>44</b>
2.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS.....	44
2.2 A NECESSIDADE DE INFORMAÇÃO E SEUS ASPECTOS ECONÔMICOS.....	46
2.2.1 <i>A necessidade de informação</i> .....	46
2.2.2 <i>Assimetria informacional e o custo da procura por informação: a contribuição de G. Akerlof e G. Stigler</i> .....	48
2.2.3 <i>A informação enquanto bem público</i> .....	51
2.3 INFORMAÇÃO E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	54
2.3.1 <i>As origens da divulgação obrigatória de informações no mercado de valores mobiliários</i> .....	55
2.3.2 <i>As premissas do regime de divulgação obrigatória de informações</i> .....	60
2.4 O REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES COMO PILAR REGULATÓRIO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	63
2.4.1 <i>Efetivo mecanismo de proteção</i> .....	63
2.4.2 <i>A hipótese dos mercados eficientes</i> .....	63
2.4.3 <i>As justificativas da obrigatoriedade</i> .....	66
2.5 AS FUNÇÕES DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	72
2.5.1 <i>A tomada de decisão do investidor e a promoção da eficiência informacional</i> .....	72
2.5.2 <i>Administração de conflitos de agência: monitoramento dos acionistas controladores e administradores</i> .....	73
2.5.3 <i>A confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários</i> .....	77
2.5.4 <i>A administração da seleção adversa de emissores no mercado de valores mobiliários</i> .....	81
2.5.5 <i>A fiscalização e orientação dos órgãos reguladores e autorreguladores</i> ...	83
2.5.6 <i>A viabilização do sistema de responsabilidade dos emissores, controladores, administradores e das instituições intermediárias de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários</i> .....	84

2.6 OS ELEMENTOS JUSTIFICADORES DO REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES .....	85
--	----

## **CAPÍTULO 3 – AS CRÍTICAS AO REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES ..... 88**

3.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS.....	88
3.2 QUESTIONAMENTOS À HIPÓTESE DOS MERCADOS EFICIENTES E À TEORIA DA ESCOLHA RACIONAL.....	89
3.2.1 <i>Relativização da eficiência informacional do mercado de valores mobiliários</i> .....	92
3.2.2 <i>A racionalidade limitada do investidor</i> .....	100
3.2.2.1 A “satisfação” do processo decisório: H. Simon e a racionalidade limitada .....	100
3.2.2.2 Limitações cognitivas e processos heurísticos de decisão no âmbito do mercado de valores mobiliários .....	105
3.2.2.3 Os impactos dos “ruídos” na eficiência informacional do mercado de valores mobiliários.....	116
3.2.2.4 As peculiaridades dos investidores sofisticados e dos analistas profissionais de investimento.....	120
3.2.2.5 O excesso de informação e seus efeitos.....	122
3.2.2.6 Implicações: relativização da funcionalidade do regime informacional referente à tomada de decisão de investimento e a eficiência informacional.....	129
3.3 O INCENTIVO À DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES .....	134
3.3.1 <i>A doutrina da “regulação do investidor”</i> .....	142
3.3.2 <i>A doutrina da “competição regulatória”</i> .....	143
3.4 OS CUSTOS DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES.....	146
3.5 PROPOSTA DE ANÁLISE: PONDERAÇÃO DAS DIVERSAS FUNÇÕES DO REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES.....	148

## **CAPÍTULO 4 – O REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES APLICÁVEL ÀS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS ..... 156**

4.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS.....	156
4.2 O DESENVOLVIMENTO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS E DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO.....	156
4.3 A ORIENTAÇÃO GERAL DO REGIME INFORMACIONAL PREVISTO NAS LEIS N° 6.385/76 E 6.404/76.....	167
4.4 O SISTEMA DE REGISTROS DE EMISSORES E OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	176
4.4.1 <i>O registro de emissores de valores mobiliários e seu regime informacional: a Instrução CVM n° 480/09 e o Formulário de Referência</i> .....	178
4.4.1.1 Tipos societários e categorias de emissor .....	186
4.4.1.2 Obrigações do emissor .....	187
4.4.1.3 Formulário de Referência .....	189

4.4.2	<i>O registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários: a Instrução CVM nº. 400/03 e o prospecto.....</i>	190
4.4.2.1	<i>A caracterização das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários .....</i>	195
4.4.2.2	<i>A flexibilização do processo de registro.....</i>	198
4.4.2.3	<i>As instituições intermediárias e o contrato de distribuição .....</i>	201
4.4.2.4	<i>O prospecto .....</i>	204
4.4.2.5	<i>Normas de conduta .....</i>	206
4.5	<b>FATOS RELEVANTES: A INSTRUÇÃO CVM Nº 358/02 .....</b>	209
4.6	<b>OUTRAS REGRAS .....</b>	218
4.6.1	<i>Informações prestadas previamente às assembleias gerais .....</i>	218
4.6.2	<i>Informações prestadas em ofertas públicas de aquisição de ações .....</i>	220
4.6.3	<i>Demonstrações financeiras de acordo com o “International Financial Reporting Standards” (IFRS).....</i>	224
4.7	<b>INFORMAÇÕES PRESTADAS POR OUTROS PARTICIPANTES DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS .....</b>	228
4.7.1	<i>Informações prestadas por investidores.....</i>	228
4.7.2	<i>Informações prestadas por analistas de investimento.....</i>	229
4.7.3	<i>Informações prestadas pelas entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários. ....</i>	230

## **CAPÍTULO 5 – REFLEXÕES ACERCA DO REGIME DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOB UMA PERSPECTIVA FUNCIONAL .....**

5.1	<b>ASPECTOS INTRODUTÓRIOS.....</b>	233
5.2	<b>UNIFICAÇÃO DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS NAS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO E NO MERCADO SECUNDÁRIO .....</b>	233
5.3	<b>A UTILIZAÇÃO DA NOÇÃO DE RELEVÂNCIA COMO FILTRO DAS OBRIGAÇÕES INFORMACIONAIS.....</b>	242
5.4	<b>ANÁLISE FUNCIONAL DO REGIME OBRIGATÓRIO DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES IMPOSTO ÀS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS .....</b>	249
5.4.1	<i>Aspectos introdutórios.....</i>	249
5.4.2	<i>A importância para a tomada de decisão do investidor e para a eficiência informacional do mercado de valores mobiliários.....</i>	251
5.4.2.1	<i>Considerações iniciais: tipos de investidores e informações importantes para a avaliação dos fundamentos econômicos das companhias .....</i>	251
5.4.2.2	<i>Avaliação de ativos e passivos.....</i>	255
5.4.2.3	<i>Divulgação de informações econômico-financeiras por segmento de atividade.....</i>	257
5.4.2.4	<i>Projeções .....</i>	260
5.4.2.5	<i>Comentários dos administradores às demonstrações financeiras ..</i>	267
5.4.2.6	<i>Informações importantes para a avaliação dos fundamentos econômicos das companhias não exigidas pelo regime informacional: aspectos concorrenciais .....</i>	273
5.4.2.7	<i>Informações importantes para o exercício de direitos .....</i>	291
5.4.3	<i>A importância para a administração de conflitos de agência.....</i>	292

5.4.3.1	Considerações iniciais: informações importantes ao monitoramento das atividades dos administradores e acionistas controladores.....	292
5.4.3.2	Informações sobre a estrutura de capital das companhias abertas .	293
5.4.3.3	Informações sobre transações entre partes relacionadas.....	299
5.4.3.4	Demonstrações financeiras .....	302
5.4.3.5	Informações sobre remuneração dos administradores .....	304
5.4.3.6	Outras informações importantes ao monitoramento dos administradores e acionistas controladores.....	308
5.4.3.7	Informações em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários .....	310
5.4.4	<i>A importância para a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários brasileiro e para a administração da seleção adversa de companhias abertas .....</i>	311
5.4.5	<i>A importância para os órgãos reguladores e autorreguladores.....</i>	314
5.4.6	<i>implicações na viabilização do sistema de responsabilidade das companhias abertas brasileiras e dos intermediários.....</i>	316
5.5	CONSIDERAÇÕES SOBRE A FUNCIONALIDADE DO REGIME DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES APLICÁVEL ÀS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS.....	321
5.5.1	<i>Atendimento à multiplicidade de funções do regime informacional obrigatório.....</i>	321
5.5.2	<i>A forma de apresentação das informações.....</i>	323
5.5.3	<i>Utilidade do prospecto e divulgação seletiva de informações .....</i>	326
5.5.4	<i>A inflexibilidade do regime informacional aplicável às companhias abertas brasileiras.....</i>	327
	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>340</b>
	<b>RESUMO .....</b>	<b>345</b>
	<b>ABSTRACT .....</b>	<b>347</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>349</b>
	<b>APÊNDICE .....</b>	<b>367</b>

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

ABRASCA	Associação Brasileira das Compahias Abertas.
ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Investimento.
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais.
BACEN	Banco Central do Brasil.
BM&FBOVESPA	BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.
CMN	Conselho Monetário Nacional.
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários.
DL 2.627	Decreto-lei 2.627, de 26 de setembro de 1940.
ICVM 09	Instrução CVM nº 09, de 11 de outubro de 1979.
ICVM 13	Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980.
ICVM 31	Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984.
ICVM 32	Instrução CVM nº 32, de 16 de março de 1984.
ICVM 60	Instrução CVM nº 60, de 14 de janeiro de 1987.
ICVM 88	Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.
ICVM 202	Instrução CVM nº 202, de 06 de dezembro de 1993.
ICVM 361	Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002.
ICVM 400	Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro

	de 2003.
ICVM 457	Instrução CVM nº 457, de 13 de julho de 2007.
ICVM 461	Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007.
ICVM 480	Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.
ICVM 481	Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009.
ICVM 482	Instrução CVM nº 482 de 5 de abril de 2010.
ICVM 483	Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010.
<i>IOSCO</i>	<i>International Organization of Securities Commissions.</i>
LMVM	Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976.
LSA	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.
<i>SEC</i>	<i>Securities and Exchange Commission.</i>

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo promover uma ampla reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras no âmbito do mercado de valores mobiliários, por meio de uma abordagem analítica pautada pelo reconhecimento de que (i) o aludido regime deve atender, simultaneamente, a múltiplas funções; e (ii) sua efetividade com relação a algumas delas é substancialmente fragilizada por aspectos operacionais do mercado e também comportamentais dos agentes que nele atuam.

As motivações para a condução do aludido estudo estão associadas, em um primeiro plano, às profundas alterações promovidas no arcabouço regulatório atinente às obrigações informacionais impostas às companhias abertas brasileiras ao longo da última década, principalmente por meio da edição, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (ICVM 400), reguladora das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, e da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 (ICVM 480), que reformou o sistema de registro de emissores de valores mobiliários e aprofundou substancialmente as obrigações informacionais contínuas às quais estão sujeitos.

Em um segundo plano, o estudo motiva-se por uma percepção de que o regime informacional obrigatório, tradicionalmente reputado como maior pilar regulatório<sup>1</sup> do mercado de valores mobiliários, é estruturado, ao redor dos mercados, de forma a privilegiar sua funcionalidade relativa à viabilização da avaliação dos fundamentos econômicos dos valores mobiliários, com o intuito de promover uma tomada de decisão consciente por parte dos investidores e, conseqüentemente, uma precificação precisa dos referidos ativos.

No entanto, tal abordagem, fundamentada nas premissas de que o comportamento dos investidores aproxima-se daquele prescrito pela teoria da escolha racional, e de que a formação dos preços dos valores mobiliários negociados ocorre da forma como proposto pela hipótese dos mercados eficientes, desconsidera aspectos operacionais do mercado e

---

<sup>1</sup> Nesse sentido, sobre o *status* do regime de divulgação obrigatória de informações, F. Comparato afirma: “É, como sabido, o princípio básico da regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos e, graças à sua recente adoção na Europa Ocidental e em vários países latino-americanos, inclusive no nosso, tornou-se a pedra angular da construção jurídico-comercial do setor, no mundo capitalista” (COMPARATO, Fábio Konder. “A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações” in COMPARATO, Fábio Konder. *Direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 333).

comportamentais dos investidores que fragilizam sobremaneira a funcionalidade do regime informacional obrigatório, acima mencionada. E a tentativa de seu aprimoramento, por meio da intervenção regulatória, pode ser extremamente custosa, dados os efeitos negativos que podem advir a partir da exigência de divulgação de determinadas informações que, não obstante sejam importantes à avaliação dos valores mobiliários negociados, podem mitigar vantagens competitivas de que gozam as companhias que os emitem.

Por outro lado, o regime informacional obrigatório exerce outras funções na esfera do mercado de valores mobiliários,<sup>2</sup> que devem ser igualmente consideradas e cotejadas na definição de sua orientação regulatória, dentre as quais incluem-se (i) a redução dos custos de monitoramento e a consequente redução dos custos de agência inerentes às companhias abertas;<sup>3</sup> (ii) a promoção da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários;<sup>4</sup> (iii) a administração da seleção adversa de companhias abertas;<sup>5</sup> (iv) o auxílio no exercício das atividades regulatórias dos órgãos reguladores e autorreguladores; e (v) a viabilização do regime de responsabilidade aplicável aos emissores de valores mobiliários e, na esfera das ofertas públicas de distribuição, aos ofertantes e instituições intermediárias.

Dessa forma, é necessário reconhecer que o regime informacional obrigatório presta-se a uma globalidade de funções distintas, que, conjuntamente, justificam seu *status* de principal ferramenta regulatória do mercado de valores mobiliários. É justamente a adequada harmonização dessas funções que compõe grande parte do desafio de se estabelecer um regime informacional que, em seu conjunto, represente um efetivo benefício ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, principalmente diante dos diversos e variados custos, diretos e indiretos, que decorrem das obrigações informacionais impostas.

A partir dessas ponderações, pretende-se, ao longo do presente trabalho, analisar a funcionalidade do regime informacional obrigatório aplicável às companhias abertas brasileiras.

A teorização acerca dos objetivos e funções a que se presta o aludido, bem como a

---

<sup>2</sup> A esse respeito, T. Paredes afirma: “*To be sure, informed investor decision making is a key goal of the federal securities laws, probably the main goal today. But it is not the only goal*” (Cf. PAREDES, Troy. *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*. Saint Louis: Washington University, 2003, p. 39. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=413180>>. Acesso em: 02 fev. 2011).

<sup>3</sup> Ibidem.

<sup>4</sup> Ibidem.

<sup>5</sup> Ibidem.

análise de sua efetividade, no caso brasileiro, serão essencialmente permeadas, ao longo do estudo, pelo ferramental teórico da análise econômica do Direito, extremamente útil à definição de uma abordagem regulatória adequada ao mercado de valores mobiliários, inclusive no tocante à estruturação do regime informacional obrigatório.

Desse modo, este trabalho assume, como premissa, que a intervenção do Estado, por meio da regulação, na organização do mercado de valores mobiliários, e, especificamente, com relação à definição do regime informacional obrigatório, deve ser eficiente, proporcionando a maximização da alocação de recursos disponíveis na economia ao menor custo possível para o próprio Estado e para os demais agentes do mercado.

Assume-se, portanto, que sem prejuízo à importância da participação do Estado na organização do mercado de valores mobiliários, há de se considerar que as restrições imposta à atuação dos agentes que nele atuam criarão, necessariamente, custos que poderão, em determinadas situações, superar aqueles que a regulação procura mitigar.

Assim, buscar-se-á verificar, em uma análise positiva, se as opções regulatórias atinentes ao regime informacional são eficientes e adequadas, bem como se os benefícios delas decorrentes prevalecem frente aos custos que possam dela emergir. Adicionalmente, no campo da proposição (ou seja, sob um aspecto normativo), serão feitas considerações sobre a estrutura regulatória adequada ao regime informacional, ou sobre os aprimoramentos a serem feitos no regime brasileiro, levando-se em consideração a promoção da alocação eficiente de recursos no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Entretanto, não se tem a pretensão, no espaço deste estudo, de se conduzir qualquer análise empírica acerca da eficiência do regime informacional aplicável às companhias abertas brasileiras, a partir da mensuração efetiva dos custos e benefícios que dele derivam. A proposta, é, em verdade, verificar os incentivos criados a partir do regime regulatório vigente, e, conseqüentemente, problematizar a orientação regulatória adotada à luz dos potenciais custos e benefícios gerados a partir dela, que, certamente, carecerão de futuras checagens empíricas antes que se promova qualquer alteração normativa.

O trabalho divide-se em cinco capítulos. No primeiro deles, serão abordados os pressupostos e justificativas existentes para a intervenção do Estado, por meio da regulação, na organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários, bem como estarão delineados os elementos que devem nortear sua abordagem regulatória, à luz do ferramental teórico da análise econômica do direito.

O segundo capítulo trata da relação existente entre informação e o mercado de valores mobiliários, abordando-se os aspectos econômicos associados à informação, as

origens do regime informacional obrigatório imposto às companhias abertas e as justificativas para seu *status* de pilar regulatório do mercado de valores mobiliários. Adicionalmente, serão apresentadas, separadamente, as diversas funções exercidas pelo aludido regime.

O terceiro capítulo trata das principais críticas apresentadas ao regime informacional obrigatório, na forma como normalmente estruturado ao redor dos mercados de valores mobiliários.

Tais críticas serão abordadas principalmente a partir do conjunto de questionamentos apresentados às duas teorias que tradicionalmente lhe respaldam, quais sejam, a teoria da escolha racional e a hipótese dos mercados eficientes, que são sensivelmente sensibilizadas a partir de aspectos (i) operacionais associados ao funcionamento do mercado de valores mobiliários, que impactam na forma e na velocidade com que determinadas informações são incorporadas aos preços dos valores mobiliários negociados; e (ii) comportamentais dos investidores, que frequentemente se demonstram desprovidos da racionalidade propugnada pela teoria da escolha racional, bem como estão sujeitos a efeitos deletérios causados pelo excesso de informações, dadas as variadas limitações cognitivas que os acometem em seus processos decisórios.

Serão abordados, também, ao longo deste capítulo, os incentivos existentes à divulgação voluntária de informações, bem como aspectos associados aos custos que derivam das obrigações informacionais impostas, que devem certamente ser cotejados quando da definição da política regulatória estruturadora do regime informacional. Ao final, serão traçados os elementos que nortearão a proposta de análise do regime informacional aplicável às companhias abertas brasileiras, a partir da ponderação de suas diversas funções em face de suas inerentes fragilidades.

O quarto capítulo, de caráter eminentemente descritivo, trata de apresentar o regime informacional aplicável às companhias abertas brasileiras, abordando sua evolução ao longo das últimas décadas, sua orientação geral construída por meio da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários – LMVM) e da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações – LSA), bem como sua estrutura regulatória estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Nesse momento, serão analisadas as principais normas infralegais que compõem o arcabouço regulatório informacional aplicável ao mercado de valores mobiliários brasileiro, especificamente aquelas referentes à divulgação de informações (i) no âmbito dos processo de registro de emissores (e as obrigações contínuas que dele derivam) e de

ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários; (ii) referentes a fatos relevantes; (iii) previamente às assembleias gerais; (iv) na esfera das ofertas públicas de aquisição de ações; (v) econômico-financeiras, à luz da recente implementação do *International Financial Reporting Standards (IFRS)* no Brasil; e (vi) por outros participantes do mercado que não as próprias companhias abertas, dentre eles os investidores, os analistas de investimento e as entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários.

Por fim, o quinto e último capítulo apresenta algumas reflexões sobre a funcionalidade do regime informacional obrigatório aplicável às companhias abertas brasileiras, traçando, sempre que aplicável, um paralelo com o regime informacional vigente no mercado de valores mobiliários norte-americano,<sup>6</sup> que notadamente serviu, ao longo dos últimos anos, como fonte de inspiração para a definição e estruturação do regime informacional pátrio.

Serão abordados, assim, aspectos associados à recente unificação do regime informacional aplicável às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e ao mercado secundário, bem como à adequada utilização da noção de relevância como filtro das obrigações informacionais. Em seguida, será analisado o atendimento, pelo regime informacional imposto às companhias abertas brasileiras, das diversas funções às quais ele se presta.

Nesse momento, serão analisadas as regras informacionais predominantemente voltadas a viabilizar a avaliação econômica dos valores mobiliários, e, conseqüentemente, a funcionalidade do regime no tocante à tomada de decisão dos investidores e a precificação dos valores mobiliários negociados, verificando-se em que medida o regime informacional de fato exige as informações que são importantes para tal finalidade, bem como a conveniência de se incluir algumas informações que não obstante sua importância

---

<sup>6</sup> Ao longo do trabalho, por diversas vezes, são feitas referências ao regime regulatório informacional aplicável ao mercado de valores mobiliários norte-americano, dado que o mesmo, desde a edição do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, tem servido de inspiração às demais jurisdições, inclusive a brasileira. Não se trata, evidentemente, de propor uma pura e simples transposição regulatória, assumindo que as alternativas norte-americanas serão sempre superiores (dado o grau de evolução daquele mercado), mas sim de traçar elementos comparativos no auxílio da análise da regulamentação brasileira. Conforme sabido, quaisquer transplantes legais ou regulatórios carecem de adaptações às realidades próprias de cada localidade, sob pena de gerar graves ineficiências. Conforme indicado por K. Pistor, é essencial, para o sucesso de qualquer transplante de normas de uma jurisdição para outra, que exista uma efetiva demanda pela norma transplantada no local onde se pretende implementá-la, bem como familiaridade com essa (Cf. PISTOR, Katharina; BERKOWITZ, Daniel; RICHARD, Jean-Francois, *Economic development, legality and the transplant effect*, 1999, p. 3, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=183269>>. Acesso em: 10 dez. 2012).

para a tomada de decisão de investimento e melhor precificação dos valores mobiliários, possuem um altíssimo custo de produção, dados os efeitos negativos que sua divulgação causaria às companhias que as divulgam.

No tocante à funcionalidade do regime informacional atinente à administração dos conflitos de agência inerentes às companhias, serão analisados os conjuntos informacionais que predominantemente se destinam a atender essa funcionalidade, principalmente no que se refere à divulgação de informações sobre a estrutura de capital das companhias abertas, transações entre partes relacionadas, demonstrações financeiras e a remuneração dos administradores.

Serão, também, analisada, nesse capítulo, a importância do regime informacional imposto às companhias abertas brasileiras à promoção da confiança dos investidores, à administração da seleção adversa de companhias abertas, ao exercício das atividades regulatórias pelos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários, bem como suas implicações ao regime de responsabilidade associado às falhas na prestação informacional.

Por fim, serão apresentadas considerações sobre a efetiva funcionalidade do regime informacional brasileiro, bem como as principais oportunidades de aprimoramento, sobretudo, aquelas associadas à sua inflexibilidade diante das particularidades e estágios de desenvolvimento das companhias e dos perfis dos investidores que nelas investem. Em seguida, serão apresentadas as conclusões finais do estudo.

É importante esclarecer que o estudo desenvolvido no presente trabalho tem por escopo principal o regime informacional obrigatório aplicável às companhias abertas, recaindo, portanto, sobre as informações que são produzidas e/ou disseminadas pelas sociedades por ações cujos valores mobiliários são passíveis de negociação em mercados públicos.

Assim, embora resumidamente apresentadas no Capítulo 4, as informações prestadas pelas entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários, especialmente acerca dos preços e das transações realizadas em seus sistemas, embora de extrema utilidade aos investidores, que, inclusive, a depender de seu perfil, utilizam-se predominantemente ou exclusivamente delas na definição de suas estratégias negociais, não integram o objeto do presente estudo.

Da mesma forma, não obstante o termo “emissor” seja recorrentemente utilizado ao longo do presente trabalho, na medida em que a própria regulamentação optou, a partir da ICVM 480, por disseminar a utilização dessa expressão em substituição a “companhia

aberta”, que não obstante consagrada pela LMVM, é limitada para referir-se a todas as entidade passíveis de emitir valores mobiliários (que englobam, também, por exemplo, sociedades constituídas sob outras formas societárias, bem como os fundos de investimento), o presente trabalho tem por objeto exclusivo o regime regulatório aplicável aos emissores organizados sob a forma de sociedades por ações. Consequentemente, ao mencionar os valores mobiliários ofertados publicamente e/ou admitidos à negociação, refere-se, especificamente, àqueles tradicionalmente emitidos pelas companhias abertas.

Ao longo do trabalho, por diversas vezes, são feitas menções a expressões na língua inglesa, dada sua ampla e disseminada utilização no âmbito dos mercados de valores mobiliários ao redor do mundo. Opta-se, inclusive, por referir-se ao regime informacional obrigatório, em algumas ocasiões, a partir do termo *disclosure*. Sempre que possível, entretanto, foram utilizadas as respectivas traduções, ainda que pouco disseminadas, acompanhadas da referencia à expressão própria da língua inglesa, desde que sem prejuízo ao sentido dos termos descritos.

## CAPÍTULO 1 – A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### 1.1 REGULAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÔMICA

A noção de regulação está associada à atividade de formulação e imposição de regras organizadoras e limitadoras do desenvolvimento de determinada atividade, constituindo, tradicionalmente, típico mecanismo de intervenção do Estado na ordem econômica,<sup>7</sup> não obstante possa surgir, também, de modo privado, a partir da iniciativa dos agentes econômicos que exercem a própria atividade objeto da regulação.

Nesse sentido, R. Sztajn afirma que a regulação, em sua vertente tradicional, pode ser compreendida como um conjunto de regras predispostas por um órgão estatal ou agência da administração indireta, com o intuito de fiscalizar e garantir a disciplina de certas atividades ou setores da atividade econômica.<sup>8</sup> Assim, a regulação representa um evidente limite à liberdade individual dos agentes, implicando alteração de seu comportamento em relação àqueles que seriam adotados na ausência de tais limites, sendo dirigida a um conjunto de determinada economia (e.g. defesa da concorrência, do consumidor, do meio ambiente), a um setor da economia (e.g. transportes, comunicações, energia) ou a um tipo específico de exercedor da atividade econômica (e.g. sociedades exportadoras, agrícolas, farmacêuticas etc.).<sup>9</sup>

Trata-se de recurso extremamente útil, que permite ao Estado, em alguns casos, retirar-se da intervenção econômica direta (por meio da prestação de determinados serviços), passando a fazê-lo indiretamente, por meio da organização das relações econômicas e sociais.<sup>10</sup>

Essa intervenção indireta do Estado na organização da atividade econômica, que genericamente pode ser implementada por meio da concessão de serviços públicos (e

---

<sup>7</sup> Cf. SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 135, 2004, p. 137.

<sup>8</sup> *Ibidem*.

<sup>9</sup> Cf. SANTOS, Carlos Antônio; GOLÇALVES, Maria Eduarda; MARQUES, Maria Manuel Leitão. *Direito Econômico*. 3. ed. Coimbra: Almedina, 1999, p. 226-227.

<sup>10</sup> Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 20. Nesse sentido, sob uma perspectiva mais ampla, referido autor afirma que a expressão ‘regulação’ “*Engloba toda forma de organização da atividade econômica através do Estado, seja a intervenção através da concessão de serviço público ou o exercício do poder de polícia. (...) Na verdade, o Estado está ordenando ou regulando a atividade econômica tanto quando concede ao particular a prestação de serviços públicos e regula a sua utilização – impondo preços, quantidade produzida etc. – como quando edita regras no exercício do poder de polícia administrativa*” (SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit. p. 21).

estabelecimento das condições de sua utilização) ou mediante edição de regras no gozo do poder de polícia administrativa<sup>11</sup> (que estabelecem estruturas para a atuação dos particulares, bem como as condutas a serem por eles observadas, em determinados ramos de atividade econômica), deu-se, ao longo do tempo, em graus de intensidade e com objetivos diversos, à luz de diferentes teorias macroeconômicas acerca do papel do Estado na organização da atividade econômica, surgidas a partir da Idade Moderna.

De acordo com o pensamento econômico clássico, teorizado e estruturado a partir do século XVII e que tem como maior expoente A. Smith (a partir de sua seminal obra *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, de 1776), fundador do tradicional modelo de economia de livre-mercado, o bem-estar econômico de uma nação é resultado do comportamento individual de cada agente na busca pela maximização de seu bem-estar pessoal.<sup>12</sup> Assim, o Estado não deveria atuar de modo a restringir a liberdade dos agentes econômicos que agem nos mercados, tampouco tentar dirigir os particulares em seu âmbito.<sup>13</sup>

Segundo A. Smith, a divisão do trabalho e a especialização dos indivíduos em determinadas atividades ocorreriam em função de uma tendência natural desses a promover trocas entre determinados bens ou serviços;<sup>14</sup> e, em tal atividade, a postura autointeressada<sup>15</sup> de cada indivíduo direcionada à maximização de seu bem-estar pessoal

---

<sup>11</sup> Ibidem.

<sup>12</sup> Cf. HUNT, Howard J. Sherman. *História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica*. Tradução por José Ricardo Brandão de Azevedo e Maria José Cyhlar Monteiro. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 53. A seguinte passagem da obra de A. Smith reflete, em linhas gerais, o núcleo de sua teoria: “*All systems either of preference or of restraint, therefore, being thus completely taken away, the obvious and simple system of natural liberty establishes itself of its own accord. Every man, as long as he does not violate the laws of justice, is left perfectly free to pursue his own interest his own way, and to bring both his industry and capital into competition with those of any other man, or order of men. The sovereign is completely discharged from a duty, in the attempting to perform which he must always be exposed to innumerable delusions, and for the proper performance of which no human wisdom or knowledge could ever be sufficient; the duty of superintending the industry of private people, and of directing it towards the employments most suitable to the interest of the society*” (SMITH, Adam. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Kindle Edition, 1777, p. 482).

<sup>13</sup> Cf. BRUE, Stanley L. *História do pensamento econômico*. Tradução por Luciana Penteadó Miquelino. 6ª ed. São Paulo: Cengage Learning, 2011, p. 70-71.

<sup>14</sup> Cf. SMITH, Adam. Op. cit. p. 7.

<sup>15</sup> A noção delineada por A. Smith relativa à postura autointeressada dos indivíduos pode ser depreendida a partir da célebre passagem: “*In almost every other race of animals, each individual, when it is grown up to maturity, is entirely independent, and in its natural state has occasion for the assistance of no other living creature. But man has almost constant occasion for the help of his brethren, and it is in vain for him to expect it from their benevolence only. He will be more likely to prevail if he can interest their self-love in his favour, and shew them that it is for their own advantage to do for him what he requires of them. Whoever offers to another a bargain of any kind, proposes to do this. Give me that which I want, and you shall have this which you want, is the meaning of every such offer; and it is in this manner that we obtain from one another the far greater part of those good offices which we stand in need of. It is not from the benevolence of the butcher the brewer, or the baker that we expect our dinner, but from their regard to their own interest.*

levaria naturalmente a uma espécie de autogoverno das relações econômicas em direção ao bem-estar geral da sociedade,<sup>16</sup> noção que ficou conhecida a partir da ideia da “mão invisível” que regeria as relações econômicas na sociedade.

O Estado deveria, então, abster-se de intervir de modo incisivo nessa harmoniosa relação, pois sua atuação diretiva, por exemplo, por meio da concessão de monopólios ou de subsídios, jamais seria capaz de promover o mesmo efeito benéfico trazido pela livre-atuação dos agentes econômicos no mercado.<sup>17</sup>

Esse modelo assume, portanto, que o mercado é uma estrutura fechada, formada por agentes que, por meio de sua atuação individual, não seriam capazes de influenciar ou contaminar a estrutura das relações econômicas, e sua liberdade, portanto, constitui um eficaz mecanismo de realocação de recursos dentro da economia, isento de ineficiências que o próprio mercado, por meio dos atos instantâneos e voluntários de seus agentes, não possa automaticamente equacionar.<sup>18</sup>

Entretanto, a desnecessidade e a indesejabilidade da intervenção na organização das atividades econômicas pregadas pelo pensamento econômico clássico não significavam o reconhecimento de que o Estado não se deveria exercer qualquer papel no tocante à economia, mas somente negava-lhe o protagonismo em tal seara.

Nesse sentido, a grande função a ser exercida pelo Estado seria regulamentar de modo preciso e inequívoco os direitos de propriedade e as relações contratuais necessárias à viabilização das trocas ocorridas no livre mercado<sup>19</sup> (sem, contudo, limitar o exercício dos referidos direitos ou estabelecer exigências específicas às referidas relações

*We address ourselves, not to their humanity, but to their self-love, and never talk to them of our own necessities, but of their advantages. Nobody but a beggar chooses to depend chiefly upon the benevolence of his fellow-citizens. Even a beggar does not depend upon it entirely*” (SMITH, Adam. Op. cit. p. 7-8). Entretanto, o próprio A. SMITH teria, ao longo de sua obra, reconhecido que existem vários elementos e situações que podem desviar os indivíduos desse comportamento autointeressado. Esse aspecto será explorado no Capítulo 3.2.2.

<sup>16</sup> Cf. SMITH, Adam. Op. cit. p. 439.

<sup>17</sup> Cf. HUNT, Howard J. Sherman. Op. cit. 57. Nesse sentido, A. Smith afirmou: “*Without any intervention of law, therefore, the private interests and passions of men naturally lead them to divide and distribute the stock of every society among all the different employments carried on in it as nearly as possible in the proportion which is most agreeable to the interest of the whole society. All the different regulations of the mercantile system necessarily derange more or less this natural and most advantageous distribution of stock*” (SMITH, Adam. Op. cit. p. 439).

<sup>18</sup> Cf. DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005, p. 89.

<sup>19</sup> Cf. BRUNA, Sérgio Varela. Procedimentos normativos da administração. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 233.

contratuais),<sup>20</sup> posto que, na ausência dessas regras e/ou de sua adequada exequibilidade pelo Estado, o desempenho da atividade econômica seria adversamente afetado.<sup>21</sup>

Adicionalmente, A. Smith também já admitia, ainda que timidamente, a necessidade da atuação do Estado quando constatadas algumas “falhas de mercado”, que, por exemplo, impedissem a produção de determinados serviços<sup>22</sup> (cujos lucros deles advindos não compensariam a prestação),<sup>23</sup> bem como em alguns casos específicos em que a liberdade comercial poderia deliberadamente causar riscos à sociedade.<sup>24</sup>

O reconhecimento da necessidade de uma regulação mais incisiva das atividades econômicas nasce justamente a partir da transição da ordem econômica predominantemente liberal, fundamentada nos pressupostos do pensamento econômico clássico, para uma ordem econômica de feição mais intervencionista.

O sistema liberal, operado a partir da noção de livre-mercado, evidenciou algumas inoperâncias e imperfeições, a partir da verificação de que o mercado não era necessariamente dotado de algumas qualidades essenciais que lhe foram até então

<sup>20</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 13.

<sup>21</sup> Cf. GORGA, Érica Cristina Rocha. *Direito societário brasileiro e desenvolvimento do mercado de capitais: uma perspectiva de "direito e economia"* Tese (Doutorado em Direito Comercial). São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2005, p. 25. A esse respeito, A. Smith afirmou: “*A defect in the law may sometimes raise the rate of interest considerably above what the condition of the country, as to wealth or poverty, would require. When the law does not enforce the performance of contracts, it puts all borrowers nearly upon the same footing with bankrupts or people of doubtful credit in better regulated countries. The uncertainty of recovering his money makes the lender exact the same usurious interest which is usually required from bankrupts*” (SMITH, Adam. Op. cit. p. 66).

<sup>22</sup> Associados, portanto, a problemática que envolve os “bens públicos”, que será abordada no Capítulo 2.2.3.

<sup>23</sup> Cf. GORGA, Érica. Op. cit. p. 26. Nesse sentido, A. Smith afirmou: “*According to the system of natural liberty, the sovereign has only three duties to attend to; three duties of great importance, indeed, but plain and intelligible to common understandings: first, the duty of protecting the society from violence and invasion of other independent societies; secondly, the duty of protecting, as far as possible, every member of the society from the injustice or oppression of every other member of it, or the duty of establishing an exact administration of justice; and, thirdly, the duty of erecting and maintaining certain public works and certain public institutions which it can never be for the interest of any individual, or small number of individuals, to erect and maintain; because the profit could never repay the expense to any individual or small number of individuals, though it may frequently do much more than repay it to a great society*” (SMITH, Adam. Op. cit. p. 482).

<sup>24</sup> Cf. GORGA, Érica. Op. cit. p. 26. Essa situação é ilustrada a partir da seguinte passagem da obra de A. SMITH, referente a emissão de notas promissórias de valor baixo: “*To restrain private people, it may be said, from receiving in payment the promissory notes of a banker, for any sum whether great or small, when they themselves are willing to receive them, or to restrain a banker from issuing such notes, when all his neighbours are willing to accept of them, is a manifest violation of that natural liberty which it is the proper business of law not to infringe, but to support. Such regulations may, no doubt, be considered as in some respects a violation of natural liberty. But those exertions of the natural liberty of a few individuals, which might endanger the security of the whole society, are, and ought to be, restrained by the laws of all governments, of the most free as well as of the most despotic. The obligation of building party walls, in order to prevent the communication of fire, is a violation of natural liberty exactly of the same kind with the regulations of the banking trade which are here proposed*” (SMITH, Adam. Op. cit. p. 224).

atribuídas, principalmente sua aclamada capacidade de equilibrar-se automaticamente,<sup>25</sup> bem como incapaz de acomodar adequadamente algumas importantes questões sociais que emergem a partir do desenvolvimento das economias, após a Revolução Industrial.<sup>26</sup>

Tal contexto cria espaço para o surgimento de teorias econômicas que, além de apontar para diversas falhas operacionais do mercado, passam a incluir valores sociais ao pensamento econômico, como é o caso, por exemplo, em níveis e a partir de análises e metodologias diversas, das propostas de T. Malthus, S. Mill e K. Marx.

As novas ideias emergentes alçam o papel do Estado na organização das atividades econômicas ao protagonismo que lhe era negado até então, passando, de certa forma, a compor o centro decisório do mercado,<sup>27</sup> ficando, assim, responsável por sanar as aludidas falhas de mercado e/ou promover, por meio de sua atuação na economia, o interesse público que, muitas vezes, o mercado, atuando autonomamente, negligencia.

A modernização da economia, o desenvolvimento dos mercados financeiros, a recessão que acometeu os países europeus após a Primeira Guerra Mundial e, principalmente, o colapso da economia norte-americana após a Grande Depressão, que eclodiu após o *crash* da *New York Stock Exchange* em outubro de 1929, criou o contexto histórico necessário à implementação de políticas que refletiam, em grande medida, a mudança de paradigma acima mencionada,<sup>28</sup> e que teve, na teoria econômica de J. Keynes, lançada em seu ensaio *The end of laissez-faire*, de 1926 e, posteriormente, consolidada na obra *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, seu grande pilar teórico.

A partir do questionamento aos pressupostos teóricos do pensamento econômico clássico,<sup>29</sup> J. Keynes defendia que a estabilidade econômica e o desenvolvimento da

---

<sup>25</sup> Cf. PROENÇA, José Marcelo. “*Insider Trading*”: *Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 151.

<sup>26</sup> Nesse sentido, acerca dessa transição, F. Nusdeo afirmou que a mesma “*se deveu à consciência de que o mercado, malgrado suas evidentes qualidades, não é um mecanismo apto a resolver e a equacionar todas as situações que se apresentam a um sistema econômico. Por um lado, ele contém falhas operacionais; por outro, não consegue assegurar a realização de certas metas ambicionadas pela sociedade através de seus canais de expressão*” (NUSDEO, Fábio. *Fundamentos para uma codificação do Direito Econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995, p. 17).

<sup>27</sup> *Ibidem*.

<sup>28</sup> Cf. HUNT, Howard J. Sherman. *Op. cit.* p. 381-382.

<sup>29</sup> A esse respeito, J. Keynes afirmou: “*Let us clear from the ground the metaphysical or general principles upon which, from time to time, laissez-faire has been founded. It is not true that individuals possess a prescriptive 'natural liberty' in their economic activities. There is no 'compact' conferring perpetual rights on those who Have or on those who Acquire. The world is not so governed from above that private and social interest always coincide. It is not so managed here below that in practice they coincide. It is not a correct deduction from the principles of economics that enlightened self-interest always operates in the public interest. Nor is it true that self-interest generally is enlightened; more often individuals acting separately to promote their own ends are too ignorant or too weak to attain even these. Experience does not show that*

economia capitalista dependia essencialmente da atuação central do Estado por meio da adoção de uma série de políticas públicas, e não apenas da atuação individual dos agentes econômicos.<sup>30</sup> Em sua acepção, a atividade econômica (e conseqüentemente a renda nacional, a produção e o emprego) seria sustentada pela demanda agregada da economia, que depende, por sua vez, de grandes despesas do governo.<sup>31</sup>

É bem verdade que a proposta de J. Keynes tinha por objetivo preservar o capitalismo como modelo produtivo (em contrapartida, por exemplo, à aceitação do socialismo proposto por K. Marx, que o próprio J. Keynes refutou expressamente),<sup>32</sup> e, nesse sentido, buscava soluções para suas falhas operacionais. Contudo, não se pode negar que, de certa forma, sua proposta reconhecia que o interesse público deveria nortear algumas das medidas interventivas do Estado na seara econômica.

Ainda segundo J. Keynes, o valor de todos os bens produzidos, de forma agregada, na economia equivaleria ao total da renda recebida pela população no mesmo período, de modo que para o adequado escoamento da produção (venda de todos os produtos e serviços produzidos na econômica), era necessário que toda a renda agregada fosse efetivamente gasta para garantir uma alta lucratividade da atividade empresarial, que, conseqüentemente, manteria ou aumentaria sua produção, gerando estabilidade, crescimento e o pleno emprego.<sup>33</sup>

Todavia, esse movimento não seria automático, pois nem toda a renda efetivamente retorna aos produtores devido a naturais escoamentos ocorridos nesse fluxo, basicamente em decorrência (i) da poupança – nem todos os indivíduos gastam toda a sua renda, poupando uma parcela que é, assim, retirada do fluxo de gastos acima descrito; (ii) de importações – parte dos recursos é desviada para outros países na medida em que certa

*individuals, when they make up a social unit, are always less clear-sighted than when they act separately*" (KEYNES, Jonh Maynard. *The end of laissez-faire*. In: *Essays in Persuasion by Jonh Maynard Keynes*. London: Norton & Company, 2011, p. 169).

<sup>30</sup> Nesse sentido, J. Keynes afirmou: "*In some other respects the foregoing theory is moderately conservative in its implications. For whilst it indicates the vital importance of establishing certain central controls in matters which are now left in the main to individual initiative, there are wide fields of activity which are unaffected. The State will have to exercise a guiding influence on the propensity to consume partly through its scheme of taxation, partly by fixing the rate of interest, and partly, perhaps, in other ways. Furthermore, it seems unlikely that the influence of banking policy on the rate of interest will be sufficient by itself to determine an optimum rate of investment*" (KEYNES. Jonh Maynard. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, 1935, Disponível em: <<http://cas.umkc.edu/economics/people/facultyPages/kregel/courses/econ645/Winter2011/GeneralTheory.pdf>>, p. 238>. Acesso em: 05 jul. 2012).

<sup>31</sup> Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & "insider trading"*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, p. 13.

<sup>32</sup> Cf. HUNT, Howard J. Sherman. Op. cit. p. 385.

<sup>33</sup> Cf. HUNT, Howard J. Sherman. Op. cit. p. 386.

parcela da renda é gasta com bens produzidos por empresas estrangeiras; e (iii) do pagamento de tributos – parcela da renda que é compulsóriamente retirada do fluxo de gastos acima descrito.<sup>34</sup>

Assim, o grande papel do Estado na organização da atividade econômica seria justamente auxiliar na compensação desses escoamentos, por meio de políticas públicas que, além de naturalmente incentivarem o consumo, também (i) fomentem a exportação, que contrabalança a saída de renda advinda da aquisição de produtos importados; (ii) ampliem os investimentos do Estado (aumento dos gastos públicos), por meio da utilização dos recursos angariados com a tributação na aquisição dos bens e serviços produzidos; (iii) estimulem que os empresários financiem sua atividade produtiva por meio da utilização dos recursos poupados, transformando, portanto, poupança em investimento.<sup>35</sup>

A partir das premissas acima, J. Keynes defendia que, no curso de crises econômicas (como aquela que acometia os Estados Unidos à época), ocorreria uma diminuição da taxa de utilização da capacidade produtiva do capital físico e do número de trabalhadores na sociedade, de modo que caberia ao Estado tomar emprestado todo o excesso de poupança existente (recursos não investidos) e utilizá-lo em projetos de interesse público (como, por exemplo, escolas, parques, hospitais etc.) que não aumentassem a capacidade produtiva (que naquele momento estava subaproveitada) ou diminuíssem as oportunidades futuras de investimento, restabelecendo a corrente de gastos acima mencionada e levando a economia novamente para o equilíbrio.<sup>36</sup>

Sob essa nova ótica, portanto, o Estado transforma-se em órgão regulador e motor da economia, substituindo em parte o próprio mercado, por meio do planejamento econômico e das atividades empresariais, ao definir, por exemplo, preços, salários e taxas de juros e ao estabelecer prioridades para o investimento privado com uma atuação que leva em consideração o interesse público.<sup>37</sup>

O debate que se trava, hodiernamente, acerca das justificativas e do objetivo final da regulação imposta pelo Estado com relação a determinadas atividades econômicas costuma flutuar entre alguns dos pressupostos que podem ser reconhecidos nas teorias econômicas acima descritas.

---

<sup>34</sup> *Ibidem*.

<sup>35</sup> Cf. HUNT, Howard J. Sherman. *Op. cit.* p. 386. Fica evidenciada, portanto, a importância dada ao mercado de valores mobiliários a partir dessa transição econômica, que culminou, nos Estados Unidos, com o movimento regulatório ocorrido no bojo do *New Deal*, conforme será explorado no Capítulo 2.3.1.

<sup>36</sup> *Ibidem*.

<sup>37</sup> Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Op. cit.* p. 14.

De um lado, situam-se as propostas inspiradas em elementos do pensamento econômico clássico, que formam a chamada Escola Neoclássica ou Neoliberal,<sup>38</sup> que apesar de reconhecer que o mercado possui falhas operacionais que, sozinho, é incapaz de solucionar<sup>39</sup> (conforme, inclusive, já era previsto pelo próprio A. Smith), considera que a regulação deve se limitar a corrigir tais falhas (conhecidas tradicionalmente como falhas de mercado),<sup>40</sup> buscando proporcionar seu funcionamento eficiente<sup>41</sup> e negando qualquer fundamento expresso de interesse público na atividade regulatória.<sup>42</sup>

Sob uma ótica diversa, a denominada Escola do Interesse Público<sup>43</sup> propõe que o interesse público seria a justificativa maior da intervenção do Estado na ordem econômica por meio da atividade regulatória (e não apenas a correção de suas falhas operacionais), ao desempenhar seu papel de formulador e executor de políticas que objetivam metas específicas, ligadas aos interesses sociais.<sup>44</sup>

Superando o radicalismo das duas vertentes acima indicadas e reconhecendo que os aspectos sociais e econômicos devem conviver na regulação estatal, em proporção que dependerá essencialmente do ramo da atividade regulada<sup>45</sup>, C. Salomão Filho sugere uma justificativa mais pragmática para a regulação da atividade econômica, afirmando que a

<sup>38</sup> Cf. SALOMÃO FILHO, C. Op. cit. p. 27.

<sup>39</sup> Cf. PROENÇA, José Marcelo. Op. cit. p. 151.

<sup>40</sup> Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit. p. 27. Referido autor afirma que essa concepção da regulação da atividade econômica (a qual critica): “*crê poder prever os resultados e, conseqüentemente, indicar os fins da atividade econômica. A regulação serve apenas como substituto do mercado. O regulador é ou deveria ser capaz de reproduzir um mercado em laboratório ou, melhor dizendo, nos gráficos de oferta e demanda. Evidentemente, porque baseada na crença cega no mercado, para tal teoria a regulação só será necessária enquanto não existir solução de mercado mais eficiente. Por essa razão, como se verá, nela se encontra o sêmem dos movimentos desregulatórios*” (SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit. p. 27-28).

<sup>41</sup> Genericamente, o termo “eficiência” será usado neste trabalho a partir do conceito de “eficiência técnica”, referindo-se à melhor organização dos recursos existentes de forma a assegurar o melhor resultado possível (Cf. LEVIN, Henry. *Chapter Title: Concepts of Economic Efficiency and Educational Production*, 1976, p. 153. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c4491>>. Acesso em: 10 out. 2012). Quando necessário, serão apresentados e utilizados os conceitos específicos de eficiência alocativa e eficiência informacional.

<sup>42</sup> Segundo L. DIAS, Sob essa perspectiva, os principais motivos que justificam a intervenção estatal na ordem econômica seriam (i) a existência de demanda universal por determinados bens e serviços que são necessários a todos os indivíduos de determinada sociedade; (ii) a escassez ou reservas finitas de determinados bens; (iii) a conveniência de determinados setores serem estruturados na forma de monopólios, em decorrência da grande necessidade de investimento e altos custos de manutenção, por exemplo; (iv) a necessidade de manutenção da higidez em certos setores da atividade econômica, principalmente em decorrência dos riscos intrínsecos a determinadas atividades; e (v) o desequilíbrio entre determinados agentes que atuam e se relacionam em determinadas atividades econômicas. (Cf. DIAS, Luciana Pires. Op. cit. p. 93).

<sup>43</sup> Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit. p. 23.

<sup>44</sup> Cf. LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. Op. cit. p.14. Nesse sentido, C. Salomão Filho esclarece a denominação proposta: “*A escolha da denominação ‘Escola do Interesse Público’ é proposital. Ela evidencia o fato de que a justificativa para a regulação, entendida no sentido amplo supradescrito, nada tem a ver com a preservação do mercado. O objetivo é primordialmente a busca do bem público, definido de formas diversas*” (Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit. p. 23).

<sup>45</sup> Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit. p. 33.

intervenção do Estado na forma de regulação deve garantir a integração econômica equilibrada, justificando-se sempre que as condições estruturais de determinado mercado assim demandarem, por meio de ações interventivas diretas que não se limitem ao mero controle dos agentes envolvidos na atividade econômica.<sup>46</sup>

Trata-se de proposta de justificativa que se enquadra satisfatoriamente à regulação do mercado de valores mobiliários, conforme veremos adiante.

## 1.2 AUTORREGULAÇÃO

Conforme mencionado, a ingerência na livre-atuação dos agentes com o objetivo de organizar determinada atividade econômica pode ser realizada, também, de modo privado sem a intermediação do Estado.

Trata-se da aclamada autorregulação,<sup>47</sup> que consiste, grosso modo, na organização da atividade econômica pelos próprios regulados, a partir de seus próprios conhecimentos acerca da atividade objeto da regulação,<sup>48</sup> em contraposição à ideia de heterorregulação, exercida externamente sobre os agentes econômicos por uma instância estatal.<sup>49</sup>

A autorregulação, quanto à sua natureza, pode ser puramente voluntária, formulada e acompanhada por instâncias estabelecidas a partir da iniciativa dos próprios interessados e fundamentada por meio do direito privado e da liberdade negocial, ou pública (mandatória), quando o Estado dota a referida instância autorregulatória de poderes normativos e disciplinadores de determinada atividade, à semelhança daqueles de que o Estado dispõe, podendo ficar, nesse caso, sujeita à fiscalização e ao poder punitivo estatal.<sup>50</sup>

Contudo, o grau de dependência da entidade autorreguladora ao Estado poderá ser determinado por uma série de fatores, dentre eles (i) se a iniciativa de sua criação depende do Estado ou dos próprios interessados; (ii) se o Estado possui ingerência em sua forma de organização e funcionamento (inclusive com relação aos seus titulares), bem como no

---

<sup>46</sup> Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit. p. 36-37.

<sup>47</sup> O termo autorregulação é, muitas vezes, utilizado para referir-se a ausência da regulação, situação em que os agentes que se engajam na referida atividade econômica possuem ampla liberdade de atuação (à luz dos pressupostos do pensamento econômico clássico). Essa utilização, a rigor, é tecnicamente imprecisa, de modo que a situação de ausência de regulamentação é melhor descrita pelo termo “desregulação”. Nesse sentido, no presente trabalho, o termo “autorregulação” é exclusivamente utilizado para referir-se ao processo privado de elaboração e supervisão de regras pelos agentes que dela são objeto ou que se engajam na atividade regulada.

<sup>48</sup> Cf. MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Almedina, 1977, p. 52.

<sup>49</sup> Cf. MOREIRA, Vital. Op. cit. p. 52.

<sup>50</sup> *Ibidem*.

estabelecimento de suas diretrizes; e (iii) se o Estado possui ingerência nas decisões por ela tomada (e.g. necessidade de ratificação ou poder de revisão).<sup>51</sup>

A opção do Estado por atribuir funções autorregulatórias a determinados entes privados, ou desses, voluntariamente, de estabelecer regras organizativas de sua atividade e seus respectivos mecanismos de fiscalização, levam em conta as vantagens que esse modelo confere, em comparação com a regulação estatal, principalmente associado à sua eficácia, flexibilidade e economia.<sup>52</sup>

Essas vantagens podem ser materializadas:

(i) pela maior eficácia das regras editadas, pois quando criadas por especialistas (que são seus próprios destinatários) tendem a corresponder de modo mais adequado aos anseios do setor a ser regulado, algo que se torna mais difícil quando da intermediação estatal no processo regulatório;<sup>53</sup>

(ii) pelo maior grau de cumprimento das regras impostas, na medida em que gozam de maior legitimidade e aceitação por terem sido elaboradas pelos integrantes do respectivo setor a ser regulado;<sup>54</sup>

(iii) pela desoneração de parte da carga política, administrativa e financeira do Estado;<sup>55</sup>

(iv) pela flexibilidade que decorre do exercício de poder normativo, independentemente de reformas legislativas, que costumam limitar a regulação estatal e a atuação dos órgãos por ela responsáveis,<sup>56</sup> conferindo dinamicidade na regulação de determinados segmentos da atividade econômica sujeitos a constantes e intensas alterações,<sup>57</sup> e

(v) pelo afastamento da interferência externa oriunda da regulação estatal no tratamento de determinadas matérias, obtendo níveis de regulação menos restritivos à liberdade dos agentes no exercício de suas atividades<sup>58</sup> e evitando orientações políticas no exercício da função regulatória.<sup>59</sup>

---

<sup>51</sup> Ibidem.

<sup>52</sup> Cf. MOREIRA, Vital. Op. cit. p. 91

<sup>53</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 212.

<sup>54</sup> Cf. MOREIRA, Vital. Op. cit. p. 92

<sup>55</sup> Cf. MOREIRA, Vital. Op. cit. p. 92.

<sup>56</sup> Cf. DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. Tese (Doutorado em Direito Comercial), São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2008, p. 48.

<sup>57</sup> Cf. MOREIRA, Vital. Op. cit. p. 92.

<sup>58</sup> Cf. MOREIRA, Vital. Op. cit. p. 92-93.

<sup>59</sup> Cf. DUTRA, Marcos Galileu Lorena. Op. cit. p. 49.

Em contrapartida, é de se notar que a autorregulação possui problemas intrínsecos a sua natureza, principalmente a possibilidade de desvio da função autorregulatória em proveito próprio de seus instituidores, bem como as tendências corporativistas a utilizá-la para instituir barreira de acesso ao exercício de determinada atividade.<sup>60</sup>

### 1.3 AS JUSTIFICATIVAS E OBJETIVOS DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O mercado de valores mobiliários é, tradicionalmente, objeto da atuação organizativa do Estado, na forma de regulação, por meio da edição de regras (e a fiscalização de sua observância) que, de certa forma, limitam a liberdade dos agentes econômicos que nele atuam.

É possível encontrar justificativas para a regulação estatal nessa seara tanto nos ideais da Escola Neoclássica, ou seja, para a correção de falhas estruturais a ele inerentes que prejudicam seu funcionamento, quanto naqueles da Escola do Interesse Público, haja vista que o mesmo constitui uma importante ferramenta de canalização da poupança na atividade produtiva, maximizando, portanto, a eficiência alocativa<sup>61</sup> de recursos na economia e contribuindo para o crescimento econômico,<sup>62</sup> existindo, portanto, imenso interesse público em seu adequado funcionamento.

Utilizando-se da ponderada justificativa apresentada por C. Salomão Filho,<sup>63</sup> pode-se afirmar que o mercado de valores mobiliários carece de regulação pela necessidade de garantir-se, em seu âmbito, uma integração equilibrada entre os agentes que dele participam (emissores de valores mobiliários, investidores, intermediários financeiros, entidades administradoras de mercados organizados etc.), cujas peculiaridades estruturais

---

<sup>60</sup> Cf. MOREIRA, Vital. Op. cit. p. 94.

<sup>61</sup> Conforme ressaltado por H. Levin, a noção de eficiência alocativa está associada à distribuição dos recursos disponíveis em uma dada economia, de modo que a mais produtiva combinação de recursos é obtida, a partir dos preços relativos (LEVIN, Henry. Op. cit.).

<sup>62</sup> A correlação entre o desenvolvimento do mercado acionário e o crescimento econômico, em virtude do aumento da capacidade produtiva por ele promovida a partir da transformação de poupança em investimento, foi demonstrada em estudo elaborado por R. Levine e S. Zervos, a partir de dados levantados em quarenta e nove países no período entre 1976 e 1993 (Cf. LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock market development and long run growth. *World Bank Economic Review*, 1996, Disponível em: <<http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-1582>>. Acesso em: 11 dez. 2012). Sobre o papel do mercado de valores mobiliários no crescimento econômico, J. COFFE e H. SALE afirmam: “*Not all industrial societies organize their economies around stock markets; indeed, active securities market may be more the exception than the rule. (...) Yet, there is some evidence that countries with an active stock market experience more rapid economic growth*” (Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. *Securities regulation: cases and materials*. 12. ed. New York: Foundation Press, 2012, p. 7-8).

<sup>63</sup> Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit. p. 36-37.

impediriam que ocorresse voluntariamente, dadas as falhas operacionais que acometem seu funcionamento, bem como o interesse público a ele associado.<sup>64</sup>

De modo geral, podemos afirmar que a regulação do mercado de valores mobiliários deve ter por objetivo primário (ou mediato) justamente viabilizar que esse sirva, de modo eficiente, como ferramenta de direcionamento do fluxo dos recursos disponíveis em determinada economia ao financiamento da atividade produtiva, promovendo crescimento econômico.

Entretanto, é importante esclarecer que o papel da regulação em viabilizar a aludida funcionalidade do mercado de valores mobiliários não implica em reconhecer que deve haver um artificial dirigismo estatal nesse sentido, mas sim que o Estado deve garantir condições estruturais para esse fluxo de capitais, por meio de regras que simultaneamente permitam o acesso daqueles que necessitam de recursos para o desenvolvimento da atividade produtiva e a tutela dos interesses daqueles que se dispõem a disponibilizá-los a um custo que se justifique diante dos benefícios decorrentes.<sup>65</sup>

A discussão sobre o efetivo papel do Estado e sua maior ou menor ingerência na organização do mercado de valores mobiliários é recorrente e foi substancialmente reacendida após a deflagração da crise financeira de 2008.

Para muitos, referida crise originou-se em uma combinação explosiva de expansão

---

<sup>64</sup> Cf. DIAS, Luciana Pires. Op. cit. p. 93. Referida autora aponta como principais características estruturais que justificam a regulação do mercado de valores mobiliários (i) a assimetria informacional existente entre seus participantes; (ii) a necessidade de preservação de sua higidez, por meio de regras de controle o acesso e a permanência de seus participantes; e (iii) conflitos de agência decorrentes da separação entre controle e propriedade do capital (Cf. DIAS, Luciana Pires. Op. cit. p. 97-111).

<sup>65</sup> Conforme mencionado no Capítulo 1.1 acima, a transformação de poupança em investimento era um dos pilares da política econômica proposta por J. Keynes, no intuito de evitar que parte da renda auferida na economia não retornasse ao fluxo de gastos por ele proposto, o que explica a importância dada ao mercado de valores mobiliários, e sua adequada regulação, nos Estados Unidos no bojo do processo recuperacional do *New Deal*. Não obstante a concepção *keynesiana* sobre os efeitos do excesso poupança na sociedade e o papel dos aumentos de gastos no enfrentamento das depressões econômicas tenham sido objeto de severas críticas pelos economistas tidos por conservadores, mormente os integrantes da Escola Austríaca e da Escola de Chicago e, especialmente, por seu contemporâneo F. Hayek, em sua obra *Prices and Production*, de 1931, essas críticas não devem ser utilizadas para deslegitimar o papel do mercado de valores mobiliários enquanto ferramenta apta a promover a transformação de poupança em investimento e, conseqüentemente, o crescimento econômico. A oposição conceitual de F. Hayek aos pressupostos da política econômica proposta por J. Keynes, que proporcionou um dos debates mais notáveis da economia contemporânea com repercussões que chegam até os dias atuais, estava associada a artificialidade promovida pela redução de taxas de juros, concessão desmedida de crédito e pela impressão de papel moeda, que criava a sensação de uma poupança irreal e um crescimento econômico que não se sustentava a longo prazo. A crítica, portanto, residia em um crescimento na taxa de investimento que não correspondia com o nível de poupança real da economia, e não propriamente com a transformação da poupança efetivamente existente (ou seja, a parcela não gasta da renda) em investimento, que é a função essencialmente exercida pelo mercado primário de valores mobiliário. Para uma interessante análise sobre a oposição teórica entre J. Keynes e F. Hayek, ver WAPSHOTT; Nicholas. *Keynes Hayek: the clash that defined modern economics*. New York: WW Norton, 2011.

desmedida do crédito e utilização de instrumentos financeiros não regulamentados, aptos a pulverizar os riscos a eles associados, os quais acabaram por promover uma contaminação global da economia, catalisada por condutas arrojadas de agentes de mercado e claramente direcionada por incentivos perversos, decorrentes das estruturas de governança interna vigentes nas instituições participantes do mercado.

Em resposta, não faltaram propostas de regulamentação voltadas a limitar a liberdade econômica dos agentes, de modo a evitar que os comportamentos nocivos que deflagraram a crise se repitam. No entanto, é evidente que medidas regulatórias mal dosadas podem implicar o tolhimento da função primordial do mercado de valores mobiliários, qual seja, o financiamento da atividade produtiva.<sup>66</sup>

Isso posto, cumpre indagar quais tipos de regras devem incidir sobre as estruturas e os participantes do mercado de valores para que o objetivo acima indicado seja alcançado, isto é, identificar os objetivos imediatos (ou instrumentais) da regulação do mercado de valores mobiliários.

É evidente que as justificativas e os objetivos específicos da regulação do mercado de valores mobiliários são múltiplas. J. Coffee e H. Sale apontam como alguns deles:<sup>67</sup>

- (i) a proteção dos investidores,<sup>68</sup> que disponibilizam sua poupança, de forma direta ou indireta, no âmbito desse mercado;
- (ii) a manutenção da estabilidade financeira e a administração do risco sistêmico

---

<sup>66</sup> A crise de 2008 trouxe novamente ao centro do debate econômico os questionamentos que, décadas antes, nortearam a superação do modelo de livre mercado. De um lado, grande parte dos economistas reputou o colapso do mercado financeiro à extrema liberdade que pairou os mercados financeiros principalmente a partir da década de 1980, período em que passou a revigorar parte da doutrina liberal pregada pelo pensamento econômico clássico, instituídas principalmente a partir do governo de Ronald Reagan, nos Estados Unidos, e de Margareth Thatcher, no Reino Unido, e lançaram, como solução, medidas regulatória e de recuperação da economia similares àquelas utilizadas após o *crash* de 1929 e inspiradas nas ideias de J. Keynes. Em contraposição, os defensores da economia de livre mercado, que vinham dominando as políticas econômicas até então, passaram a alertar para os riscos que o excessiva intervenção estatal representa ao mercado, quer seja no âmbito da excessiva regulamentação e o respectivo prejuízo à liberdade econômica, quer seja em decorrência das medidas recuperacionais que, na visão desses, acabarão, no longo prazo, por agravar a depressão ao invés de saná-la, à luz dos fundamentos teóricos lançados, décadas antes por F. Hayek. Sobre as dificuldades de preservação de um sistema de livre mercado, F. Hayek alertou: “*The preservation of a free system is so difficult precisely because it requires a constant rejection of measures which appear to be required to secure particular results, on no stronger grounds than that they conflict with a general rule, and frequently without our knowing what will be the costs of not observing the rule in the particular instance. A successful defense of freedom must therefore be dogmatic and make no concessions to expediency, even where it is not possible to show that, besides the known beneficial effects, some particular harmful result would also follow from its infringement*” (HAYEK, Frederich A. *Law, legislation and liberty: a new statement of the liberal principles of justice and political economy*. London: Routledge, 1983, p. 61).

<sup>67</sup> Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 2-7.

<sup>68</sup> Investidores, no âmbito do mercado de valores mobiliários, podem ser qualificados como aplicadores passivos de recursos, ou seja, aqueles que disponibilizam sua poupança para a consecução de determinada atividade econômica sem, a princípio, ter a intenção de ostensivamente participar de sua gestão.

que pode advir a partir dos negócios realizados nesse mercado;

- (iii) a satisfação das necessidades informacionais dos investidores;
- (iv) a garantia da precisão dos preços dos valores mobiliários negociados, por meio da manutenção de mecanismos eficientes para sua formação;
- (v) a administração dos problemas de agência que surgem no âmbito desse mercado, mormente entre investidores e administradores e/ou acionistas controladores; e
- (vi) a manutenção da “competitividade” do mercado de valores mobiliários perante as demais formas de financiamento e os mercados de outros locais, garantindo o menor custo de capital possível, diante das necessidades regulatórias existentes.

Os objetivos acima indicados são materializados por dois tipos básicos de regras que incidem sobre o mercado de valores mobiliários, que determinam: (i) os requisitos de acesso e permanência daqueles que dele participam (emissores, intermediários, entidades administradoras de mercados organizados, gestores de recursos, analistas etc.); e (ii) o comportamento desses participantes em sua atuação no mercado.

Nesse sentido, a primeira categoria de regras costuma estabelecer os requisitos estruturais (e.g. constituição sob determinado tipo societário, estruturas internas de organização etc.) e informacionais necessários à participação no mercado, bem como as obrigações contínuas que condicionam sua permanência.

A segunda categoria de regras, por sua vez, estabelece padrões de conduta a serem observados no mercado de valores mobiliários, principalmente no tocante (i) às negociações ocorridas nos mercados secundários, com relação aos investidores, intermediários e entidades administradoras de mercados organizados; e (ii) ao relacionamento entre investidores, acionistas controladores e administradores dos emissores de valores mobiliários, diante de sua posição de predominância em face daqueles que disponibilizaram seus recursos em forma de investimentos e dos problemas de agência que dela decorrem.

Em linha com o acima exposto, mas sob uma abordagem sistemática diversa, a *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* prescreve como grandes objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários ao redor do mundo (i) a proteção dos investidores; (ii) a garantia de que os mercados operem de modo equitativo, eficiente e

transparente; e (iii) a redução do risco sistêmico.<sup>69</sup>

Para fins de promoção da devida proteção dos investidores, a *IOSCO* sugere, principalmente, (i) a adoção de medidas que protejam os investidores de práticas enganosas, manipuladoras ou fraudulentas; (ii) a promoção da ampla divulgação de informações relevantes à tomada de decisão; (iii) que apenas agentes devidamente licenciados, autorizados e sob a supervisão do regulador possam prestar serviços relacionados a investimentos, como, por exemplo, intermediários de mercados ou bolsas de valores; e (iv) a viabilização de mecanismos legais e regulatórios que garantam o devido cumprimento das regras dispostas, incluindo mecanismos sancionadores em caso de desvios.<sup>70</sup>

No que diz respeito à garantia da equitatividade, eficiência e transparência do mercado, a *IOSCO* sugere que a regulação (i) assegure aos investidores acesso aos mercados e às informações acerca dos preços dos ativos negociados; (ii) promova práticas de mercado que assegurem o tratamento equitativo das ordens realizadas e que a formação do preço dos ativos seja confiável; (iii) promova a eficiência informacional<sup>71</sup> do mercado; e (iv) garanta altos níveis de transparência, por meio da divulgação de informações sobre os negócios realizados.<sup>72</sup>

Com relação à redução do risco sistêmico, a entidade recomenda que a regulação do mercado de valores mobiliários (i) reduza os impactos das crises financeiras ou quebras de instituições, tentando, nesse caso, isolar os riscos às instituições em crise; (ii) promova e permita a efetiva administração de riscos e garanta que requisitos de capital e demais requisitos prudenciais sejam suficientes para administrar os perigos assumidos pelas instituições, de modo a absorver algumas perdas e promover a efetiva checagem dos danos a que elas estão expostas; (iii) mantenha processos eficientes e precisos de compensação e liquidação no âmbito do mercado de valores mobiliários, que sejam devidamente supervisionados e utilizem ferramentas efetivas de administração de riscos; e (iv) promova

---

<sup>69</sup> Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Objectives and principles of securities regulation*, 2008, Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD265.pdf>>. Acesso em: 07 mar. 2011.

<sup>70</sup> Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2008, p. 5-6. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD265.pdf>>. Acesso em: 07 mar. 2011.

<sup>71</sup> A noção de eficiência informacional está associada à velocidade com que o preço dos valores mobiliários negociados publicamente responde às informações divulgadas ao mercado. Referido conceito será abordado em detalhes no Capítulo 2.4.2.

<sup>72</sup> Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Objectives and principles of securities regulation*, 2008, p. 6. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD265.pdf>>. Acesso em: 07 mar. 2011.

regras efetivas e juridicamente seguras para administrar eventuais inadimplementos.<sup>73</sup>

Dentro desse conjunto de regras que incidem na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários, uma categoria específica possui destaque especial, sendo considerada o pilar de seu sistema regulatório, desde sua estruturação no mercado de valores mobiliários norte-americano no início da década de 1930. Trata-se do regime de divulgação obrigatória de informações (referido, por muitos, por sua denominação, em inglês, *mandatory disclosure*, ou, simplesmente, *disclosure*), o qual, dentro da qualificação acima proposta, constitui o principal requisito de acesso e de permanência de um dos principais atores desse mercado, quais sejam, os emissores de valores mobiliários.

É justamente a funcionalidade dessa ferramenta regulatória, sobretudo conforme aplicável às companhias abertas brasileiras, que constitui o objeto de exame do presente trabalho.

Todavia, antes de iniciar esse exame, é fundamental apresentar, ainda, algumas considerações acerca da abordagem regulatória adequada, genericamente, ao mercado de valores mobiliários e, sobretudo, em especial, à construção do regime de *disclosure*.

#### 1.4 REGULAÇÃO E EFICIÊNCIA: ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO E A ABORDAGEM REGULATÓRIA ADEQUADA AO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Não obstante a importância da existência de normas que materializem a busca dos objetivos instrumentais da regulação do mercado de valores mobiliários acima referidos, é fundamental ter em mente que a política regulatória não pode, *per se*, tomar por pressuposto a proteção incondicional dos investidores, por meio de intervenções paternalistas que interfiram de modo flagrante na liberdade de iniciativa dos agentes econômicos, sob pena de criar ineficiências que afastam o mercado de valores mobiliários de seu objetivo mediato, qual seja, propiciar a formação de capital por meio da adequada transformação da poupança em investimento em atividades produtivas, essenciais, como já dito, ao crescimento econômico.

Nesse sentido, o ferramental teórico da análise econômica do Direito é extremamente útil na busca por uma abordagem regulatória adequada ao mercado de

---

<sup>73</sup> Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Objectives and principles of securities regulation*, 2008, p. 6-7. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD265.pdf>>. Acesso em: 07 mar. 2011.

valores mobiliários.<sup>74</sup>

Não obstante o fato de o Direito e a Economia possuírem diversos pontos de contato, fruto, em certa medida, da possível qualificação de ambas as áreas (ou, pelo menos, de alguns de seus ramos) como ciências sociais aplicadas, bem como pelo fato de serem inegavelmente aproximadas por alguns de seus objetos principais de estudo (principalmente a interação entre indivíduos e instituições<sup>75</sup> dentro da sociedade), a inter-relação dessas disciplinas restou prejudicada durante longo período.

Esse distanciamento decorreu, em parte, de uma visível diferença de premissas metodológicas entre ambas as disciplinas, principalmente pelo fato de a Economia afeiçoar-se a questões ligadas à maximização de riquezas e eficiência e o Direito a questões ligadas a legalidade e justiça,<sup>76</sup> bem como em decorrência de um injustificado preconceito de juristas e economistas em reconhecer a contribuição que o estudo conjunto do Direito e da Economia poderia fornecer para o desenvolvimento científico das duas disciplinas.<sup>77</sup>

É inegável que enquanto o Direito é predominantemente deontológico, ou seja, impregnado por valores morais, a Economia é essencialmente consequencialista, tendo como ponto de partida a noção de alocação eficiente de recursos escassos na busca da

<sup>74</sup> Acerca da utilidade da análise econômica do Direito à regulação do mercado de valores mobiliários, E. Gorga afirmou: “*O objeto social da sociedade anônima é econômico. Também o mercado de capitais é econômico por excelência. Uma vez que não seja deixado ao arbítrio da ‘mão invisível’ do mercado, os agentes reguladores devem ter em mente que qualquer tipo de regulação ensejará um determinado tipo de influência no seu desempenho econômico. Os profissionais do Direito devem se conscientizar de que as regras formais disciplinadoras do mercado e das sociedades, de acordo com o jargão do economista, restringem o conjunto de escolhas possíveis para a tomada de decisões dos agentes econômicos. As normas jurídicas alteram os incentivos dos agentes, impondo ou diminuindo custos de negociação para o comércio, e, assim, ao restringir as possibilidades de escolha dos agentes, as normas influem no resultado econômico*” (GORGA, Érica. Op. cit. p. 9).

<sup>75</sup> Segundo D. NORTH: “*Institutions are the humanly devised constraints that structure political, economic and social interaction. They consist of both informal constraints (sanctions, taboos, customs, traditions, and codes of conduct), and formal rules (constitutions, laws, property rights). Throughout history, institutions have been devised by human beings to create order and reduce uncertainty in exchange. Together with the standard constraints of economics they define the choice set and therefore determine transaction and production costs and hence the profitability and feasibility of engaging in economic activity. (...). Institutions provide the incentive structure of an economy; as that structure evolves, it shapes the direction of economic change towards growth, stagnation, or decline*” (NORTH, Douglas. *Institutions. Journal of Economic Perspectives*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 5, p. 97, 1991).

<sup>76</sup> Conforme apontado por B. SALAMA, “*Enquanto o Direito é exclusivamente verbal, a Economia é também matemática; enquanto o Direito é marcadamente hermenêutico, a Economia é marcadamente empírica; enquanto o Direito aspira ser justo, a Economia aspira ser científica; enquanto a crítica econômica se dá pelo custo, a crítica jurídica se dá pela legalidade*” (SALAMA, Bruno Meyerhof. *O que é pesquisa em Direito e Economia?*, p. 1, Disponível em: <[http://www.ordemlivre.org/files/Bruno\\_Salama-O\\_que\\_e\\_pesquisa\\_em\\_DE.pdf](http://www.ordemlivre.org/files/Bruno_Salama-O_que_e_pesquisa_em_DE.pdf)>. Acesso em: 05 abr. 2010).

<sup>77</sup> E. GORGA aponta, ainda, como fonte dessa “hostilidade” entre as duas disciplinas, os ensinamentos do pensamento econômico clássico, que levariam a crer na não intervenção do Estado (que se dá essencialmente por meio do Direito) na esfera econômica (Cf. GORGA, Érica. Op. cit. p. 15).

maximização do bem-estar dos indivíduos, diferença que contribuiu fortemente para o afastamento científico das duas disciplinas durante longo período de tempo.

A distância mencionada começou a ser superada após a disseminação dos trabalhos de R. Coase,<sup>78</sup> um dos percussores na introdução sistematizada de ferramentas analíticas econômicas na observação de questões essencialmente jurídicas (especialmente com relação aos aspectos econômicos do direito de propriedade), abrindo caminho para o desenvolvimento do ferramental da análise econômica do Direito (ou *Law and Economics*, como preferem alguns), que tem por objetivo justamente a aplicação da teoria econômica na análise da formação, estrutura e impacto econômico do Direito e de seus institutos.<sup>79</sup>

A partir desse objetivo, a análise econômica do Direito desdobra-se, genericamente, em duas grandes vertentes, quais sejam: (i) a positiva, que busca proporcionar a análise dos efeitos das normas jurídicas existentes a partir do ferramental teórico tipicamente econômico, utilizando-se de conceitos como racionalidade, escassez e eficiência<sup>80</sup>; e (ii) a normativa, que busca atuar no campo da proposição, por meio da formulação de normas jurídicas que promovam a eficiente alocação de riquezas e a maximização do bem-estar social.<sup>81</sup>

Não obstante o apelo universal da análise econômica do Direito, cuja aplicação é válida e enriquecedora a diversas áreas jurídicas distintas, é importante ressaltar que um dos grandes desafios ainda reside na tentativa de harmonizar as principais premissas do Direito e da Economia, quais sejam, respectivamente, a justiça e a eficiência, principalmente quando elas se apresentam de forma contrastante ou paradoxal.

Apesar do desafio acima mencionado, é inegável que dentro de todos os ramos jurídicos que podem se aproveitar da análise econômica, a regulação dos mercados se apresenta como um daqueles onde a interdisciplinaridade entre Direito e Economia é reconhecida há mais tempo e de forma mais pacífica, na medida em que o funcionamento eficiente e a maximização da produção de riquezas (que por sua vez proporcionam o crescimento econômico) constituem um dos principais motivos que justificam a presença do Direito na criação e organização dos mercados.

---

<sup>78</sup> Cf. COASE, Ronald Harry. The nature of the firm. *Econômica*. London: London School of Economics, v. 4, n. 16, 1937. e COASE, Ronald Harry. The problem of social cost. *The Journal of Law and Economics*. Chicago: University of Chicago, v. 3, 1960.

<sup>79</sup> Cf. MERCURO, Nicholas; MADEMA, Steven G. *Economics and the law: from posner to post-modernism*. Princeton: University Press, 1999, p. 3.

<sup>80</sup> Cf. SALAMA, Bruno Meyerhof. Op. cit. p. 11-12.

<sup>81</sup> Cf. SALAMA, Bruno Meyerhof. Op. cit. p. 23.

A própria concepção de mercado, segundo N. Irti, está associada ao conjunto de normas que orientam a produção e a circulação de bens, sendo impossível conceber mercados sem um sistema normativo que regule seu funcionamento, de forma que estes resultam essencialmente de decisões políticas e normas jurídicas que os modelem.<sup>82</sup>

Assumindo como premissa que a intervenção do Estado, por meio da regulação, na organização do mercado de valores mobiliários deve ser eficiente, ou seja, proporcionar a maximização da alocação de recursos disponíveis na economia ao menor custo possível para o próprio Estado e para os demais agentes do mercado, parece claro que a análise econômica do Direito deve servir como ferramental analítico essencial à regulação do mercado de valores mobiliários e, especificamente, à análise do regime informacional obrigatório (um de seus principais pilares regulatórios).

É fundamental reconhecer, em primeiro lugar, que não obstante todas as suas possíveis virtudes, a intervenção, ainda que indireta, na forma de regulação, representa uma gama de custos aos agentes de mercado e ao próprio Estado.

Nesse sentido, R. Coase afirma que, apesar de o Estado dispor de mecanismos extraordinários para solucionar conflitos oriundos das relações travadas em mercados, por meio da imposição de regras e de certas condutas aos próprios agentes, é necessário reconhecer que a utilização do aparato administrativo do Estado para esse fim pode ser extremamente onerosa, não sendo possível supor que sua atuação, na condição de regulador do mercado, sempre favorecerá a eficiência do sistema em que a economia opera.<sup>83</sup>

Assim, considerando todos os custos envolvidos na solução de determinado problema por meio da regulação estatal, serão recorrentes as situações em que os ganhos resultantes da regulação de condutas, a princípio prejudiciais a determinado mercado, serão inferiores aos custos relacionados a essa regulação, não sendo possível determinar a melhor solução sem antes cotejar todos os custos e benefícios de cada alternativa disponível para enfrentar determinado problema.<sup>84</sup>

---

<sup>82</sup> Cf. IRTI, Natalino. *L'ordine giuridico del mercato: libri del tempo*: Laterza, 1999, p. 39, apud SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 135, 2004.

<sup>83</sup> Cf. COASE, Ronald Harry (1960). Op. cit. p. 9-10.

<sup>84</sup> A esse respeito, R. Coase esclarece: “*It is clear that the government has powers which might enable it to get some things done at a lower cost than could a private organization (or at any rate one without special governmental powers). But the governmental administrative machine is not itself costless. It can, in fact, on occasion be extremely costly. (...) From these considerations it follows that direct governmental regulation will not necessarily give better results than leaving the problem to be solved by the market or the firm. But*

É justamente sob a lente dessa proposição feita por R. Coase que a regulação do mercado de valores mobiliários deve ser analisada, de modo a verificar se as opções regulatórias são eficientes e adequadas, bem como se os benefícios delas decorrentes prevalecem frente aos custos que possam dela emergir, primordialmente com relação a seu pilar estrutural, qual seja, o regime de *disclosure*, fonte dos mais variados custos para os participantes desse mercado e para o próprio Estado, permitindo, assim, que o objetivo maior da regulação do mercado de valores mobiliários (a promoção do crescimento econômico), seja alcançado.

Essa aceção, fundamentada nos princípios da análise econômica do direito, obviamente deriva do entendimento de que, não obstante a importante função da regulação para a higidez do mercado de valores mobiliários, inclusive por permitir a redução de diversos custos (inclusive custos de transação e custos de agência) associados ao referido mercado, a restrição por ela imposta à autonomia dos agentes que nele atuam criará, em contrapartida, novos custos, que não raramente são superiores àqueles que a própria regulação buscava coibir.

Partindo desse pressuposto, F. Easterbook e D. Fischel descrevem alguns aspectos daquele que seria um modelo regulatório eficiente do mercado de valores mobiliários, especialmente no tocante à sua vertente eminentemente societária, ou seja, associada ao relacionamento entre companhias, acionistas controladores, administradores e investidores (efetivos ou potenciais), assumindo que o grande desafio para tanto é justamente encontrar o grau ideal de regulação, justificável sob a ótica dos custos e benefícios envolvidos.<sup>85</sup>

Referidos autores consideram que o direito societário, de modo geral, deveria apenas estabelecer os elementos principais que devem reger as relações entre os agentes

---

*equally there is no reason why, on occasion, such governmental administrative regulation should not lead to an improvement in economic efficiency. This would seem particularly likely when, as is normally the case with the smoke nuisance, a large number of people are involved and in which therefore the costs of handling the problem through the market or the firm may be high. There is, of course, a further alternative, which is to do nothing about the problem at all. And given that the costs involved in solving the problem by regulations issued by the governmental administrative machine will often be heavy (particularly if the costs are interpreted to include all the consequences which follow from the government engaging in this kind of activity), it will no doubt be commonly the case that the gain which would come from regulating the actions which give rise to the harmful effects will be less than the costs involved in government regulation”* (COASE, Ronald Harry (1960). Op. cit. p. 9-10). F. Hayek, acerca da complexidade que envolve a tarefa de antever os custos efetivos gerados pela intervenção do Estado na organização do mercado, afirma: “*The direct effects of any interference with the market order will be near and clearly visible in most cases, while the more indirect and remote effects will mostly be unknown and will therefore be disregarded. We shall never be aware of all the costs of achieving particular results by such interference”* (HAYEK, Frederick A. Op. cit. p. 57).

<sup>85</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. London: First Harvard University Press, 1996, p. 1.

que integram a relação societária e/ou se relacionam com a sociedade, limitando-se a introduzir as regras que as partes envolvidas teriam negociado voluntariamente, caso o custo dessa negociação fosse extremamente baixo,<sup>86</sup> ou seja, com relação a matérias em que a negociação direta entre as partes envolvidas não poderia ocorrer a um custo inferior ao da regulação propriamente dita.<sup>87</sup> Nos demais casos, deve-se permitir que as partes envolvidas transacionem livremente sobre os termos que regerão suas relações.<sup>88</sup>

Essa aceção aplica-se perfeitamente ao mercado de valores mobiliários, no que diz respeito ao regramento das relações societárias ou creditícias que se estabelecem em seu âmbito, como resultado das operações nele travadas, envolvendo companhia, acionistas controladores, administradores e titulares (efetivos ou potenciais) dos valores mobiliários de sua emissão (acionistas e/ou credores, a depender de sua natureza).

Nesse aspecto, a intervenção na organização do mercado de valores mobiliários por meio da regulação e, em especial, o regime de divulgação obrigatória de informações imposto aos emissores de valores mobiliários não devem impor regras além daquelas necessárias em decorrência das falhas operacionais do mercado, dentre as quais se insere a impossibilidade de negociação direta das regras que regerão o relacionamento entre os agentes acima mencionados, devido aos altos custos dessa negociação.

Questiona-se, obviamente, se a ausência de regras que exaustivamente delimitam e prescrevam o conteúdo das obrigações que permeiam o relacionamento das companhias abertas, seus acionistas controladores, administradores e investidores (potenciais e efetivos) não favoreceria a maximização dos conflitos de agência inerentes às relações societárias e creditícias estabelecidas a partir do mercado de valores mobiliários, estimulando condutas indesejáveis por parte daqueles que estão em condição de utilizar sua posição para obter benefícios próprios à custa dos investidores.

Não obstante o importante papel do Direito, de modo geral, na administração de conflitos de agência, por meio de imposição de obrigações que inibem ou desincentivam sua ocorrência<sup>89</sup> – que, conforme será explorado mais adiante, é justamente uma das

---

<sup>86</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 14.

<sup>87</sup> Ibidem.

<sup>88</sup> Ibidem.

<sup>89</sup> Cf. ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. London: Oxford University Press, 2009, p. 35-36. Referidos autores ressaltam que uma das grandes funções do direito societário é justamente tentar controlar conflitos de interesses entre os membros de uma companhia, como, por exemplo, entre acionistas controladores e administradores, de um lado, e acionistas minoritários do outro, sendo os conflitos de agência um típico

funções a ser exercida pelo regime de *disclosure* –, é necessário ter em mente que a intervenção do Estado nessas situações apenas se justifica quando seu custo é inferior ao prejuízo que decorrer da ocorrência desses conflitos, devendo-se sempre privilegiar sua mitigação privada, ou até sua tolerância, quando a intervenção regulatória não for justificada sob essa ótica.<sup>90</sup>

Nesse sentido, F. Easterbook e D. Fischel alertam que os custos incorridos para criar mecanismos regulatórios aptos a administrar certos conflitos de agência são significativamente altos, e, muitas vezes, os benefícios decorrentes de sua implantação são menores do que os respectivos custos.<sup>91</sup>

No exemplo dado pelos referidos autores, seria inevitável, no campo das relações societárias e creditícias estabelecidas a partir do mercado de valores mobiliários, a ocorrência de uma quantidade substancial de condutas indesejáveis por parte de administradores e acionistas controladores, e a questão maior é justamente perquirir se os custos resultantes de condutas dessa natureza podem ser de fato mitigados pela utilização de mecanismos regulatórios que sejam menos custosos.<sup>92</sup>

Partindo das assertivas acima e do ferramental teórico da análise econômica do direito, é importante reconhecer que, ao mesmo tempo em que as regras dispostas com o objetivo de organizar o mercado de valores mobiliários, em termos gerais, auxiliam na mitigação dos mais variados custos, na administração de conflitos de agência e na proteção

---

exemplo desse problema, em suas três modalidades, quais sejam (i) conflitos entre os acionistas e os administradores por eles contratados; (ii) conflitos entre controladores e acionistas minoritários; e (iii) conflitos entre a própria companhia e aqueles com quem ela contrata (Cf. ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. cit. p. 35-36).

<sup>90</sup> F. Easterbook e D. Fischel consideram que tende a existir um limite aos esforços dos administradores e acionistas controladores em tentarem auferir vantagens pessoais à custa dos investidores, pois a própria dinâmica do mercado os levam, naturalmente, a agir em favor dos interesses destes últimos. Na medida em que as companhias emissoras competem entre si pela captação de recursos, a conduta de seus administradores e acionistas controladores, bem como as estruturas de governança das mesmas, tendem a ser direcionadas e desenhadas de modo a possibilitar a maior captação de investimentos possível, sob pena de seu próprio insucesso. Assim, os responsáveis pelas atividades corporativas seriam naturalmente levados a buscar dispositivos de governança interna e decisões empresariais aptas a maximizar os lucros sociais e o bem-estar dos investidores, e, se não o fizerem, serão penalizados, de modo que os valores mobiliários das companhias por eles administradas receberão preços mais baixos quando ofertados ao público (Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R.. Op. cit. p. 4-8).

<sup>91</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. Op. cit. p. 7.

<sup>92</sup> A esse respeito, F. Easterbook e D. Fischel afirmam: “*There are high costs of operating capital and managerial markets, just as there are high costs of other methods of dealing with divergence of interest. It is inevitable that a substantial amount of undesirable slack or self-dealing will occur. The question is whether these costs can be cut by mechanisms that are not themselves more costly. Investors, like all of us in our daily lives, accept some unwelcome conduct because the costs of the remedy are even greater*” (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. Op. cit. p. 7).

de investidores, simultaneamente contribuem para a criação de novos custos,<sup>93</sup>, que surgem a partir da imposição de diversas obrigações aos participantes do mercado, bem como em decorrência do próprio exercício da atividade regulatória pelos órgãos estatais competentes.

Outro importante elemento a ser considerado com relação à eficiência da intervenção regulatória no mercado de valores mobiliários está associado ao reconhecimento de que a regulação nem sempre será editada em benefício de seus agentes de modo geral, com o objetivo exclusivo de promover o desenvolvimento do mercado.

À luz dos argumentos trazidos pela Teoria da Escolha Pública (*Public Choice Theory*), que busca analisar o processo político (incluindo a produção legislativa) a partir da metodologia aplicável à economia, assume-se que as normas que emanam desse processo não refletiram necessariamente o interesse público.<sup>94</sup>

Isso porque grupos de interesse inevitavelmente interferirão de modo autointeressado no processo político, de modo a verem seus anseios satisfeitos por meio da produção normativa, muitas vezes à custa do público em geral, conduta que foi denominada pela expressão em inglês *rent-seeking*<sup>95</sup> (busca por benefícios e privilégios especiais concedidos pelo Estado, cujos custos serão arcados pelo público em geral).

Assim, as normas que emanam desse processo acabam por refletir os interesses desses grupos específicos, representando, grosso modo, grandes custos para o público em

---

<sup>93</sup> Segundo J. Den Hertog, os principais custos originados a partir da regulação são associados (i) à criação e implementação das normas; (ii) à fiscalização e execução das normas criadas; e (iii) ao cumprimento das normas pelos participantes da atividade regulada. (Cf. DEN HERTOOG, Johan. General theories of regulation. *Encyclopedia of Law and Economics*, Disponível em: <<http://encyclo.findlaw.com/5000book.pdf>>. p. 225>. Acesso em: 07 mai. 2010).

<sup>94</sup> Nesse sentido, D. Farber e P. Frickey afirmam: “*If we are to understand how legislation is involved in making public policy, we cannot simply take for granted that the legislature represents the public interest. Realistically, we must also consider the possibility that a statute represents private rather than public interests, because of the undue influence of special interests groups. Alternatively, a statute may fail to represent any identifiable ‘public’ interest because public itself is too fragmented. These questions have been the focus of a body of work by economists and political scientists often labeled as public choice*” (Cf. FARBER, Daniel A.; FRICKEY, Philip P. *Law and Public Choice: A critical introduction*. Chicago: The University of Chicago Press, 1991, Kindle Edition, pos. 32). Um dos precursores da Teoria da Escolha Pública, G. Stigler, a partir de ideias que posteriormente ficaram conhecidas como “teoria da captura”, considera que o uso de recursos públicos e poder político com o objetivo de atender aos anseios econômicos de determinados grupos setoriais criam uma demanda por determinado tipo de regulação, que é atendida por parte dos órgãos reguladores em determinadas situações (STIGLER, George. The theory of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Santa Monica: The Rand Corporation, v. 2, 1971, p. 3). Dessa forma, existiria, em determinadas hipóteses, uma captura dos órgãos reguladores por determinados grupos de interesse, de modo que a atuação dos primeiros se direcionaria em benefício dos segundos, em detrimento, muitas vezes, do interesse público de modo geral.

<sup>95</sup> Cf. FARBER, Daniel A.; FRICKEY, Philip P. Op. cit. p. 298.

geral e grandes benefícios para seus poucos interessados.<sup>96</sup>

Nesse sentido, não se pode negar que, no âmbito do mercado de valores mobiliários, não raro, grupos de pressão poderão distorcer o processo regulatório a ele concernente para auferirem benefícios pessoais, hipótese na qual a regulação pode ser desenvolvida tendo por objetivo proteger interesses especiais de determinados agentes que dele participam, em detrimento dos demais (que, por sua vez, arcarão com os custos dessa regulação), gerando ineficiências que representam desincentivo ao desenvolvimento do mercado.

Em suma, para que a regulação de determinado mercado seja considerada adequada, é necessário analisar se as opções regulatórias utilizadas são de fato as mais eficientes entre todas aquelas existentes (inclusive a não intervenção), considerando principalmente os impactos que ela pode causar no momento em que inserida dentro do contexto específico de determinado mercado, tanto para os agentes de mercado quanto para o próprio órgão regulador.

Uma abordagem regulatória inadequada, baseada na imposição de ônus para determinados agentes do mercado de valores mobiliários que não se justificam frente aos benefícios reais que podem propiciar, cria incentivos para comportamentos capazes de gerar ineficiências, impactando de modo extremamente negativo no desenvolvimento do referido mercado e, conseqüentemente, no crescimento econômico.

É sob essa ótica que a regulação do mercado de valores mobiliários deve ser criada, sistematizada e estudada, tendo em vista, principalmente, que a regulação excessiva e extensiva está longe de ser a solução ideal para a tutela do mercado, podendo gerar impactos tão ou mais negativos do que a ausência completa de regulação.

Obviamente, o regime de divulgação obrigatória de informações, reputado como um dos grandes pilares regulatórios do mercado de valores mobiliários, não pode fugir a esse tipo de análise, que se pretende fazer ao longo deste trabalho.<sup>97</sup>

---

<sup>96</sup> Cf. FARBER, Daniel A.; FRICKEY, Philip P. Op. cit. pos. 396.

<sup>97</sup> A esse respeito, M. Guttentag afirma: *“A legitimate argument for disclosure regulation must also specify when regulatory intervention is preferable to a market outcome. A sound justification for regulation should (1) identify a market failure, (2) measure the significance of that market failure, and (3) weigh the costs and benefits of undertaking a corrective regulatory intervention”* (GUTTENTAG, Michael D. An argument for imposing disclosure requirements on public companies. *Florida State University Law Review*, Tallahassee: Florida State University, v. 32, 2005, p. 129-130).

## CAPÍTULO 2 – INFORMAÇÃO E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### 2.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

Os objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários acima mencionados são, em grande parte, perseguidos por meio da garantia de amplo acesso às informações a respeito dos emissores de valores mobiliários ofertados e negociados publicamente, constituindo, de longa data, a principal ferramenta regulatória desse mercado.

Desde a consolidação do arcabouço normativo norte-americano, no início da década de 1930, no bojo do processo recuperacional do *New Deal* e como resposta ao *crash* da *New York Stock Exchange* em 1929, a regulação do mercado de valores mobiliários tem como principal instrumento o regime de *disclosure*, sob o pressuposto de que, uma vez garantida a adequada informação acerca dos emissores e dos valores mobiliários por eles ofertados, os investidores estariam habilitados a realizar seus negócios com pleno conhecimento dos fatos necessários para tanto, o que possibilitaria uma decisão criteriosa e consciente a respeito de seus investimentos,<sup>98</sup> bem como garantiria, como consequência, a adequada formação dos preços dos valores mobiliários negociados.

Contudo, apesar das políticas regulatórias orientarem-se predominantemente sob a premissa de que a garantia de um regime de ampla divulgação de informações no do mercado de valores mobiliários tem por objetivo (se não único, pelo menos principal) subsidiar a tomada de decisão dos investidores e garantir a adequada precificação dos valores mobiliários negociados, não se pode afirmar que essas são as únicas funções a que o regime de *disclosure* se presta no mercado de valores mobiliários.

Em contrário, a capacidade de o regime informacional garantir as funções acima mencionadas é constantemente objeto de severos questionamentos, em virtude de elementos associados à própria estrutura em que o mercado de valores mobiliários opera, bem como ao comportamento dos investidores nesse mercado (que recorrentemente se afasta daquela racionalidade pressuposta pelo regime regulatório), levando, naturalmente, a inevitáveis questionamentos acerca da validade da orientação regulatória geralmente adotada com relação ao regime de *disclosure*, que tradicionalmente privilegia justamente tal funcionalidade.

---

<sup>98</sup> Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Op. cit. p. 16.

No entanto, é fundamental reconhecer que o regime informacional exerce outras funções no mercado de valores mobiliários,<sup>99</sup> que devem ser consideradas e cotejadas no âmbito da definição de sua orientação regulatória.

Dentre essas funções, incluem-se:

(i) a viabilização do adequado monitoramento das atividades e condutas dos acionistas controladores e administradores dos emissores e a consequente redução dos custos de agência;<sup>100</sup>

(ii) a manutenção e o incremento da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários;<sup>101</sup>

(iii) a administração da seleção adversa de emissores no mercado de valores mobiliários;<sup>102</sup>

(iv) o auxílio no exercício da atividade fiscalizadora, sancionadora e normatizadora dos órgãos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários; e

(v) a viabilização do regime de responsabilidade aplicável aos emissores de valores mobiliários, bem como aos ofertantes e instituições intermediárias na esfera das ofertas públicas de distribuição.

A harmonização dessas diversas funções do *disclosure* é, sem sombra de dúvidas, o grande desafio da criação e sistematização de um regime de prestação informacional obrigatória que, em seu conjunto, proporcione efetivos benefícios ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários (principalmente diante dos diversos e variados custos, diretos e indiretos, criados a partir de sua implementação).

A exigência de um determinado conjunto de informações ou a flexibilização do regime informacional como um todo pode, simultaneamente, atender algumas de suas funções e prejudicar o exercício das demais,<sup>103</sup> de modo que qualquer interferência em sua estrutura e conteúdo deve sempre considerar os impactos causados na funcionalidade global do regime de *disclosure*, e não nas especificidades de cada uma de suas diversas funções, sob pena de causar irreparáveis desequilíbrios que, no limite, comprometem a

---

<sup>99</sup> A esse respeito, T. Paredes afirma: “*To be sure, informed investor decision making is a key goal of the federal securities laws, probably the main goal today. But it is not the only goal*” (Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 39).

<sup>100</sup> Ibidem.

<sup>101</sup> Ibidem.

<sup>102</sup> Ibidem.

<sup>103</sup> Ibidem.

eficiência e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Uma análise da efetividade e da suficiência do regime informacional enquanto mecanismo de manutenção da higidez do mercado, de promoção de seu desenvolvimento e de proteção daqueles que nele atuam, que não integre uma abordagem conjunta das múltiplas funções exercidas pela informação nesse contexto, correrá o risco de atingir conclusões imprecisas, distorcidas, ou até mesmo falaciosas.

Antes disso, entretanto, é fundamental analisar os motivos pelos quais o regime de *disclosure* é, desde o início do século XX, considerado a pedra angular<sup>104</sup> da regulação do mercado de valores mobiliários, bem como sua evolução e principais características.

## 2.2 A NECESSIDADE DE INFORMAÇÃO E SEUS ASPECTOS ECONÔMICOS

### 2.2.1 *A necessidade de informação*

A informação é uma necessidade básica do ser humano, consistindo em um pressuposto para o exercício de diversas atividades econômicas e direitos individuais.<sup>105</sup>

Costuma-se afirmar que informação representa poder: o indivíduo que dela dispuser em níveis quantitativos e qualitativos superiores exercerá uma maior influência sobre os demais, contando, portanto, com maior chance de satisfazer seus interesses e suas pretensões dentro de determinado grupo.<sup>106</sup>

Entretanto, a mera detenção da informação não significa necessariamente a possibilidade do exercício de algum poder, na medida em que esse, apesar de depender intimamente do acesso à informação, exige também o controle de seu processamento, bem como o conhecimento de como aplicá-lo na fundamentação das decisões,<sup>107</sup> pois o recolhimento, a transmissão e o entendimento da informação podem, em alguns casos, ser extremamente difíceis.<sup>108</sup>

A informação é economicamente relevante, considerando-se a influência que exerce

<sup>104</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder (1990). Op. cit. p. 333.

<sup>105</sup> Cf. A. Ferreira, afirmando que “*a necessidade de informação é a mais básica das necessidades humanas, constituindo-se o direito a ela num direito fundamentalíssimo, porquanto pressuposto de todos os demais. Deter informação é questão de sobrevivência tanto individual (física, emocional e psíquica) quanto social e política (...)*” (FERREIRA, Aloizio. *Direito à Informação, Direito à Comunicação*. São Paulo: Celso Bastos/BDC, 1997, p. 81).

<sup>106</sup> *Ibidem*.

<sup>107</sup> Cf. FREDERICK, Howard. *Comunicación y derechos humanos: el nexó ético latinoamericano*. In: *Transformações da comunicação: ética e técnicas*, p. 56, apud FERREIRA, Aloizio. Op. cit. p. 81.

<sup>108</sup> A esse respeito, B. Voyenne afirma que “*a informação é um bem vital, ao mesmo tempo oxigênio e alimento; ela está espalhada por toda a parte, logo, é infinitamente difícil de recolher, acondicionar, transmitir e, principalmente, de ser digerida*” (VOYENNE, Bernard. *Le droit de l'information*, p. 19, apud FERREIRA, Aloizio. Op. cit. p. 78).

sobre o comportamento e os processos decisórios dos agentes econômicos, que conseguem, por meio do adequado processamento das informações disponíveis, elencar suas preferências e racionalizar suas escolhas. Em contrapartida, na ausência de informação ou diante da impossibilidade de seu adequado processamento, os indivíduos são incapazes de maximizar a utilidade dos recursos disponíveis de modo racional.

Sob outra perspectiva, pode-se também afirmar que a detenção de informação, somada à capacidade de seu processamento, é reconhecida como importante elemento protetivo dos indivíduos em determinadas situações.

Algumas relações jurídicas (principalmente de conteúdo econômico) serão naturalmente travadas em situação de flagrante desequilíbrio entre as partes envolvidas, no tocante à titularidade de informações necessárias à adequada avaliação de seus efeitos e consequências. Trata-se da reconhecida falha de mercado associada à assimetria de informações, que acomete notadamente os mercados consumidores em geral, bem como o mercado de valores mobiliários, favorecendo práticas e condutas abusivas pela parte preponderante do ponto de vista informacional, em detrimento daquela mais vulnerável.

Nesse sentido, a correta disseminação da informação entre as partes dessa relação possui importância jurídica, uma vez que garantia de sua titularidade em níveis iguais entre todos os agentes envolvidos em determinada relação jurídica é reconhecida como instrumento apto a reestabelecer um equilíbrio entre esses agentes que de outra forma encontrar-se-iam em situação diversa, considerando a natural posição de vulnerabilidade de alguns deles em determinadas relações jurídicas em decorrência da assimetria informacional.<sup>109</sup>

É justamente em decorrência desses aspectos que o ordenamento jurídico prevê, em diversas situações, dispositivos que garantam o adequado acesso à informação pelos agentes que usualmente participam de determinadas relações jurídicas de conteúdo econômico e que não teriam acesso a ela naturalmente.

Essa importância econômica e a função protetiva da informação repousam, em grande parte, na premissa de que o indivíduo devidamente informado tomará melhores decisões.

---

<sup>109</sup> É bem verdade, entretanto, que entre a simples titularidade da informação e o seu adequado processamento, de modo a que a mesma possa ser efetivamente útil a reestabelecer o mencionado equilíbrio em determinadas relações, existe um complexo caminho que, por sua vez, é afetado pelas limitações cognitivas de cada indivíduo, o que pode, certamente, representar uma mitigação da efetividade da informação enquanto elemento protetivo no âmbito dessas relações. Essas limitações serão exploradas no Capítulo 3.2.2.

Referida premissa, conforme será amplamente explorado no Capítulo 3, é objeto de intensos questionamentos pelas teorias econômicas contemporâneas e decorre de um dos fundamentos basilares da microeconomia, conhecido por “teoria da escolha racional”, segundo a qual os agentes econômicos sempre realizam escolhas racionais, buscando, com base nas informações e nos recursos disponíveis, melhorar seu bem-estar, ou, em outras palavras, maximizar sua utilidade.

Isto se dá pela escolha, em determinado caso concreto, da opção que melhor atende seus objetivos (ou sua utilidade) dentre todas as opções à sua disposição, ressalvado que a referida escolha será, em qualquer hipótese, condicionada pelas circunstâncias fáticas em que a decisão será tomada, principalmente considerando os recursos disponíveis para tanto.<sup>110</sup>

Assim, a intervenção regulatória na organização dos mercados por meio da garantia de disponibilidade das informações necessárias para a tomada de uma decisão que atenda verdadeiramente aos anseios de determinado agente, está absolutamente ligada à teoria da escolha racional,<sup>111</sup> que uma vez aceita, estabelece o pressuposto de que a garantia do fluxo informacional levará à proteção dos agentes que travam relações em mercados que, sem a aludida intervenção regulatória, seriam marcados pela assimetria informacional.

### *2.2.2 Assimetria informacional e o custo da procura por informação: a contribuição de G. Akerlof e G. Stigler*

Não obstante o acima exposto, é importante reconhecer que, na esfera das relações de conteúdo econômico, a falta de informações adequadas prejudica o mercado como um todo, e não apenas aqueles agentes que não as detém e, portanto, encontram-se em situação de vulnerabilidade (por não disporem de todas as informações necessárias para a tomada de uma determinada decisão e por estarem sujeitos a determinadas práticas desleais por

---

<sup>110</sup> É evidente que a noção de escolha racional, conforme apresentada, assume como premissa que os agentes econômicos possuem capacidade técnica e cognitiva suficiente para processar todas as informações disponíveis e necessárias a uma determinada tomada de decisão. Contudo, conforme será abordado no Capítulo 3, a capacidade de realizar escolhas racionais é limitada por diversos elementos associados a tanto a questões morais como a capacidade cognitiva dos indivíduos, dentre elas o próprio efeito deletério que pode ser causado pelo excesso de informações.

<sup>111</sup> Reputa-se como racional uma determinada escolha quando a mesma é dotada de duas características básicas, quais sejam, (i) sua completude, consubstanciada na capacidade de determinado indivíduo, diante de uma hipótese concreta de tomada de decisão, elencar as suas preferências (preferir determinada opção em detrimento de outra); e (ii) sua transitividade, que representa a consistência da ordem de suas preferências, ou seja, ao estabelecer uma primeira preferência com relação a uma segunda, mas preferir essa segunda diante de uma terceira preferência, deve-se ter por consequência natural que a primeira escolha preferirá, necessariamente, à terceira.

parte daqueles que se encontram em situação de preponderância informacional).

Conforme ficou evidenciado em seminal estudo de G. Akerlof, a distribuição assimétrica da informação é prejudicial, também, em diversos casos, àqueles que detêm a informação que não está disponível ao público em geral.<sup>112</sup>

Para ilustrar como a assimetria informacional pode prejudicar a economia como um todo, inclusive os detentores das informações que não são de conhecimento geral, G. Akerlof utiliza-se do exemplo do mercado de carros usados.

Em mercados dessa natureza, os fornecedores dos produtos dispõem substancialmente de mais informações sobre a qualidade desses do que os potenciais compradores, e, em decorrência dessa assimetria de informações, teriam incentivos naturais a omitir eventuais vícios e defeitos dos produtos por eles ofertados, tentando fazê-los passar por produtos de melhor qualidade e, conseqüentemente, beneficiando-se economicamente da vantagem informacional da qual desfrutam sobre a real qualidade dos produtos.

No entanto, esse tipo de comportamento por parte dos fornecedores é extremamente previsível e, portanto, esperado pelos potenciais consumidores, que acabam por aplicar um desconto no preço de absolutamente todos os produtos ofertados nesse mercado, a título de antecipação da real possibilidade de alguns fornecedores ofertarem produtos de pior qualidade como se de boa qualidade fossem, sem, contudo, saberem, *ex-ante*, quais fornecedores estão lançando mão dessa prática, dada a situação de assimetria informacional.

A consequência dessa atitude é a criação de um enorme desincentivo aos fornecedores que, de fato, oferecem produtos de boa qualidade, na medida em que esse diferencial qualitativo não é percebido e, conseqüentemente, remunerado pelos consumidores, o que levará à retirada dos melhores produtos do referido mercado, causando o que G. Akerlof qualifica de seleção adversa.

A dificuldade de os consumidores identificarem precisamente a qualidade de determinado produto em virtude da falta de informações a seu respeito favorece, assim, a presença de fornecedores que pretendem oferecer produtos de qualidade baixa (como se de boa qualidade fossem) e, em contrapartida, desincentiva a permanência daqueles que de fato ofertam produtos de boa qualidade. Retiram-se, portanto, os negócios tidos como

---

<sup>112</sup> Cf. AKERLOF, George. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economic*, Massachusetts: MIT Press, v. 84, n. 3, 1970.

honestos (entre fornecedores de bons produtos e consumidores dispostos a pagar mais por isso) do referido mercado, em face da impossibilidade de esse diferencial qualitativo ser devidamente remunerado.

O problema acima relatado representa o “custo da desonestidade” em determinados mercados em que a assimetria informacional se faz presente. Esse custo não se resume, portanto, ao prejuízo eventualmente sofrido por determinado agente que foi prejudicado em decorrência da assimetria de informações existente, devendo incluir, também, a perda global incorrida por todo o mercado como resultado da retirada dos bons fornecedores (e seus produtos e serviços) e, conseqüentemente, dos negócios legítimos.<sup>113</sup>

Existe, ainda, mais um considerável problema com relação à obtenção de informações em determinado mercado, capaz de agravar a situação de assimetria informacional: o custo da procura por informação.

Esse tema foi objeto de estudos por G. Stigler, que, utilizando-se do exemplo da busca por informações sobre preços em mercados consumidores, concluiu que o custo será diretamente proporcional a seu grau de dispersão; e a efetiva procura pela informação será proporcional ao benefício marginal que sua titularidade vai oferecer àquele que a procura. Ou, no exemplo utilizado relativo à busca por preços, à efetiva economia que a busca pela informação sobre um preço mais baixo vai proporcionar, tendo em visto que essa procura terá, também, seu custo.<sup>114</sup>

Na hipótese de esse benefício não ocorrer, a ignorância com relação à informação será tolerada, e, conseqüentemente, aquele que oferece o melhor preço não será beneficiado por isso, pois essa informação não chegará ao conhecimento do consumidor.

Uma efetiva maneira de mitigar-se essa distorção eventualmente causada pelo custo da busca por informações é utilizar-se de algum mecanismo de publicização da informação para aumentar seu nível de profusão entre um mercado de consumidores eventualmente disperso, informação essa que não chegaria naturalmente ao conhecimento desses em decorrência dos custos relacionados à sua procura.<sup>115</sup> Ao publicizar determinada

---

<sup>113</sup> A esse respeito, L. Dias afirma que “[a]o contrário do discurso que normalmente segue regras de mitigação de assimetria informacional, as normas em questão não são meramente protetivas do pólo economicamente mais fraco da relação (consumidor ou investidor). Elas constituem técnica de proteção e manutenção do próprio sistema e do mercado e, portanto, das relações de poder neles existentes. A mitigação da assimetria informacional é fator determinante para a manutenção do mercado e não, por essência, proteção a um dos pólos da relação jurídico-econômica” (DIAS, Luciana Pires Op. cit. p. 100.)

<sup>114</sup> Cf. STIGLER, George. The economics of information. *The Journal of Political Economy*. Chicago: University of Chicago Press, v. 69, n. 3, 1961

<sup>115</sup> Cf. STIGLER, George. Op. cit. p. 220.

informação, é possível atingir um enorme número de potenciais destinatários a um custo relativamente baixo, em comparação com o custo da procura individual pela informação por cada um deles, principalmente quando a busca pela referida informação possui um grande custo marginal (o caso, por exemplo, das informações dispersas).<sup>116</sup>

Conforme veremos mais adiante, as noções de assimetria informacional, o risco de seleção adversa e custos associados à busca pela informação integram os fundamentos teóricos que justificam a existência de um regime obrigatório de divulgação de informações no mercado de valores mobiliários, em contrapartida à aceitação da ideia de que tais informações seriam, em qualquer cenário, divulgadas voluntariamente pelos emissores de valores mobiliários na tentativa de reduzir seu custo de capital, sob pena de simplesmente não conseguirem captar recursos.

### 2.2.3 *A informação enquanto bem público*

Outro importante aspecto econômico da informação está associado à sua caracterização como um bem público.

No Direito, a caracterização de determinado bem como público ou privado advém de sua afetação (destinação ao uso público) e do *status* jurídico de seu titular (detido por uma pessoa jurídica de direito público).<sup>117</sup>

Do ponto de vista econômico, entretanto, a caracterização de um bem como público (ou coletivo) se dá sob uma perspectiva diversa, a partir da identificação daqueles que potencialmente podem se beneficiar de sua utilização.

Um determinado bem poderá ser caracterizado como público quando seu oferecimento a uma pessoa adicional se der sem nenhum custo marginal adicional; e quando a exclusão de determinada pessoa com relação à utilização ou aproveitamento desse bem for impossível, dado os altos custos envolvidos.<sup>118</sup>

Assim, costuma-se afirmar que os bens públicos são identificados a partir da

---

<sup>116</sup> Ibidem.

<sup>117</sup> Cf. DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*. 18ª ed. São Paulo: Atlas, 2004, p. 579. Com base nesses critérios, a Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil) estabelece:

“Art. 99. São bens públicos: I - os de uso comum do povo, tais como rios, mares, estradas, ruas e praças; II - os de uso especial, tais como edifícios ou terrenos destinados a serviço ou estabelecimento da administração federal, estadual, territorial ou municipal, inclusive os de suas autarquias; III - os dominicais, que constituem o patrimônio das pessoas jurídicas de direito público, como objeto de direito pessoal, ou real, de cada uma dessas entidades. Parágrafo único. Não dispendo a lei em contrário, consideram-se dominicais os bens pertencentes às pessoas jurídicas de direito público a que se tenha dado estrutura de direito privado.”

<sup>118</sup> Cf. STIGLITZ, Joseph E.; WALSH, Carl E. *Introdução à microeconomia*. Tradução por Helga Hoffmann. 3ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003, p. 195-196.

presença de duas características específicas, quais sejam: (i) a não rivalidade no consumo, caracterizada pelo fato de sua utilização por determinados agentes não eliminar a possibilidade de utilização por outros; e (ii) a não exclusão, caracterizada pela impossibilidade de excluir ou impedir a utilização do bem por aqueles que não tenham arcado com os custos de sua produção, ou, pelo menos, a impossibilidade de fazê-lo a um custo razoável.<sup>119</sup>

Poucos bens podem ser caracterizados como puramente público, ou seja, enquadram-se de modo perfeito e completo na definição acima indicada, mas vários deles possuem, em diferentes graus, algumas das características acima indicadas (são parcialmente não rivais e/ou não exclusivos) e rigorosamente costumam ser qualificados como bens públicos impuros.<sup>120</sup> Entretanto, a qualificação genérica como bem público costuma abranger tanto os bens puros como os ditos impuros.<sup>121</sup>

As características associadas aos bens públicos fazem com que sua produção leve necessariamente à criação de algumas externalidades positivas<sup>122</sup> que facilitam a ocorrência do denominado “efeito carona” (*free-ride*), ou seja, a possibilidade de terceiros que não contribuem para a produção do bem se beneficiarem de seu uso.

Dessa forma, existam enormes incentivos ao não provimento desses tipos de bens de forma natural e voluntária na sociedade, na medida em que aqueles que eventualmente os forneceria não conseguiriam se apropriar integralmente dos benefícios decorrentes da oferta desses bens, que seria invariavelmente repartido entre toda a coletividade. Por isso, costuma-se afirmar que existe uma falha de mercado associada ao fornecimento de bens públicos, requerendo uma ação corretiva do Estado, quer seja na forma direta, fornecendo referidos bens, quer seja indiretamente, por meio da regulação, estabelecendo regras organizacionais que (i) incentivem ou subsidiem a produção privada desses bens (que não

<sup>119</sup> Cf. KAUL, Inge et al. Definindo bens públicos globais. In: KAUL, Inge et al. *Bens públicos globais: cooperação internacional no século XXI*. Tradução por Zaida Maldonado. Rio de Janeiro: Record, 2012, p. 42-43.

<sup>120</sup> Cf. KAUL, Inge et al. Op. cit. p. 43.

<sup>121</sup> Ibidem.

<sup>122</sup> De modo genérico, pode-se afirmar que uma externalidade será verificada sempre que uma ação de determinado agente produzir efeitos sobre terceiros, que não será compensado ou cobrado por esse efeito. Caracteriza-se como positiva aquela externalidade que gera algum benefício a terceiros, e negativa aquela que causa algum tipo de perda. Nesse sentido, R. COOTER e T. ULEN afirmam: “*Exchange inside a market is voluntary and mutually beneficial. Typically, the parties to the exchange capture all the benefits and bear all the costs, thus having the best information about the desirability of the exchange. But sometimes the benefits of an exchange may spill over onto other parties than those explicitly engaged in the exchange. Moreover, the costs of the exchange may also spill over onto other parties. The first instance is an example of an external benefit; the second an external cost*” (COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law & economics*. 5. ed. Boston: Pearson Education, 2008, p. 43-44).

ocorreria naturalmente); ou (ii) imponham, coercitivamente, sua produção.

Em decorrência dessas características, costuma-se dizer que existe uma inevitável falha de mercado com relação ao fornecimento de bens economicamente públicos, que justificaria a intervenção do Estado, por meio (i) da produção e fornecimento direto desses bens;<sup>123</sup> (ii) de subsídios à produção privada desses bens, transformando-os, assim, em bens privados;<sup>124</sup> ou (iii) do exercício da coerção estatal, de modo a obrigar que determinados bens sejam produzidos, assim como que os custos associados a eles sejam arcados pelos indivíduos que os utilizarem.<sup>125</sup>

A informação é tradicionalmente reputada como um bem economicamente público pois, uma vez produzida, pode ser utilizada indeterminadamente por qualquer agente, sem perecer ou ser efetivamente consumida em decorrência do uso; e, adicionalmente, aquele que produz a informação, via de regra, não consegue impedir que outros interessados a utilize, sendo, portanto, impossível apropriar-se, individualmente, de todo o valor decorrente do benefício de sua produção.<sup>126</sup>

Adicionalmente, não obstante o custo da produção de informação seja, muitas vezes, extremamente alto, por envolver grande quantidade de trabalho e esforço intelectual, sua reprodução, via de regra, é extremamente barata, ainda mais nos dias atuais, em que os mecanismos de difusão tornam-se cada vez mais acessíveis.<sup>127</sup>

Em decorrência disto, assume-se que existirão diversas situações em que a informação, não obstante sua importância econômica e sua função protetiva, não será voluntariamente produzida pelos agentes em um nível satisfatório, sendo necessário, portanto, algum tipo de intervenção estatal para que ela seja adequadamente fornecida e disseminada no âmbito social.

Trata-se, inclusive, de uma recorrente justificativa para a existência e manutenção de um regime jurídico de tutela da propriedade intelectual: sem a efetiva atuação do Estado (que, nesse caso, é indireta, por meio da regulação) na criação de regras que incentivem e/ou subsidiem a produção de informação (por meio da concessão de direitos de propriedade intelectual sobre a informação produzida), permitindo que seu produtor

---

<sup>123</sup> Cf. COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Op. cit. p. 46.

<sup>124</sup> Ibidem.

<sup>125</sup> Cf. STIGLITZ, Joseph E.; WALSH, Carl E. Op. cit. p. 196-197.

<sup>126</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 290-293.

<sup>127</sup> Cf. SHAPIRO, Carl; VARIAN, Hal R. *Information rules: a strategic guide to the network economy*. Boston: Harvard Business School Press, 1998, p. 3.

consiga apropriar-se adequadamente dos benefícios por eles gerados,<sup>128</sup> existiriam enormes desincentivos à inovação.

Na mesma linha, a natureza de bem público da informação também é recorrentemente utilizada como justificativa para a existência de um regime obrigatório de *disclosure* na esfera do mercado de valores mobiliários, conforme será analisado adiante.

### 2.3 INFORMAÇÃO E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Conforme já mencionado, a promoção do acesso à informação constitui, de longa data, a principal ferramenta regulatória do mercado de valores mobiliários, bem como o mecanismo primordial de proteção dos investidores nessa esfera.

De modo geral, os mecanismos de proteção aos investidores buscam garantir o preço informado dos valores mobiliários negociados e possibilitar o exercício do controle sobre sua qualidade, dificultando, assim, a permanência dos emissores qualitativamente indesejáveis no mercado.<sup>129</sup>

Esse controle qualitativo, via de regra, ocorre de modo indireto, principalmente por meio da imposição de obrigações que exigem a ampla divulgação de informações acerca dos emissores de valores mobiliários, não implicando, portanto, em uma análise meritória dos empreendimentos e das atividades subjacentes a eles. Considera-se que esse mecanismo cria um contexto jurídico e econômico em que os interesses dos investidores são adequadamente tutelados, permitindo a tomada consciente de decisões sobre seus investimentos, bem como garantindo uma teórica igualdade de oportunidades entre todos aqueles que se dispõem a aplicar seus recursos no desenvolvimento de determinadas atividades empresariais (no mercado primário de valores mobiliários) e a regularidade das transações cursadas no mercado secundário de valores mobiliários.<sup>130</sup>

No entanto, faz-se conveniente aprofundar a análise e a reflexão sobre as origens e as reais funções exercidas pela informação no aludido mercado, para que se possa aferir, de

---

<sup>128</sup> Cf. COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Op. cit. p. 121-123. A esse respeito, R. POSNER afirma: “*The traditional focus of economic analysis of intellectual property has been on reconciling incentives for producing such property with concerns about restricting access to it by granting exclusive rights in intellectual goods—that is, by “propertizing” them—thus enabling the owner to charge a price for access that exceeds marginal cost*” (POSNER, Richard. *Intellectual property: the law and economics approach*. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh: American Economic Association, v. 19, 2005, p. 57). A respeito de algumas das controvérsias que envolvem essa abordagem, ver POSNER, Richard (2005). Op. cit. e TIMM, Luciano Benetti; CAOVIOLA, Renato. *As teorias rivais sobre a propriedade intelectual no Brasil*. *Economic Analysis of Law Review*. Brasília: Editora Universa, v. 1, 2010.

<sup>129</sup> Cf. HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. *Issuers and investor protection*. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. Op. cit. p. 275.

<sup>130</sup> Cf. PROENÇA, José Marcelo. Op. cit. p. 140-143.

modo fundamentado, as múltiplas justificativas que fazem o regime informacional obrigatório gozar do *status* de elemento organizador e sustentador de sua regulação e funcionamento.

### 2.3.1 *As origens da divulgação obrigatória de informações no mercado de valores mobiliários*

O reconhecimento da garantia à informação como princípio saneador do mercado de valores mobiliários ocorre de modo definitivo no período pós-crise de 1929, no âmbito do processo recuperacional do *New Deal*, em resposta às mazelas existentes no mercado norte-americano que, supostamente, culminaram com o *crash* da *New York Stock Exchange*.<sup>131</sup>

Passemos, então, a analisar brevemente as origens dos deveres relativos à divulgação obrigatória de informações no mercado de valores mobiliários, bem como os aspectos da política regulatória que permeou o desenvolvimento desse princípio.

A percepção de que os investidores, que se dispõem a alocar seu excedente de poupança em investimento em valores mobiliários, carecem de algum grau de proteção, em decorrência da situação de vulnerabilidade que muitas vezes se encontram em face dos emissores ou daqueles que se ocupam de intermediar as operações de oferta, compra ou venda desses títulos (em virtude das mencionadas assimetrias informacionais existentes nesse mercado), parece estar presente ao longo de todo o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Não é por outro motivo que o modelo societário desenvolvido no século XV para viabilizar os grandes empreendimentos da época, reconhecido como o embrião das

---

<sup>131</sup> A esse respeito, J. Keynes, o precursor do modelo econômico que fundamentou o processo do *New Deal* como resposta à grande depressão econômica que acometeu a economia norte-americana após o *crash* da *New York Stock Exchange* em 1929, afirmou: “*Many of the greatest economic evils of our time are the fruits of risk, uncertainty, and ignorance. It is because particular individuals, fortunate in situation or in abilities, are able to take advantage of uncertainty and ignorance, and also because for the same reason big business is often a lottery, that great inequalities of wealth come about; and these same factors are also the cause of the unemployment of labour, or the disappointment of reasonable business expectations, and of the impairment of efficiency and production. Yet the cure lies outside the operations of individuals; it may even be to the interest of individuals to aggravate the disease. I believe that the cure for these things is partly to be sought in the deliberate control of the currency and of credit by a central institution, and partly in the collection and dissemination on a great scale of data relating to the business situation, including the full publicity, by law if necessary, of all business facts which it is useful to know. These measures would involve society in exercising directive intelligence through some appropriate organ of action over many of the inner intricacies of private business, yet it would leave private initiative and enterprise unhindered. Even if these measures prove insufficient, nevertheless, they will furnish us with better knowledge than we have now for taking the next step*” (KEYNES, Jonh Maynard. *The end of laissez-faire*. In: *Essays in persuasion by Jonh Maynard Keynes*. London: Norton & Company, 2011, p. 172-173).

sociedades por ações, foi, durante longo período, enxergado com ressalvas e utilizado com limitações, tendo sido sua utilização restrita a determinadas atividades e dependente da autorização do Estado, justamente por facilitar a atividade de agentes inescrupulosos que almejavam beneficiar-se de suas características para agir com artil perante os investidores.<sup>132</sup>

A partir do momento em que o modelo das sociedades por ações passa a ser utilizado com maior preeminência, durante o período da Revolução Industrial, permitindo, assim, o desenvolvimento de um mercado acionário, regras destinadas à proteção dos investidores em face dos intermediários que atuavam nas ofertas públicas desses títulos e dos próprios emissores passam a ser desenvolvidas.

Daí decorre a edição, no Reino Unido, do *Bubble Act* de 1720, destinado a combater bolhas especulativas e o desenvolvimento de empreendimentos fraudulentos no mercado, bem como do *Companies Act* de 1844, que, de forma pioneira, apresentou regras destinadas ao controle da captação de poupança popular, institucionalizando o princípio da divulgação obrigatória de informações, por meio da obrigatoriedade de elaboração e registro de prospecto contendo informações financeiras e societárias das companhias emissoras de ações a serem publicamente ofertadas, orientação essa que foi mantida pelo *English Companies Act* de 1929<sup>133</sup>

Na esfera do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários norte-americano, a necessidade de tutela dos investidores também foi desde logo percebida, tendo sido tratada, em um primeiro momento, pela legislação estadual, em consonância com o sistema federativo imposto pelo diploma constitucional norte-americano,<sup>134</sup> bem como pelas bolsas de valores, que instituíam obrigações informacionais como requisito para admissão à negociação de valores mobiliários em seus recintos.

As leis estaduais destinadas à regulamentação do mercado de valores mobiliários ficaram conhecidas como *blue sky laws*, expressão que remonta ao objetivo inicial do regramento por elas conferido, que era frear determinados agentes que ofertavam participações em empreendimentos que não tinham qualquer substância além de “diversos

---

<sup>132</sup> Na França, ficou reconhecido o notório caso do Banco Real, criado por Jonh Law, cujo insucesso arruinou a vida econômica de muitos, tendo, inclusive, motivado a proibição da constituição de sociedades por ações naquele país (Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. *A Lei das S. A. Pressupostos, elaboração e modificação*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, v. 1, p. 39 e ss). A evolução das sociedades por ações será tratada em maiores detalhes no Capítulo 4. 2.

<sup>133</sup> Cf. CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 38-39.

<sup>134</sup> Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Op. cit. p.80-81.

metros de céu azul”.<sup>135</sup>

Esse controle dava-se por meio da imposição de sistemas de registro de intermediários e de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários,<sup>136</sup> que envolviam, muitas vezes, a análise qualitativa do empreendimento ofertado ao público,<sup>137</sup> bem como por meio do estabelecimento de regras destinadas a coibir fraudes no mercado.<sup>138</sup>

Apesar o tratamento informacional dos investidores ser, de alguma forma, objeto de grande parte das *blue sky laws*, os debates sobre a institucionalização do sistema de divulgação obrigatória de informações ganhou força após a crise de 1929, no escopo do conteúdo programático do *New Deal*.

Considerou-se que grande parte dos motivos que levaram ao *crash* da *New York Stock Exchange*, em outubro de 1929, estava associada à falta de uma regulamentação federal do mercado de valores mobiliários norte-americano, o que acabou por possibilitar (i) a ocorrência de operações de caráter fraudulento; (ii) o alocação ineficiente da poupança, por meio da realização de investimentos por preços vultosos em empreendimentos de qualidade extremamente baixa, que não refletiam, fundamentalmente, o valor investido, e que, posteriormente, demonstraram não ter praticamente valor algum.<sup>139</sup>

---

<sup>135</sup> Cf. COX, James, et al. *Securities regulation: cases and materials*. 5.ed. New York: Aspen, 2006, p.15.

<sup>136</sup> Cf. COX, James, et al. Op. cit. p.14.

<sup>137</sup> Cf. COX, James, et al. Op. cit. p.15.

<sup>138</sup> Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Op. cit. p. 89.

<sup>139</sup> Não obstante tradicionalmente se afirme que a crise de 1929 foi em grande parte deflagrada em decorrência de práticas abusivas na esfera do mercado norte-americano, J. Cox et al. afirmam que, apesar dos múltiplos motivos que levaram à referida depressão, grande parte deles não estava diretamente relacionada a práticas abusivas. Referidos autores ressaltam que o mercado de valores norte-americanos pré-crise de 1929 era orientado por um furor especulativo (e não pela análise dos fundamentos econômicos subjacentes aos valores mobiliários ofertados e negociados), de modo que especular com os preços das ações era praticamente um passatempo nacional à época. Adicionalmente, uma parcela significativa dos investimentos realizados à época era feita de modo alavancado, ou seja, os investidores tomavam emprestado grande parte dos recursos que eram utilizados em suas aplicações no mercado, na maioria das vezes das próprias corretoras (que por sua vez os emprestavam dos grandes bancos), o que era facilitado pelo fato de não existir, à época, nenhum limite ao crédito que poderia ser oferecido aos investidores para operarem de modo alavancado no mercado de valores mobiliários. Enquanto o preço das ações permanecia em alta, essas operações alavancadas não ofereciam riscos aos investidores ou ao mercado em geral, entretanto, quando o mercado de valores mobiliários norte-americano passou a perder força, no final de 1929, aqueles que haviam emprestado recursos aos investidores começaram a chamar seus devedores para cobrir a diferença entre o valor de mercado das ações e o valor de aquisição das mesmas, o que causou uma reação em cadeia, disparando um processo de venda em massa das ações detidas pelos investidores alavancados, o que contribuía para o aumento da queda do valor das ações, que por sua vez levava à chamada de mais investidores para cobrirem suas margens, deflagrando, portanto, uma depressão cíclica (COX, James, et al. Op. cit. p. 5). De qualquer modo, não obstante o excesso de operações alavancadas tenha sido fundamental para determinar a rapidez e a magnitude da crise de 1929, é inegável que esse tipo de operação foi favorecido pela galopante valorização das ações negociadas, e os seus efeitos nefastos, por sua vez, foram

Imbuído desse sentimento, o então Presidente Roosevelt sugeriu a regulação federal das operações com valores mobiliários, tendo justificado essa medida nas perdas sofridas por diversos investidores em decorrência de práticas desonestas e aéticas das companhias e demais agentes incumbidos de realizar a venda de suas ações, sugerindo, para tanto, um sistema que garantisse a publicidade de todas as informações essenciais ao público investidor quando da emissão de valores mobiliários a serem ofertados publicamente em esfera nacional, bem como a criação de uma legislação que buscasse melhorar a supervisão das operações de compra e venda de valores mobiliários cursadas em bolsas e coibir práticas fraudulentas, principalmente por parte dos administradores das companhias e intermediários do mercado de valores mobiliários.<sup>140</sup>

Como resultado do processo, foram editados dois diplomas que, até hoje, compõem o cerne da estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários norte-americano, tendo, inclusive, influenciado a política regulatória dessa matéria em diversos outros países.

O primeiro deles, destinado, basicamente, à regulamentação das ofertas públicas de valores mobiliários, é o *Securities Act* de 1933. Notadamente influenciado pelo *English Companies Act* de 1929, instituiu o sistema de registro das ofertas públicas de valores mobiliários, exigindo-se, para tanto, a divulgação de todas as informações consideradas essenciais à tomada de decisão com relação aos valores mobiliários colocados à disposição do público investidor, permitindo uma adequada formação de opinião com relação ao

---

desencadeados pela posterior queda dos referidos valores, movimentos esses que estavam associados, pelo menos em parte, às referidas práticas fraudulentas ou abusivas (sobretudo a oferta de valores mobiliários por valores fundamentalmente injustificados, que levava à precificação inicial inadequada dos ativos), associadas à não prestação adequada de informações.

<sup>140</sup> Conforme mensagem enviada ao Congresso norte-americano pelo Presidente Roosevelt em 29 de março de 1933: “*I recommend to the Congress legislation for Federal supervision of traffic in investment securities in interstate commerce. In spite of many State statutes the public in the past has sustained severe losses through practices neither ethical nor honest on the part of many persons and corporations selling securities. Of course, the Federal Government cannot and should not take any action which might be construed as approving or guaranteeing that newly issued securities are sound in the sense that their value will be maintained or that the properties which they represent will earn profit. There is, however, an obligation upon us to insist that every issue of new securities to be sold in interstate commerce shall be accompanied by full publicity and information and that no essentially important element attending the issue shall be concealed from the buying public. This proposal adds to the ancient rule of caveat emptor, the further doctrine 'let the seller also beware. It puts the burden of telling the whole truth on the seller. It should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence. The purpose of the legislation I suggest is to protect the public with the least possible interference to honest business. This is but one step in our broad purpose of protecting investors and depositors. It should be followed by legislation relating to the better supervision of the purchase and sale of all property dealt with on exchanges, and by legislation to correct unethical and unsafe practices on the part of officers and directors of banks and either corporations*” (Rep. n. 47, 73d Cong., 1<sup>st</sup> Sess. 6-7 (1933); H. R. Rep. No. 85, 73d Cong., 1<sup>st</sup> Sess. 1-2 (1933), in ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. *Report of the advisory committee on corporate disclosure to the securities and exchange commission*. Washington: U.S. Government Printing Office, 1977, p. 556-557, Disponível em: <<http://hdl.handle.net/2027/pst.000012956579>>. Acesso em: 26 mai. 2011).

mérito do empreendimento subjacente à oferta. Em resumo, referido normativo consagrou o princípio da divulgação obrigatória de informações nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, com foco principal no mercado primário.

A sistemática instituída prevê a elaboração de um prospecto, contendo todas as informações exigidas para a obtenção do registro da oferta, colocando os investidores o mais próximo possível de uma situação de igualdade informacional com relação à companhia e às instituições intermediárias responsáveis pela efetiva colocação da oferta junto aos investidores, tentando-se evitar, assim, o distanciamento entre o valor atribuído aos valores mobiliários nas ofertas e o real valor do empreendimento a ele subjacente, discrepância corriqueira até então e que foi reputada como uma das grandes causas da crise de 1929.<sup>141</sup>

Considerando-se que, em uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a decisão de investimento é formada em um cenário de efetiva pressão de venda, a partir de declarações do emissor e de seus agentes que atuam no processo de distribuição, existiria naturalmente um incentivo a fornecer uma visão distorcida ao investidor com relação às suas expectativas, superestimando os potenciais retornos e subestimando os potenciais riscos, de modo que o *Securities Act* de 1933 foi elaborado justamente na tentativa de alterar esse cenário em que ocorria a captação da poupança popular até aquele momento.<sup>142</sup>

Logo em seguida, foi editado o *Securities Exchange Act* de 1934, que estendeu o princípio da divulgação obrigatória de informações ao mercado secundário de valores mobiliários, vinculando a negociação, em bolsa de valores ou mercado de balcão, daqueles valores mobiliários ofertados sobre a égide do *Securities Act* de 1933, à divulgação contínua de informações periódicas e eventuais pelos respectivos emissores.<sup>143</sup>

Uma vez que o regime de divulgação de informações previsto no diploma de 1933 tinha por objetivo dar tratamento às situações peculiares relacionadas às ofertas públicas, ele não garantia uma fonte confiável de informação para os investidores que continuamente vendiam e adquiriam aqueles valores mobiliários que foram ofertados publicamente, o que justificou, então, a edição de um diploma legal destinado a dar tratamento à prestação informacional contínua por partes dos emissores cujos valores mobiliários eram negociados publicamente.<sup>144</sup>

---

<sup>141</sup> Cf. COX, James, et al. Op. cit. p. 5.

<sup>142</sup> Cf. ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. 567.

<sup>143</sup> Cf. LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. Op. cit. p. 94-95.

<sup>144</sup> Cf. ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. 572-575.

Assumiu-se, à época, que os preços das ações negociadas e o excesso de especulação eram substancialmente afetados pela falta de informações ou pela divulgação de informações inexatas e imprecisas acerca das companhias emissoras de valores mobiliários negociados publicamente, que, por sua vez, decorriam da inexistência de obrigação legal de essas companhias realizarem a divulgação tempestiva de informações consideradas relevantes à tomada de decisão do investidor no mercado secundário ou mesmo de divulgarem anualmente algum tipo de informação financeira sobre o resultado de suas atividades,<sup>145</sup>; e, nessa esteira, o *Securities Exchange Act* de 1934 surge como uma solução apta a alterar esse cenário.

O diploma inovou, ainda, ao prever a criação de um órgão governamental destinado a supervisionar o mercado de valores mobiliários, a *Securities and Exchange Commission (SEC)*, bem como ao estabelecer diversas regras de conduta relacionadas à negociação de valores mobiliários no mercado secundário, atacando, assim, a problemática das operações fraudulentas e do racional excessivamente especulativo que dominou o mercado norte-americano no período pré-crise de 1929, também recorrentemente indicados como elementos causadores dessa.

As premissas que orientaram as medidas regulatórias destinadas ao mercado de valores mobiliários a partir de então seguem, em grande parte, a orientação proposta pelo *Securities Act* de 1933 e pelo *Securities Exchange Act* de 1934, repousando no estabelecimento de regras destinadas a garantir o amplo acesso à informação nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e no mercado secundário.

### 2.3.2 *As premissas do regime de divulgação obrigatória de informações*

A elaboração do *Securities Act* de 1933 fundou-se na ideia de que investidores devidamente informados buscariam maximizar suas necessidades e objetivos de investimento, resultando em uma alocação eficiente de recursos dentre as várias oportunidades de investimento a eles disponíveis.<sup>146</sup>

O fato de valores mobiliários que praticamente nada valiam terem sido, por muito tempo, ofertados ao público por preços altíssimos, foi imputado, basicamente, à irresponsabilidade dos intermediários das ofertas públicas de valores mobiliários (na

---

<sup>145</sup> Cf. COX, James, et al. Op. cit. p. 6. Contudo, as regras de listagem da *New York Stock Exchange* tratavam de exigir a divulgação contínua de algumas informações periódicas antes da edição do *Securities Exchange Act* de 1934.

<sup>146</sup> Cf. ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. 562.

maioria das vezes, bancos de investimento) que iludiam sistematicamente os investidores com promessas de ganhos vultosos, baseadas em informações falsas ou incompletas, e não ao fato de os investidores simplesmente não conseguirem tomar decisões racionais quanto à aplicação de seus recursos, principalmente no tocante à qualidade dos empreendimentos subjacentes aos valores mobiliários emitidos,<sup>147</sup> opção notadamente influenciada pelos pressupostos da teoria da escolha racional. A mesma premissa norteou a elaboração do *Securities Exchange Act* de 1934, no que diz respeito ao mercado secundário de valores mobiliários.<sup>148</sup>

Assim, a exigência da prestação de informações no mercado de valores mobiliários traz em si a ideia de que o investidor informado estará simultaneamente protegido contra (i) uma tomada de decisão distorcida, principalmente com relação ao preço do valor mobiliário e aos aspectos qualitativos do emissor<sup>149</sup>; e (ii) práticas abusivas e desvios de conduta daqueles que se encontrariam em posição de superioridade informacional com relação ao investidor, caso a divulgação de informações não fosse obrigatória (como, por exemplo, a própria companhia, administradores, controladores, intermediários ou até mesmos investidores mais informados).

Essa premissa, que permeia a funcionalidade da divulgação obrigatória de informação enquanto regra protetiva dos investidores do mercado de valores mobiliários, contrapunha-se à eventual necessidade da referida proteção se dar por meio da intervenção mais incisiva do Estado<sup>150</sup> em referido mercado, a partir da investigação detalhada do mérito de cada valor mobiliário e dos empreendimentos econômicos a eles subjacentes,

---

<sup>147</sup> *Ibidem*.

<sup>148</sup> ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. 563.

<sup>149</sup> Pressuposto que é objeto de diversos questionamentos, conforme será discutido no Capítulo 3.

<sup>150</sup> L. LEÃES ressalta que quando da discussão acerca da orientação regulatória a ser adotada no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, os defensores do sistema de divulgação obrigatória de informações reputaram-no como uma antítese de uma abordagem intervencionista, pois, adotando-se o sistema sugerido, não caberia ao Estado intervir no mercado de valores mobiliários, mas apenas supervisionar a referida prestação de informações, permitindo, de modo geral, a livre atuação dos agentes no referido mercado. Entretanto, conforme apontado pelo referido autor, a ausência de uma intervenção direta do Estado no mercado de valores mobiliários não significa uma concessão às ideologias liberais, na medida em que a abordagem dos normativos norte-americanos reguladores do mercado de valores mobiliários representa uma clara técnica legal de dirigismo econômico, uma vez que "[n]uma economia concentrada, o Estado intervém, não apenas como elemento de atuação no processo econômico (...)mas também como agente normativo, impondo regras de conduta à vida econômica (...). Ora, como 'agente normativo', o Estado reproduz no seu desenvolvimento histórico, a passagem do Estado liberal para o Estado intervencionista e social, ampliando o seu papel de neutro mantenedor da ordem pública para o de promotor da ordem econômica e social. Assim, a polícia administrativa do mercado de valores, ainda que exercida segundo o sistema do 'full and fair disclosure', não deixa, na verdade, de inscrever-se como mecanismo de economia dirigida" orientando-se "no sentido de prevenir danos sociais, mediante ordens para que a atividade privada não se faça sem a 'revelação total e honesta de informações' ao mercado, sem a qual a conduta individual poderá comprometer o interesse coletivo" (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Op. cit. p. 90-92).

admitindo-se, então, apenas a oferta e a negociação pública daqueles considerados qualitativamente satisfatórios.

Não obstante o momento político em que se deu a referida discussão fosse extremamente marcado pela reformulação do papel do Estado na economia, em direção de uma política econômica evidentemente mais centralizada e interventiva, a opção regulatória feita no âmbito do mercado de valores mobiliários foi no sentido de limitar a atuação do Estado no estabelecimento de requisitos informacionais mínimos para entrada e manutenção dos emissores no mercado, sem perquirir qualquer análise meritória dos empreendimentos, como ocorreria à luz de diversas das *blue sky laws*.

Nesse sentido, uma das maiores virtudes do regime de *disclosure* propagada a partir de então é justamente não implicar em qualquer análise subjetiva acerca da qualidade dos valores mobiliários ofertados ou admitidos à negociação pública, de modo que o Estado não interfere restritivamente, assim, no juízo de valor a ser feito pelos investidores, mas apenas garante que o mesmo possa ser formado em condições adequadas, exigindo, para tanto, o cumprimento das obrigações informacionais pertinentes, por meio do registro da oferta pública ou da admissão à negociação de determinado valor mobiliário,<sup>151</sup> procedimentos esses que possuem, então, caráter meramente instrumental.<sup>152</sup>

Essa premissa, que permeia a estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários até os dias de hoje, é evidentemente preferível a qualquer tipo de perquirição sobre as características subjetivas dos emissores de valores mobiliários por parte do Estado, que representaria um paternalismo que não se coaduna com a essência do mercado de valores mobiliários enquanto mecanismo apto à promoção da livre alocação do capital excedente na atividade produtiva, bem como sujeitaria a estrutura do referido mercado e a liberdade de iniciativa empresarial a uma miríade de interesses políticos em nada salutares à sua higidez.

---

<sup>151</sup> Nesse sentido, R. CLARK afirma que "[t]he Securities Act does not attempt to prevent people from making and acting on their own judgments about which investment are desirable. The SEC will not refuse to let a registration statement become effective on the ground that the securities are overpriced, or that the investment is too risky for the average investor, or that the issuer's business plan are harebrained. Nor does SEC produce rating of securities or otherwise pass on their merits for the guidance of potential investors. It simply requires disclosure of certain kinds of information as a precondition to the public offering and sale of securities. Its goal is to mitigate imperfections in the securities markets by making it easier for participants to engage in informed decision making" (CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Law & Business, 1986, p. 720).

<sup>152</sup> Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Op. cit. p. 93.

## 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 investimentos,<sup>153</sup> 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 da 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 do 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 apesar de 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

---

<sup>153</sup> Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Op. cit. p. 16.

de valores mobiliários.<sup>154</sup>

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 os investidores pudessem escolher entre os valores mobiliários emitidos por essas companhias, sob a premissa de que seu preço reflete, inteiramente, todas as informações disponíveis.<sup>155</sup> Um mercado que operasse nessas condições seria, então, considerado eficiente sob uma perspectiva informacional.<sup>156</sup>

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 mobiliários,<sup>157</sup> 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 informações.<sup>158</sup>

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 cenário,<sup>159</sup> tradicionalmente conhecidas como (i) eficiência fraca; (ii) eficiência semiforte; e (iii) eficiência forte.<sup>160</sup>

---

<sup>154</sup> 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 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).

<sup>155</sup> 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.

<sup>156</sup> Trata-se, aqui, portanto, da noção de eficiência informacional.

<sup>157</sup> Cf. COX, James, et al. Op. cit. p. 105.

<sup>158</sup> 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.

<sup>159</sup> Cf. FAMA, Eugene. Op. cit. p. 383.

<sup>160</sup> 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

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. Conseqüentemente, 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*).<sup>161</sup>

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 rápido.<sup>162</sup> 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 que se tem no presente.<sup>163</sup>

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 informações.<sup>164</sup> O reconhecimento da eficiência forte do mercado levaria à conclusão de que regras destinadas a garantir a ampla divulgação de informações ou à vedação de negociação em mercado com base em informações privilegiadas seriam absolutamente dispensáveis.<sup>165</sup>

Dentre os modelos apresentados por E. Fama, a eficiência semiforte é considerada aquela que melhor reflete o funcionamento do mercado, principalmente no que diz respeito ao impacto causado pelas novas informações ao preço dos valores mobiliários negociados.<sup>166</sup>

Conforme veremos mais adiante, a validade da hipótese dos mercados eficientes e 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

---

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).

<sup>161</sup> Cf. FAMA, Eugene. Op. cit. p. 384-386.

<sup>162</sup> Cf. FAMA, Eugene. Op. cit. p. 404.

<sup>163</sup> Cf. COX, James, et al. Op. cit. p. 106.

<sup>164</sup> Cf. FAMA, Eugene. Op. cit. p. 409.

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

<sup>166</sup> Ibidem.

teoria ainda representa grande parte da base teórica na qual as políticas regulatórias de *disclosure* são elaboradas,<sup>167</sup> 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 cumprimento.<sup>168</sup>

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

---

<sup>167</sup> 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 characterizes 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).

<sup>168</sup> 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.

comprometidos com bons empreendimentos (e também assumindo 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 investidores.<sup>169</sup>

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, bem como criando mecanismos (evidentemente custosos) aptos a fiscalizar o cumprimento dessas obrigações.<sup>170</sup>

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 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 mesmos.<sup>171</sup>

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

---

<sup>169</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 288.

<sup>170</sup> Esses questionamentos serão analisados em maior profundidade no Capítulo 3.3.

<sup>171</sup> Cf. HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Op. cit. p. 278.

elevado.<sup>172</sup> Adicionalmente, poderia haver o incentivo de reter determinadas informações para facilitar a obtenção de benefícios individuais indevidos<sup>173</sup> 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 informação.<sup>174</sup>

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 a 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 esse, o que pode levar a alterações em suas políticas empresariais, ao desenvolvimento de novos produtos ou exploração de novas atividades, reduzindo, assim, a vantagem competitiva do emissor em

---

<sup>172</sup> *Ibidem*.

<sup>173</sup> 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*, n. 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.

<sup>174</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 290-293.

determinado setor econômico;<sup>175</sup> e (ii) os investidores de modo geral, que podem utilizar as informações divulgadas por um determinado emissor em suas decisões de investimento, sem precisar manter qualquer vínculo com aquele que as divulgou.<sup>176</sup>

A divulgação de uma determinada informação pode colocar o emissor que as divulga em desvantagem com relação a seus concorrentes, que podem, a partir do conhecimento dessa, adotar estratégias ou explorar negócios que impliquem diminuição da vantagem competitiva do emissor.<sup>177</sup> 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 praticados,<sup>178</sup> 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 se beneficiam da divulgação de informações, cada emissor, agindo individualmente, não faria isso voluntariamente em níveis qualitativos e quantitativos adequados,<sup>179</sup> 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

---

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

<sup>176</sup> 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).

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

<sup>178</sup> *Ibidem*.

<sup>179</sup> Cf. CHOI, Stephen J.; Pritchard, A. C. Op. cit. p. 26.

porque os custos (diretos e indiretos)<sup>180</sup> de divulgação poderiam, em alguns casos, exceder o valor que o impacto positivo da informação pode 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 conhecimento.<sup>181</sup>

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 seu respeito 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*<sup>182</sup> 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 públicos.<sup>183</sup>

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 algum<sup>184</sup>, uma vez que a multiplicação do custo de produção da informação poderia sobrepor os

---

<sup>180</sup> 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.

<sup>181</sup> Ibidem.

<sup>182</sup> 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.

<sup>183</sup> Cf. CHOI, Stephen J.; Pritchard, A. C. Op. cit. p. 24.

<sup>184</sup> Ibidem.

benefícios individuais advindos de sua titularidade.<sup>185</sup>

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 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 destinatários.<sup>186</sup>

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 comparação das informações divulgados por diversos emissores.<sup>187</sup>

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 apresentação.<sup>188</sup>

---

<sup>185</sup> 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 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).

<sup>186</sup> 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).

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

<sup>188</sup> 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 estar 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, venda ou manutenção de valores mobiliários (ou, ainda, alterações proporcionais na composição de sua carteira de investimentos), bem como com relação ao exercício de determinados direitos políticos e econômicos inerentes aos valores mobiliários por eles detidos.<sup>189</sup>

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 seu respeito e, conseqüentemente, sua correta avaliação econômica,<sup>190</sup> 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 tomada de decisão dos investidores

---

<sup>189</sup> 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.

<sup>190</sup> 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).

e promover a adequada precificação dos valores mobiliários negociados<sup>191</sup>, 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 função acima descrita, o regime informacional obrigatório tem uma importante função relacionada ao monitoramento da conduta e ao controle das ações daqueles que estão a cargo da definição, condução e 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 mobiliários.<sup>192</sup>

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

---

<sup>191</sup> 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 n. 07/08*, p. 9, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010).

<sup>192</sup> 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.

*Securities Exchange Act* de 1934, nos Estados Unidos.<sup>193</sup>

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”.<sup>194</sup>

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 principal.<sup>195</sup>

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 primeiro), gerando conflitos na relação entre agentes e principal, que naturalmente se traduzem em custos para os últimos.<sup>196</sup>

---

<sup>193</sup> 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).

<sup>194</sup> 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/otherpeoplesmone00bran/otherpeoplesmone00bran\\_djvu.txt](http://www.archive.org/stream/otherpeoplesmone00bran/otherpeoplesmone00bran_djvu.txt)>. Acesso em: 11 abr. 2011.

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

<sup>196</sup> 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 experimentados, 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

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 indicados.<sup>197</sup>

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 acionistas controladores,<sup>198</sup> reduzindo, assim, os custos de monitoramento e as perdas potencialmente experimentadas por eles em decorrência dos conflitos de agência.<sup>199</sup>

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*. 5. ed. Boston: Pearson Education, 2008, p. 53).

<sup>197</sup> 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.

<sup>198</sup> 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).

<sup>199</sup> 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 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.*”

Além de subsidiar eventuais medidas defensivas de interesse, uma vez identificados desvios, o regime de *disclosure* tem um importante efeito profilático, evitando que acionistas controladores e administradores tenham comportamentos indesejáveis ou sejam negligentes na condução dos negócios sociais às expensas dos investidores,<sup>200</sup> uma vez 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 que 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 dessas,<sup>201</sup> que provavelmente seriam ignoradas caso o dever de informá-las não existisse.<sup>202</sup>

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 significasse o efetivo aumento de valor da companhia ou 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 informações.<sup>203</sup>

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

---

*Furthermore, recent empirical work suggests that a reputation for transparency and good governance can affect firm valuation*” (FARRELL, Alan. Op. cit. p. 88-89).

<sup>200</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 39.

<sup>201</sup> Cf. COX, James, et al. Op. cit. p. 123. A esse respeito, 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).

<sup>202</sup> 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*” (FOX, Meritt. *Required disclosure and corporate governance*. Law and Contemporary Problems. Durham: Duke University Law School, v. 62, p. 123, 1999).

<sup>203</sup> Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 133-134.

controladores do emissor têm acesso exclusivo, diminuindo, assim, a possibilidade de utilização dessas 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 informações.<sup>204</sup>

### 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 mobiliários;<sup>205</sup> e o regime de *disclosure* contribui para a manutenção e incremento dessa confiança por partes dos investidores.<sup>206</sup>

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 apenas do sucesso do empreendimento no qual investiram, bem como 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 mobiliários.<sup>207</sup>

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

<sup>204</sup> Ibidem.

<sup>205</sup> 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).

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

<sup>207</sup> 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 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. SELIGMAN, 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).

atividades dos emissores, atuarão sempre de modo a também maximizar sua utilidade (ou seja, de modo autointeressado).<sup>208</sup> 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 investidores.<sup>209</sup>

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 lugar.<sup>210</sup> Em contrário, os mesmos costumam sentir-se incrédulos e desiludidos diante de uma perda resultante de atuação fraudulenta.<sup>211</sup>

Significa dizer que, de algum modo, os investidores do mercado de valores mobiliários disponibilizam seus recursos, também, por confiarem e acreditarem que serão adequadamente utilizados, com base no comportamento passado dos emissores, nos compromissos por eles assumidos, bem como no sistema regulatório existente para prevenir e punir eventuais desvios de conduta.<sup>212</sup> E sempre que essa expectativa é

---

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

<sup>209</sup> 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).

<sup>210</sup> Cf. STOUT, Lynn. Op. cit. p. 12-13.

<sup>211</sup> Ibidem.

<sup>212</sup> 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*

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 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 os investidores 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 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 divulgado.<sup>213</sup>

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

---

*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. 2-14, p. 3, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=333340>>. Acesso em: 11 dez. 2012).

<sup>213</sup> 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 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).

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. Entre 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 aumento da transparência corporativa,<sup>214</sup> 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 transparência.<sup>215</sup>

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 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 precificação dos valores mobiliários negociados e para a administração dos conflitos de agência, estando associados em maior grau à rigidez do regime de *disclosure* do que especificamente às informações que são efetivamente divulgadas.<sup>216</sup>

---

<sup>214</sup> 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.

<sup>215</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 44.

<sup>216</sup> 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,

#### 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 sinalizar<sup>217</sup> aos investidores que seu empreendimento está em um patamar qualitativo acima dos demais.<sup>218</sup> No entanto, essa sinalização apenas funcionará quando representar um efetivo

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).

<sup>217</sup> 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 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).

<sup>218</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 45.

compromisso daquele que a faz, devendo ser suficientemente forte de modo a impedir que qualquer emissor possa simplesmente copiá-la na intenção de atrair investimentos.<sup>219</sup>

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 sua qualidade.<sup>220</sup>

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 alto.<sup>221</sup>

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 informações.<sup>222</sup> 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 emissores.<sup>223</sup>

---

<sup>219</sup> Ibidem.

<sup>220</sup> Cf. PARADES, Troy Op. cit. p. 46.

<sup>221</sup> Ibidem.

<sup>222</sup> Ibidem.

<sup>223</sup> 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 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”*

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.

Assim, o regime de divulgação de informações é um importante redutor dos custos da atividade regulatória.<sup>224</sup> Caso as informações essenciais a seu exercício não fossem obrigatoriamente divulgadas pelos emissores de valores 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

---

*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).

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

informativa 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, formulação e execução das políticas regulatórias na esfera do mercado de valores mobiliários,<sup>225</sup> direcionando, em certa medida, a função normatizadora dos órgãos reguladores e autorreguladores, o que também implica no incremento da eficiência dessa atividade.<sup>226</sup>

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 informativo, sobretudo à tomada de decisão dos investidores e 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 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.

---

<sup>225</sup> Cf. RACHMAN, Nora. Op. cit. 82.

<sup>226</sup> 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).

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 investidores.<sup>227</sup>

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 responsabilização.<sup>228</sup>

## 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 efetivos elementos justificadores desse regime enquanto pilar regulatório do mercado de valores mobiliários.

Dessa forma, qualquer tentativa de analisar a efetividade e a suficiência do regime informacional obrigatório enquanto mecanismo de manutenção da higidez de determinado

---

<sup>227</sup> 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.

<sup>228</sup> 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).

mercado de valores mobiliários, de promoção de seu desenvolvimento e de proteção daqueles que nele atuam que não integre uma abordagem conjunta dessa globalidade de funções exercidas pelo regime de *disclosure* correrá o risco de atingir conclusões imprecisas, distorcidas, ou até mesmo falaciosas.

É de se notar, também, que os próprios conjuntos de informações que atendem a cada uma das funções exercidas pelo regime informacional podem ser distintos e, em alguns casos, incompatíveis entre si, o que representa um enorme desafio ao equacionamento das informações cuja prestação deve ser de fato exigida dos emissores de valores mobiliários.

Ou seja, as informações úteis à avaliação dos fundamentos econômicos dos emissores de valores mobiliários, que subsidiam a tomada de decisão dos investidores e a adequada precificação de seus valores mobiliários podem diferir (ou até mesmo conflitar) com aquelas tidas como essenciais ao monitoramento dos administradores e controladores dos emissores, que podem, ainda, diferir daquelas que são úteis aos reguladores e autorreguladores no exercício de suas atividades normatizadoras, fiscalizadoras e sancionadoras.

Adicionalmente, parte das funções exercidas pelo regime de *disclosure* é menos dependente do efetivo conteúdo das obrigações informacionais, estando associada em maior medida à sua extensão. É o caso das funções relativas à confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários, à administração da seleção adversa de emissores e à viabilização do sistema de responsabilização de emissores, administradores, controladores, ofertantes e intermediários.

A equalização dessa miríade de funções é, sem sombra de dúvidas, o grande desafio da criação e da sistematização de um regime informacional obrigatório que, em seu conjunto, represente um efetivo benefício ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários (principalmente diante dos diversos e variados custos, diretos e indiretos, que dele decorrem<sup>229</sup>), considerando-se, principalmente, que a exigência de um determinado conjunto de informações ou a flexibilização do regime informacional como um todo pode, simultaneamente, atender algumas de suas funções e prejudicar o exercício das demais, de modo que qualquer interferência em sua estrutura e conteúdo deve sempre considerar os impactos causados na funcionalidade global do sistema, e não nas especificidades de cada uma de suas diversas funções, sob pena de causar irreparáveis desequilíbrios que, no

---

<sup>229</sup> Os custos associados ao regime de *disclosure* serão analisados no Capítulo 3.4.

limite, comprometem a eficiência e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Da mesma forma, as críticas dispensadas ao regime de *disclosure* enquanto elemento saneador e pilar regulatório do mercado de valores mobiliários (que serão apresentadas no Capítulo 3), ao serem contempladas, devem também o ser a partir de uma análise abrangente, à luz do conjunto de suas funções justificadoras, sob pena de tornarem-se também parciais ou até mesmo simplistas.

## CAPÍTULO 3 – AS CRÍTICAS AO REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES

### 3.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

Apesar de o regime obrigatório de divulgação de informações gozar do *status* de pilar regulatório do mercado de valores mobiliários, ele é objeto de severas críticas desde sua instituição.<sup>230</sup>

As críticas recorrentemente apresentadas não negam a importância da divulgação de informações para o funcionamento e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, mas questionam aspectos da estrutura regulatória do regime de *disclosure* conforme tradicionalmente instituído ao redor do mundo, normalmente inspirados no sistema norte-americano.

Esses questionamentos são diversos e abordam desde a necessidade e conveniência de o Estado, por meio da regulação, intervir na organização do mercado de valores mobiliários para exigir que determinadas informações sejam publicamente disponibilizadas como requisito para a oferta e negociação de determinados títulos em mercados públicos, até críticas sobre a estrutura, extensão e conteúdo do regime de *disclosure*, bem como acerca de sua capacidade de exercer efetivamente aquela que frequentemente é considerada sua principal função, qual seja, subsidiar a tomada de decisão dos investidores e promover a precisão das cotações dos valores mobiliários negociados publicamente.

Dessa forma, antes de prosseguir com a análise acerca da funcionalidade global do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras, é conveniente analisar esse conjunto de críticas, que trata principalmente de relativizar sua capacidade de atender à funcionalidade acima mencionada, ou, de fazê-lo a um custo que não supere os benefícios decorrentes.

Assim, é fundamental ponderar esses questionamentos em face dos elementos

---

<sup>230</sup> Desde a edição do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* 1934, começaram a surgir críticas acerca da efetividade do regime de *disclosure* obrigatório enquanto efetivo mecanismo de proteção dos investidores, a exemplo de W. DOUGLAS, que defendo a necessidade de uma regulação meritória dos empreendimentos subjacentes aos valores mobiliários que seriam ofertados publicamente, afirmou: “*The truth about securities having been told, the matter is left to the investor. The Act presupposes that the glaring light of publicity will give the investors needed protection. But those needing investment guidance will receive small comfort from the balance sheets, contracts, or compilation of other data revealed in the registration statement. They either lack the training or intelligence to assimilate them and find them useful, or are so concerned with a speculative profit as to consider them irrelevant*” (DOUGLAS, William. Protecting the investor. *Yale Law Review*, v. 23, n. 3, 1934, p. 523-524, Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/1934/030034douglass.pdf>>. Acesso em: 14 dez. 2012).

justificadores do regime informacional obrigatório, buscando-se, a partir dessa ponderação, chegar à definição da abordagem funcional adequada ao sistema de divulgação de informações, que, posteriormente, será aplicada à análise específica do regime informacional imposto às companhias abertas brasileiras.

Importante ressaltar, ainda, que esse capítulo limitar-se-á a analisar as críticas à estrutura do regime de *disclosure* obrigatório, de modo que os questionamentos feitos especificamente a seu conteúdo, ou seja, às espécies de informações cuja divulgação é efetivamente exigida e sua utilidade às funções a que se presta o regime informacional, serão tratadas no Capítulo 5, no âmbito da análise funcional do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras.

### 3.2 QUESTIONAMENTOS À HIPÓTESE DOS MERCADOS EFICIENTES E À TEORIA DA ESCOLHA RACIONAL

Conforme mencionado, não obstante a hipótese dos mercados eficientes tenha sido desenvolvida após a edição do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, é inegável que algumas de suas premissas já estavam, ainda que de forma assistemática, presentes no racional regulatório que orientou a elaboração desses normativos, tornando-se, posteriormente, um dos principais fundamentos teóricos a suportar o regime de divulgação obrigatória de informações atualmente vigente na esmagadora maioria de países.<sup>231</sup>

Contudo, apesar de sua influência na estruturação das premissas que norteiam a regulação do mercado de valores mobiliários (e, especialmente, o regime de *disclosure*), os fundamentos da hipótese dos mercados eficientes vêm sendo postos em cheque desde sua sistematização na década de 1960.<sup>232</sup>

O ponto de partida para grande parte desses questionamentos à validade da hipótese

---

<sup>231</sup> Nesse sentido, a seguinte constatação de R. Gilson e R. Kraakman, não obstante remontar à década de 1980, permanece atual: “*Of all recent developments in financial economics, the efficient capital market hypothesis ("ECMH") has achieved the widest acceptance by the legal culture. It now commonly informs the academic literature on a variety of topics; it is addressed by major law school casebooks and textbooks on business law; it structures debate over the future of securities regulation both within and without the Securities and Exchange Commission; it has served as the intellectual premise for a major revision of the disclosure system administered by the Commission; and it has even begun to influence judicial decisions and the actual practice of law.*” In short, the ECMH is now the context in which serious discussion of the regulation of financial markets takes place” (GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. *Virginia Law Review*, Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 70, 1984, p. 549-550).

<sup>232</sup> A hipótese dos mercados eficientes é objeto de proficuas discussões e estudos teóricos e empíricos no campo da economia. Não se pretende, neste trabalho, exaurir a revisão dos argumentos que questionam sua validade, mas apenas delinear as linhas gerais que os conformam.

dos mercados eficientes surge a partir de uma constatação relativamente simples sobre a dinâmica e o funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Considerando-se que a maior premissa da referida teoria, em sua modalidade semiforte, sugere que as informações acerca dos valores mobiliários são instantaneamente incorporadas a seus preços, de modo que as cotações refletem, em cada dado momento de tempo, todas as informações disponíveis sobre eles, conclui-se, dedutivamente, que seria impossível obter qualquer ganho financeiro significativo negociando valores mobiliários com base nas informações existentes, uma vez que essas já estariam automaticamente incorporadas aos seus preços.

Em consequência, torna-se difícil identificar quais incentivos os investidores mais sofisticados e analistas profissionais de investimento teriam para revisar e analisar com detalhes as informações divulgadas pelos emissores, considerando-se que, uma vez válidas as premissas da hipótese dos mercados eficientes, seria praticamente impossível obter ganhos a partir da identificação de quais valores mobiliários estariam superavaliados e subavaliados no mercado (ou seja, realizando arbitragem de preços), posto que todas as informações disponíveis estariam, a todo tempo, incorporadas em seus preços.<sup>233</sup>

Dessa forma, os ganhos no mercado de valores mobiliários estariam restritos àqueles que obtivessem acesso a informações ainda não divulgadas e, com base nelas, identificassem os valores mobiliários que representam oportunidades de ganho (com sua venda, ou sua compra), prática que é tradicionalmente vedada na esfera dos mercados.

Outra conclusão possível a partir da aceitação da hipótese dos mercados eficientes seria que em um mercado dotado das características propagadas pela aludida teoria, o preço das ações de uma determinada companhia refletiria seus verdadeiros fundamentos econômicos, ou seja, seu valor intrínseco ou “fundamentalista”<sup>234</sup> (sendo dotado, portanto, daquilo que se convencionou chamar de eficiência fundamentalista).

É evidente que as noções de eficiência informacional e eficiência “fundamentalista”, ou seja, na determinação do valor intrínseco dos emissores dos valores

---

<sup>233</sup> A esse respeito, R. Gilson e R. Kraakman afirmam: "*The common definition of market efficiency, that prices at any time 'fully reflect' all available information, is really a shorthand for the empirical claim that 'available information' does not support profitable trading strategies or arbitrage opportunities*" (GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 554-555).

<sup>234</sup> Essa noção de valor que efetivamente reflete os fundamentos econômicos de um valor mobiliário recebe denominações distintas no campo das finanças, sendo recorrentemente referida por valor justo ou valor econômico. Não se pretende, no âmbito desse trabalho, tratar dos critérios utilizados nesse tipo de avaliação nem de eventuais diferenças técnicas atinentes às expressões “valor intrínseco”, “valor justo”, “valor fundamentalista” ou “valor econômico”. Limitar-nos-emos a utilizar a primeira delas, em alusão ao valor que efetivamente reflete os fundamentos econômicos subjacentes a um determinado valor mobiliário.

mobiliários negociados, são distintas.

Enquanto a primeira diz respeito à velocidade com que as informações são incorporadas aos preços dos valores mobiliários, a segunda refere-se a uma situação na qual os preços de mercado refletem, com base nas informações disponíveis a eles incorporadas, o valor que efetivamente espelha seus fundamentos econômicos, em termos do conjunto de riscos e retornos que advém de sua titularidade.<sup>235</sup>

Apesar de distintas, costuma-se afirmar que existe uma relação de causa e consequência entre as duas noções, de modo que a eficiência informacional, na forma como propagada pela hipótese dos mercados eficientes, levaria à eficiência “fundamentalista”.<sup>236</sup> Explica-se: em um mercado onde as informações disponíveis sobre um determinado valor mobiliário são precificadas e automaticamente incorporadas a seu preço, como propaga a hipótese dos mercados eficientes, ajustando-o de acordo com as alterações na perspectiva de riscos e retornos associados aquele valor mobiliário e que decorrem de cada nova informação disponibilizada, a cotação do referido título deveria corresponder a seu valor intrínseco, exceto, obviamente, se as informações necessárias a essa avaliação não fossem obrigatoriamente divulgadas.<sup>237</sup>

Porém, ainda que assumíssemos que todas as informações necessárias à correta avaliação dos fundamentos econômicos fossem efetivamente divulgadas por força do regime de *disclosure* (ou seja, todos investidores possuiriam acesso a elas sem incorrer em custos adicionais), a validade dessa associação entre eficiência informacional e eficiência “fundamentalista” depende de algumas premissas sobre o funcionamento do mercado, quais sejam: (i) de que todos os investidores agem de forma racional quando da tomada de decisões de investimento; e (ii) que as oportunidades de arbitragem, caso venham a ocorrer, devido à falta de habilidade de determinados investidores, seriam intensamente exploradas pelos investidores profissionais, de modo extremamente rápido, até que a

---

<sup>235</sup> Cf. STOUT, Lynn. *The mechanisms of market inefficiency: an introduction to the new finance*. University of California, Los Angeles School of Law. Research Paper n. 3-23, 2003, p. 8, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=470161>>. Acesso em: 05 set. 2012. Nesse sentido, referida autora afirma: “Markets are efficient in the fundamental value sense if stock prices respond to available information not only quickly but accurately, so that market prices mirror the best possible estimates, in light of all available information, of the actual economic values of securities in terms of their expected risks and returns” (STOUT, Lynn. Op. cit. p. 8).

<sup>236</sup> Cf. STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 9.

<sup>237</sup> Conforme será abordado no Capítulo 5.4.2, a não exigência da divulgação de determinadas informações essenciais à avaliação econômica dos valores mobiliários ofertados e negociados publicamente explica, parcialmente, essa diferença entre o preço de mercado e o valor intrínseco dos mesmos, sendo apontada como um dos motivos que mitigam a funcionalidade do regime de *disclosure* com relação à tomada de decisão dos investidores e a precificação dos valores mobiliários.

discrepância entre o valor de mercado e o valor intrínseco dos valores mobiliários fosse eliminada.<sup>238</sup>

A principal consequência, portanto, seria a já mencionada impossibilidade de obterem-se ganhos efetivos adquirindo valores mobiliários subavaliados, ou seja, cujo valor intrínseco seria superior ao valor de mercado; ou alienando antecipadamente aqueles que, por algum motivo, encontram-se superavaliados em um dado momento.

Diante da constatação de que essa situação não reflete o funcionamento real do mercado de valores mobiliários, onde, de fato, existe uma discrepância (às vezes bastante significativa) entre a cotação dos valores mobiliários e seu valor intrínseco,<sup>239</sup> chega-se às seguintes possíveis conclusões:

(i) o mercado de valores mobiliários não é dotado da eficiência informacional nos moldes propagados pela hipótese dos mercados eficientes, de modo que a premissa de que o preço dos valores mobiliários refletiria completamente as informações disponíveis acerca de seu emissor seria falaciosa; e/ou

(ii) o regime de divulgação obrigatória de informações não exige determinadas informações que seriam essenciais para a correta avaliação dos valores mobiliários negociados em mercado.

Conforme veremos adiante, as duas conclusões são válidas e flexibilizam aquela que é reputada como a maior função do regime de *disclosure*, possuindo impactos significativos na forma como ele é tradicionalmente estruturado.

### 3.2.1 *Relativização da eficiência informacional do mercado de valores mobiliários*

Ao analisar a relação existente entre informação e preço dos valores mobiliários, à luz dos pressupostos da hipótese dos mercados eficientes, R. Gilson e R. Kraakman constataram que a tão aclamada eficiência informacional do mercado de valores é influenciada por diferentes mecanismos de mercado que operam em diferentes espécies de informação.<sup>240</sup> Referidos autores alertam para a necessidade de se estabelecer um conceito relativo de eficiência, capaz de diferenciar e classificar diferentes dinâmicas de mercado de acordo com sua aproximação ao ideal propagado pela hipótese dos mercados eficientes, de

---

<sup>238</sup> Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 207.

<sup>239</sup> Que é deflagrada, muitas vezes, quando a legislação ou a regulação exige a elaboração de uma avaliação que reflita o “valor justo” ou o valor econômico do emissor.

<sup>240</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 557.

que os preços dos valores mobiliários refletem completa e automaticamente toda a informação disponível a seu respeito.<sup>241</sup>

Existiriam, assim, segundo R. Gilson e R. Kraakman, aspectos operacionais do mercado de valores mobiliários que, em determinadas situações, influenciam a velocidade com a qual as informações são efetivamente incorporadas aos preços dos valores mobiliários negociados.

Referidos autores assumem que a real disponibilidade da informação dependerá de sua distribuição entre os investidores em um determinado mercado de valores mobiliários, de modo que diferentes quantidades de informações serão consideradas mais ou menos disponíveis de acordo com a quantidade de investidores que as conhecem.<sup>242</sup>

Dessa forma, a veracidade da afirmação de que os preços dos valores mobiliários sempre refletirão todas as informações disponíveis dependerá, em grande parte, do fato de cada determinado conjunto de informações atingir um nível de distribuição que permita a ocorrência desse fenômeno.<sup>243</sup> Ou seja, uma resposta eficiente do mercado de valores mobiliários com relação a um determinado conjunto de informações não significará necessariamente que o mesmo ocorrerá com um conjunto diferente de informações, pois isso dependerá significativamente da natureza da informação e de sua distribuição inicial entre os investidores.<sup>244</sup>

Assim, R. Gilson e R. Kraakman afirmam que a definição operacional da aclamada eficiência informacional do mercado de valores mobiliários deve estar restrita à velocidade com que referidos mercados reagem a novas informações, de modo que o mercado será mais ou menos eficiente justamente em função da velocidade com que ocorre a incorporação das informações disponíveis aos preços dos valores mobiliários.

Conseqüentemente, os referidos autores propõem uma noção de eficiência relativa do mercado de valores mobiliários, que constitui uma medida dessa velocidade com que novas informações são incorporadas às cotações, o que, por sua vez, determina as efetivas oportunidades de ganhos a partir de negociações com base em informações já divulgadas, mas que ainda não foram efetivamente incorporadas aos preços.<sup>245</sup>

---

<sup>241</sup> Ibidem.

<sup>242</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 558.

<sup>243</sup> Ibidem. A esse respeito, referidos autores afirmam: “*We need a concept of "relative efficiency" that distinguishes among and ranks the different market dynamics according to how closely they approximate the ideal of ensuring that prices always fully reflect all available information*” (GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 558).

<sup>244</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 559.

<sup>245</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 560.

A distribuição inicial da informação entre os investidores, que segundo R. Gilson e R. Kraakman seria um dos elementos determinantes da velocidade com que ela é incorporada aos preços dos valores mobiliários, dependeria, em grande parte, dos custos associados à sua aquisição, processamento e verificação,<sup>246</sup> tanto para os seus produtores (emissores de valores mobiliários) quanto para os seus destinatários (os investidores e analistas profissionais de investimento).

Quanto menores esses custos, mais ampla será a distribuição inicial da informação, mais rápida será sua incorporação aos preços dos valores mobiliários e, conseqüentemente, mais eficiente será o mercado com relação a essa informação.<sup>247</sup>

Os custos de aquisição da informação possuem características diferentes para aquele que a origina e para aquele que a recebe. Com relação ao primeiro, esses custos estão associados à própria produção da informação, enquanto, com relação ao segundo, estão associados aos custos necessários para garantir o acesso à informação<sup>248</sup> (substancialmente reduzido, portanto, quando as informações são divulgadas obrigatoriamente por força do regime de *disclosure*).

Os custos de processamento da informação, por sua vez, estão associados ao investimento em capital humano, quer seja para seu originador ou para seu receptor, uma vez que em que a avaliação da informação exige várias habilidades analíticas que dependem essencialmente em *expertise* funcional daqueles que exercem essa atividade.<sup>249</sup>

Os custos de verificação da informação, por fim, estão associados à tarefa de determinar a qualidade e a precisão da informação adquirida. Como ocorre com os custos de aquisição da informação, os gastos envidados em sua verificação diferem, em se tratando daquele que a origina ou daquele que a recebe. Para o primeiro, os custos de verificação estão associados a investimentos para que seja possível determinar a precisão de uma informação específica, antes de divulgá-la. Para o segundo, os custos de verificação são similares, mas para determinar a veracidade da informação divulgada, considerando-se que esse pode possuir incentivos para agir de modo oportunista e emitir opiniões inverídicas sobre a precisão e valor da informação.

Nessa hipótese, os custos podem estar associados à necessidade de realizar investigações autônomas sobre a informação recebida, ou outras técnicas de verificação

---

<sup>246</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 593.

<sup>247</sup> Ibidem.

<sup>248</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 594.

<sup>249</sup> Ibidem. Conforme será analisado adiante, o processamento das informações está também sujeito a limitações cognitivas daqueles que as analisam.

(como, por exemplo, o uso de terceiros com *expertise* funcional adequada, que tem por função realizar essa verificação – como é o caso dos chamados *gatekeepers*).<sup>250</sup>

Levando-se em conta o impacto desses custos à distribuição inicial da informação, sua redução incrementará a eficiência informacional do mercado de valores mobiliários,<sup>251</sup> ou seja, a velocidade com que determinada informação é incorporada ao preço de um valor mobiliário.

Como consequência das considerações acima, pode-se concluir, ainda, que a natureza da informação é um dos elementos fundamentais para compreender como se dá sua incorporação ao preço de determinado valor mobiliário, pois será determinante na definição dos referidos custos. Quanto mais complexa a informação, maiores serão esses custos, principalmente os associados a seu processamento e verificação.

O preço de um ativo de capital, como, por exemplo, ações de uma companhia, é, grosso modo, definido a partir de uma estimativa sobre os ganhos futuros que podem derivar de sua titularidade.<sup>252</sup> Essa estimativa é fundamentada em fatos passados (como, por exemplo, os lucros de uma companhia nos últimos anos) e em projeções sobre o futuro (por exemplo, elementos que podem afetar o fluxo de caixa da companhia no futuro), de modo que sua elaboração compreende, portanto, duas etapas, quais sejam: (i) a aquisição de fatos e a elaboração projeções;<sup>253</sup> e (ii) sua aplicação na precificação de um determinado ativo.<sup>254</sup>

Assim, conforme asseverado por R. Gilson e R. Kraakman, a aquisição de nova informação por determinado investidor, além de aumentar a quantidade total de informações existentes sobre um valor mobiliário, pode também alterar as informações já detidas pelo referido investidor, na medida em que altera o cenário em que realizou-se sua estimativa sobre os ganhos futuros advindos de sua titularidade.<sup>255</sup> Ou seja, a aquisição de uma informação histórica relevante pode afetar a estimativa de preço de um determinado

<sup>250</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 594-595. J. Coffee define a expressão *gatekeeper* da seguinte forma: “*gatekeeper is an agent who acts as a reputational intermediary to assure investors as to the quality of the ‘signal’ sent by the corporate issuer. The reputational intermediary does so by lending or ‘pledging’ its reputational capital to the corporation, thus enabling investors or the market to rely on the corporation’s own disclosures or assurances where they otherwise might not. The gatekeeper has such reputational capital because it is a repeat player who has served many clients over many years*” (COFFEE JR, John. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. New York: Oxford University Press, 2006, p. 2)

<sup>251</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 594-597.

<sup>252</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 561.

<sup>253</sup> Algumas projeções podem, também, ser objeto de divulgação pelos próprios emissores. A problemática que envolve esse tipo de divulgação, que tradicionalmente é voluntária, será abordada no Capítulo 5.4.2.

<sup>254</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 561.

<sup>255</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 562.

valor mobiliário de modo direto, por seu efeito próprio, ou indireto, alterando o panorama informacional com base na qual várias das projeções voltadas ao futuro estão baseadas.<sup>256</sup>

A complexidade que envolve esse tipo de processo, que nem sempre será instantâneo, influenciará a velocidade com que determinada informação será incorporada ao preço de determinado valor mobiliário.

Além desse impacto na velocidade com que as informações são incorporadas aos preços dos valores mobiliários (ou seja, na eficiência informacional do mercado) a importância dessas estimativas no processo de precificação desses ativos pode também, sob outra perspectiva, contribuir para a explicação do natural distanciamento entre o preço de mercado e o valor intrínseco dos valores mobiliários negociados, por justificativa outra que não a simples constatação de que o regime de *disclosure* não exige a divulgação de determinadas informações essenciais à avaliação dos fundamentos econômicos dos emissores de valores mobiliários.

A conclusão de que, em um mercado que funcione de acordo com os pressupostos da hipótese dos mercados eficientes, a eficiência informacional levaria a que os preços dos valores mobiliários refletissem seu valor intrínseco traz em seu bojo a premissa de que os investidores possuiriam expectativas homogêneas sobre os riscos e retornos associados a um valor mobiliário.<sup>257</sup>

---

<sup>256</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 562-563. Nesse sentido, referidos autores afirmam: “*In this sense, the structure of trading information is holistic and hierarchical rather than additive and democratic. New information may act either as an overlay to an entire range of previously acquired information, or as a fine-tuning and confirmation of an existing aspect of trader expectations*” (GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 563).

<sup>257</sup> O mais tradicional modelo de precificação de ativos de capital, denominado *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, não obstante sua complexidade matemática, é fundamentado na premissa de que as únicas projeções relevantes para a determinação do preço de um determinado valor mobiliário são aqueles concernentes ao risco sistêmico (ou não diversificável, ou seja, aquele que não pode ser mitigado pela diversificação do portfólio de valores mobiliários) e à expectativa de retornos, assumindo que os investidores devidamente informados teriam sempre projeções homogêneas a esse respeito (Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 563). A esse respeito, L. Stout afirma: “*The CAPM posits that investors value securities according to only two criteria: expected return, and expected nondiversifiable (or market) risk. Because investors are assumed to like returns but dislike risk, there is an inverse relationship between the two. This relationship is linear. As the market risk associated with a particular security increases, the expected return investors demand before they are willing to hold that security increases in direct proportion. When the CAPM is combined with the ECMH, the two theories produce a joint prediction that in an informationally efficient market, prices will also be fundamental value efficient. That is, securities with identical estimated levels of market risk will trade at prices that imply identical expected rates of return. (...) One of the most remarkable (yet remarkably unremarked-upon) characteristics of the classic CAPM is that the pioneering theorists who developed it began by expressly assuming that all investors share homogenous expectations regarding the likely future returns and risks associated with particular securities. In other words, they assumed that all investors agree. It should be apparent to anyone with experience in the business world or exposure to the business media that people do not, in fact, share identical views of the intrinsic economic worth of particular securities*” (STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 9-10).

Assumindo que investidores possuem estimativas idênticas sobre os riscos e retornos futuros que podem advir da titularidade de determinado valor mobiliário, teríamos por consequência lógica que o preço de equilíbrio desse ativo em um mercado informacionalmente eficiente refletiria a mais precisa e única estimativa possível a seu respeito.<sup>258</sup>

Contudo, essa premissa parece não resistir a uma simples análise acerca do funcionamento real do mercado de valores mobiliários, visto que, na prática, investidores possuem as mais diversas opiniões sobre os riscos e retornos associados a determinado valor mobiliário,<sup>259</sup> de modo que o preço de equilíbrio de dado valor mobiliário reflete, de fato, estimativas e projeções absolutamente diversas por parte dos investidores, que, conjuntamente, não refletirão necessariamente seu valor intrínseco, ainda que todas as informações necessárias à sua definição fossem obrigatoriamente divulgadas.

Ao assumirmos que os investidores possuem expectativas heterogêneas com relação aos riscos e retornos associados à titularidade de uma ação, por exemplo, temos como consequência, inclusive, que o preço desse pode ser alterado por várias razões absolutamente independentes de qualquer alteração no valor da companhia a ela subjacente, mas apenas a partir da alteração desse conjunto de expectativas heterogêneas,<sup>260</sup> ainda que todas fundamentadas em elementos racionais.<sup>261</sup>

---

<sup>258</sup> Cf. STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 11.

<sup>259</sup> Cf. STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 10.

<sup>260</sup> Cf. STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 15. Em sentido diverso, GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H afirmam que a coexistência de opiniões aleatórias e diversas acerca das estimativas de risco e retorno de um valor mobiliário que não correspondessem à realidade tenderiam a se anular mutuamente, de modo que o preço do mesmo refletiria o conjunto agregado de imativas e projeções que tenderia a ser, em qualquer cenário, mais preciso do que qualquer opinião individual de um determinado invidor e, nesse sentido, afirmam: *“If each trader's forecast about the likelihood of a future event is informed in part by secondary facts and evaluations to which only he has access, then an aggregation of all forecasts draws on an information pool much larger than that possessed by any individual trader. Although each trader's own forecasts are skewed by the unique constraints on his or her judgment, other traders will have offsetting constraints. As trading proceeds, the random biases of individual forecasts will cancel one another out, leaving price to reflect a single, b-informed aggregate forecast”* (GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 581). Rebatendo essa afirmativa, L STOUT afirma que não há motivos sólidos para presumir que um preço de mercado formado pela confluência de expectativas dos diversos investidores corresponde efetivamente à média das expectativas acerca dos riscos e retornos associados a um determinado valor mobiliário, nem tampouco que ainda que os preços refletissem essa média das expectativas, essa seria equivalente à melhor expectativa possível, na medida em que em um cenário de opiniões heterogêneas, existem grandes motivos para suspeitar que alguns tendem a ar mais corretos do que os demais. Nesse sentido, referida autora afirma que essa acepção: *“relies on the heuristic that in a world where actors make mistakes haphazardly, unwarranted bullishness and unwarranted bearishness tend to correct each other. Thus average opinion stands a better chance of being accurate than any single actor's opinion. This heuristic reflects time-honored tradition in economic thought. Nevertheless, there is reason to suspect that it cannot be applied to securities markets safely. (...) The concept of subjective disagreement invites us to consider whether, when investors disagree, there is reason to suspect that some are more likely to be right than others. As Gilson and Kraakman discuss, if individual traders' estimation errors are randomly distributed within a*

A importância da análise prospectiva (a partir de estimativas e projeções) na determinação do preço dos valores mobiliários, somada à constatação de que os investidores não compartilham expectativas homogêneas sobre ela, levam a uma outra conclusão importante que também justifica parcialmente o distanciamento entre os preços de mercado e o valor intrínseco de um determinado valor mobiliário: os retornos associados à titularidade de determinado valor mobiliário não estariam sujeitos apenas ao risco, mas também a uma parcela de incerteza,<sup>262</sup> na medida em que os investidores, em certo momento, podem não saber precisamente o cenário futuro de determinada companhia, nem mesmo a probabilidade de ocorrência de um entre vários cenários futuros possíveis; e quanto maior for essa parcela de incerteza, maior serão as possibilidades de opiniões diversas acerca das estimativas de riscos e retornos futuros relativos a um valor mobiliário,<sup>263</sup> e, conseqüentemente, maior poderá ser o distanciamento entre o preço de

*fixed range, the average of all investors' valuations is more likely to capture the economic reality of the firm than the valuation of any single investor plucked at random. But why pluck an investor at random? Some market participants can acquire, process, and verify available information about securities values more cheaply and easily than others can. Professional analysts, for example, likely make systematically superior estimates of value compared to most of the lay investors who also participate in the market. Of course, these individuals often have incentive to withhold or distort their views. Nevertheless, their unadulterated estimates of stock value likely come closer to the truth than the average investor's estimate does. In other words, average investor opinion indeed may be better than any random investor's opinion is likely to be. But it is not as good as the most-informed opinion. By the same token, even if market price were set by the average opinion of a particular security's value (a questionable assumption when bias exists), that average opinion would not necessarily mirror the best possible estimate of value in light of all available information"* (STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 19-20).

<sup>261</sup> Conforme veremos adiante, as irracionaisidades que acometem os investidores no âmbito do mercado de valores mobiliários também explicam algumas oscilações de preço desassociadas de quaisquer fundamentos econômicos.

<sup>262</sup> Grosso modo, a distinção entre risco e incerteza se dá em função da possibilidade de aferir, mensurar ou quantificar a probabilidade de um determinado evento futuro. A esse respeito, F. Knight afirmou: *"To preserve the distinction which has been drawn in the last chapter between the measurable uncertainty and an unmeasurable one we may use the term "risk" to designate the former and the term "uncertainty" for the latter. The word "risk" is ordinarily used in a loose way to refer to any sort of uncertainty viewed from the standpoint of the unfavorable contingency, and the term "uncertainty" similarly with reference to the favorable outcome; we speak of the "risk" of a loss, the "uncertainty" of a gain. But if our reasoning so far is at all correct, there is a fatal ambiguity in these terms, which must be gotten rid of, and the use of the term 'risk' in connection with the measurable uncertainties or probabilities of insurance gives some justification for specializing the terms as just indicated. (...) The practical difference between the two categories, risk and uncertainty, is that in the former the distribution of the outcome in a group of instances is known (either through calculation a priori or from statistics of past experience), while in the case of uncertainty this is not true, the reason being in general that it is impossible to form a group of instances, because the situation dealt with is in a high degree unique. The best example of uncertainty is in connection with the exercise of judgment or the formation of those opinions as to the future course of events, which opinions (and not scientific knowledge) actually guide most of our conduct"* (KNIGHT, Frank H. *Risk, Uncertainty and Profit*. Indianapolis: Liberty Found, Kindle Edition, 1921, pos. 2920-2928).

<sup>263</sup> Cf. STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 16. A esse respeito, R. Gilson e R. Kraakman afirmam: *"Our description of the concept of information thus ends with a focus on its role in dissipating uncertainty about the future and by emphasizing three types of informational activity that a trader may undertake to reduce uncertainty: efforts to acquire additional information, efforts to refine forecasts and deepen the predictive*

mercado e seu valor intrínseco.

A constatação de que a eficiência informacional não leva necessariamente à eficiência “fundamentalista” de um valor mobiliário não é suficiente para desqualificar as premissas da hipótese dos mercados eficientes. Isso porque, conforme já dito, essa se refere exclusivamente à velocidade com a qual as informações acerca de determinado valor mobiliário são incorporadas a seu preço.

Contudo, a partir do acima exposto, verifica-se que diversos mecanismos operacionais do mercado de valores mobiliários são capazes de flexibilizar tanto a noção de eficiência “fundamentalista” (capacidade dos preços refletirem o valor intrínseco dos valores mobiliários negociados), ainda que todas as informações necessárias à avaliação dos fundamentos econômicos dos valores mobiliários fossem efetivamente divulgadas, quanto a aclamada eficiência informacional (associada à velocidade com que as informações disponíveis são efetivamente incorporadas aos preços dos valores mobiliários).

Esses mecanismos permitem efetivamente que determinado investidor obtenha ganhos negociando no mercado de valores mobiliários com base em informações publicamente disponíveis, mas que, entretanto, ainda não foram completamente incorporadas ao preço de determinado ativo, em função de sua complexidade, da subjetividade associadas às estimativas a elas relacionadas, bem como dos custos associados a sua aquisição, processamento e verificação.<sup>264</sup>

---

*value of information already in hand, and efforts to determine the accuracy of information already in hand” (GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 564-565).*

<sup>264</sup> Nesse sentido, L. Stout afirma: “*Even when a particular piece of data is technically in the public domain, in many cases it is likely to be obtained and analyzed only by a small subset of all investors. Thus the fact that information may be “public” does not necessarily imply that all investors are actually aware of it. (...) Merger announcements and public reports of stock splits are both widely disseminated and relatively easy to understand. What happens when new information becomes available, but investors must invest substantial time, trouble, or money to get it? What happens when the information is technical and difficult to understand? Do prices still change within hours or minutes? Recent studies suggest that the answer to this last question may be “no”. Many types of information highly relevant to assessing the economic health of firms appear to be incorporated into stock prices far more slowly and incompletely than the conventional view of market efficiency would suggest. Sometimes, it seems, the market’s machinery can be rather creaky and cranky*” (STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 23-24). A esse respeito, também G. La Blanc e J. Rachlinski afirmam: “*The joke is that an adherent of the EMH who encounters a \$20 bills on the sidewalk should let it be—if it were really a \$20 bill, else someone else would have already picked it up. And yet we observe enormous sums being spent on research and analysis as part of an effort to beat the market*” (LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. In: *Prase of investors irrationality*. In: PARISI, Francesco; SMITH, Vernon (Org.). *The law and economics of irrational behavior*. Stanford: Stanford University Press, 2005, p. 551).

### 3.2.2 *A racionalidade limitada do investidor*

#### 3.2.2.1 A “satisfação” do processo decisório: H. Simon e a racionalidade limitada

A partir do exposto anteriormente, ficou evidente que o real funcionamento do mercado de valores mobiliários distancia-se, em grande medida, do modelo proposto pela hipótese dos mercados eficientes, em decorrência de elementos operacionais a ele intrínsecos.

No entanto, as críticas apresentadas identificaram alguns motivos pelos quais os preços dos valores mobiliários podem não refletir seu valor intrínseco e as informações disponíveis acerca de determinado valor mobiliário podem não ser instantaneamente incorporadas a seu preço, assumindo, entretanto, que os investidores do mercado de valores mobiliários sempre tomariam decisões racionais de investimento, de modo que as distorções nos preços dos valores mobiliários justificar-se-iam por motivos outros que não o comportamento dos investidores.

Ocorre que a ideia de que os investidores agem sempre imbuídos de plena racionalidade econômica também parece não corresponder a seu comportamento real no mercado de valores mobiliários, que muitas vezes afasta-se daquele esperado pela já comentada teoria da escolha racional, que, entretanto, influencia de modo determinante a forma como o regime de *disclosure* é estruturado.

Sob a perspectiva da teoria da escolha racional, o investidor devidamente informado buscaria, em qualquer hipótese, maximizar sua utilidade no âmbito do mercado de valores mobiliários a partir da utilização de todo seu conhecimento, sopesando custos e benefícios e tomando, assim, decisões de investimento informadas no sentido de incrementar seu bem-estar (maximizando ganhos e mitigando perdas).

Porém, a teoria econômica moderna vem, de longa data, reconhecendo que o comportamento humano pode e, em grande parte das vezes, costuma se distanciar desse padrão comportamental que fundamenta a teoria da escolha racional, estruturado essencialmente na aceção de que os indivíduos agiriam de modo autointeressado,<sup>265</sup>

---

<sup>265</sup> A teoria da escolha racional traz, em sua gênese, um dos pilares do pensamento econômico clássico, qual seja, a aceção de que os seres humanos tendem a agir sempre de modo autointeressado, conforme abordado no Capítulo I. Entretanto, o próprio A. Smith, precursor da econômica clássica, teria, ao longo de sua obra, reconhecido que existem vários elementos que podem desviar os indivíduos desse comportamento autointeressado, conforme apontado por F. Parisi e V. Smith: “*although proponents of rational choice are quick to remember notions of empirical economics that have sprung forth from Smith’s Wealth of Nations, it is often forgotten that Smith’s work was predicted on a philosophy that justice and other moral virtues limit the pursuit of self-interest (Kilcullen 1996<sup>a</sup>). In his other great work, The Theory of Moral Sentiments, Smith provides an analysis of various feelings and psychological dispositions relating to morality and invites the*

buscando, em qualquer cenário, maximizar seu bem-estar diante da escassez de recursos de que dispõe, realizando, diante de uma determinada gama de alternativas, escolhas tidas como consistentes a partir do adequado e racional processamento de todas as informações obtidas e que são relevantes para a tomada da referida decisão.

Todavia, ao longo do século XX, diversas objeções passaram a ser feitas com relação aos sustentáculos da teoria da escolha racional, alegando, principalmente, que as ações humanas são influenciadas por diversos outros elementos até então ignorados pela teoria econômica, tais como preferências pessoais, aspectos éticos e morais,<sup>266</sup> conhecimentos, habilidades, limitações cognitivas e diversos elementos psicológicos.<sup>267</sup>

A ideia de que o comportamento real dos indivíduos distanciava-se da racionalidade propagada pelos pressupostos teóricos da escolha racional já estava presente na obra de J. Keynes, segundo o qual o comportamento humano e a maioria das decisões tomadas pelos indivíduos seriam guiados predominantemente por emoções decorrentes de um espírito “animalesco” inerente aos seres humanos, e não necessariamente a partir de um preciso sopesamento de benefícios envolvidos nas decisões e probabilidades de sua ocorrência.<sup>268</sup>

*reader to test his ideas against their own experience of these feelings (Kilcullen 1996b)” (PARISI, Francesco; SMITH, Vernon. Introduction. In: PARISI, Francesco; SMITH, Vernon. Op. cit. p. 1). Nesse sentido, A. SEN, notadamente um dos percussores na consideração sobre as influências de aspectos morais e éticos nas decisões econômicas, também afirma: “A interpretação errada da atitude complexa de Smith para com a motivação e os mercados, bem como a negligência em relação à sua análise ética dos sentimentos e do comportamento ajusta-se bem ao afastamento da economia moderna. De facto, Smith fez contributos pioneiros ao analisar a natureza das transações mutuamente vantajosas e o valor da divisão do trabalho, e como estes contributos são perfeitamente consistentes com o comportamento humano sem bonomia nem ética, as referências a estas partes da obra de Smith têm sido profusas e exuberantes. Outras partes dos escritos de Smith sobre a economia e a sociedade – relacionadas com observações sobre a miséria, a necessidade de simpatia e o papel das considerações éticas no comportamento humano, particularmente o uso de normas de comportamento – foram sendo relativamente ignoradas, ao mesmo tempo que essas considerações caíram em desuso na economia. O apoio que os crentes e defensores do comportamento interessado procuram em Adam Smith é, na verdade, difícil de encontrar numa leitura mais abrangente e menos tendenciosa da obra de Smith. Efetivamente, o professor de filosofia moral e economista pioneiro não teve uma vida de esquizofrenia espetacular. De facto, é precisamente o estreitamento da larga perspectiva smithiana dos seres humanos, na economia moderna, que pode ser vista como uma das principais deficiências da teoria económica contemporânea.” (SEN, Amartya. *Sobre ética e economia*. Tradução por Pedro Elói Duarte. Coimbra: Almedina, 2012, p. 44).*

<sup>266</sup> Sobre os efeitos de aspectos éticos no comportamento humano, a partir das noções como simpatia e comprometimento, ver SEN, Amartya. *Rational fools: a critique of the behavioral foundations of economic theory. Philosophy & Public Affairs*, Princeton: Princeton University Press, v. 6, p. 317-344, 1977.

<sup>267</sup> Cf. PARISI, Francesco; SMITH, Vernon. Op. cit. p. 1-2.

<sup>268</sup> Segundo J. Keynes, “[e]ven apart from the instability due to speculation, there is the instability due to the characteristic of human nature that a large proportion of our positive activities depend on spontaneous optimism rather than on a mathematical expectation, whether moral or hedonistic or economic. Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as a result of animal spirits—of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by

Contudo, foi a partir do seminal trabalho de H. Simon que as insuficiências dos pressupostos da teoria da escolha racional enquanto reflexo do comportamento real dos indivíduos foi estudado de modo mais profundo e sistematizado sob a perspectiva das limitações que acometem os processos decisórios dos seres humanos.

Em síntese, referido autor foi pioneiro no apontamento das limitações cognitivas que assolam os indivíduos no tocante ao armazenamento, processamento e interpretação das informações, e que afetariam de modo significativo o seu processo de tomada de decisão, distanciando-o, em grande medida, dos pressupostos propagados pela teoria da escolha racional.<sup>269</sup>

Assim, segundo H. Simon, a teoria da escolha racional seria útil apenas na tentativa de identificar os comportamentos esperados dos indivíduos, que, entretanto, recorrentemente afastavam-se de seus comportamentos reais.<sup>270</sup>

O ponto central de questionamento de H. Simon com relação à teoria da escolha racional reside na premissa de que os indivíduos estariam sempre dispostos a maximizar seu bem-estar.

Conforme o referido autor, essa afirmativa não se coaduna com o comportamento humano realmente observando, na medida em que os indivíduos, em diversas situações, contentar-se-iam em atingir determinado retorno considerado satisfatório, dentro de um nível de aspirações preestabelecidas (que inclusive pode ser alterado de acordo com as experiências vivenciadas pelos indivíduos)<sup>271</sup> e considerando todas as limitações existentes

*quantitative probabilities. Enterprise only pretends to itself to be mainly actuated by the statements in its own prospectus, however candid and sincere. Only a little more than an expedition to the South Pole, is it based on an exact calculation of benefits to come. Thus if the animal spirits are dimmed and the spontaneous optimism falters, leaving us to depend on nothing but a mathematical expectation, enterprise will fade and die;—though fears of loss may have a basis no more reasonable than hopes of profit had before” (KEYNES, Jonh Maynard. Op. cit. p. 103).*

<sup>269</sup> Cf. SIMON, Herbert. Theories of decision-making in economics and behavioral science. *The American Economic Review*, Pittsburgh: American Economic Association, v. 49, n. 3, p. 259, 1959.

<sup>270</sup> A esse respeito, H Simon afirma: “*The normative microeconomist "obviously" doesn't need a theory of human behavior: he wants to know how people ought to behave, not how they do behave. On the other hand, the macroeconomist's lack of concern with individual behavior stems from different considerations. First, he assumes that the economic actor is rational, and hence he makes strong predictions about human behavior without performing the hard work of observing people. Second, he often assumes competition, which carries with it the implication that only the rational survive. Thus, the classical economic theory of markets with perfect competition and rational agents is deductive theory that requires almost no contact with empirical data once its assumptions are accepted*” (SIMON, Herbert (1959). Op. cit. p. 259).

<sup>271</sup> A respeito da alteração desse nível de aspiração, H Simon afirma: “*Models of satisficing behavior are richer than models of maximizing behavior, because they treat not only of equilibrium but of the method of reaching it as well. Psychological studies of the formation and change of aspiration levels support propositions of the following kinds: 8 (a) When performance falls short of the level of aspiration, search behavior (particularly search for new alternatives of action) is induced. (b) At the same time, the level of aspiration begins to adjust itself downward until goals reach levels that are practically attainable. (c) If the*

para a obtenção do melhor resultado possível, efetivamente maximizador de seu bem-estar sob a perspectiva da teoria da escolha racional.<sup>272</sup> Em outras palavras, os indivíduos, na esfera de suas tomadas de decisão, buscam apenas “satisfazer-se”, e não maximizar em absoluto seu bem-estar.

Para melhor compreender essa proposição, é importante reconhecer que a teoria da escolha racional, ao assumir que os indivíduos sempre tomarão decisões aptas a maximizar seu bem-estar, assume, ainda que implicitamente, que diante de um cenário decisório, eles sempre estarão cientes de todas as alternativas possíveis. Contudo, verifica-se que nem sempre os indivíduos conhecem plenamente as alternativas disponíveis.

Um dos motivos decorre da já mencionada constatação de G. Stigler, segundo o qual a efetiva procura pela informação será proporcional ao benefício marginal que sua titularidade vai oferecer àquele que a procura.<sup>273</sup>

Considerando que conhecer todas as alternativas possíveis no âmbito de uma tomada de decisão pressupõe dispor de todas as informações necessárias para tanto, determinado indivíduo estaria disposto a se informar suficientemente de modo a conhecer todas as alternativas possíveis diante de um cenário decisório (e, então, tomar a decisão capaz de maximizar seu bem-estar) apenas quando o custo da procura pela informação fosse menor do que os benefícios oriundos de sua titularidade.

Entretanto, para H. Simon, a teoria da procura por informação proposta por G. Stigler<sup>274</sup> ainda era fundamentada na ideia de maximização da utilidade (balanceamento entre o custo pela busca por informação e seu retorno marginal); e essa concepção, de acordo com H. Simon, pressupõe que o indivíduo fosse capaz de estimar precisamente os custos e retornos marginais associados a essa busca pela informação em uma situação em que a tomada de decisão já era, por si só, bastante complexa.<sup>275</sup> Alternativamente, H. SIMON considera que o indivíduo naturalmente estabeleceria alguma aspiração com relação ao grau de satisfação a ser atingindo a partir das alternativas e, uma vez

*two mechanisms just listed operate too slowly to adapt aspirations to performance, emotional behavior - apathy or aggression, for example - will replace rational adaptive behavior. (...) When none of the available alternatives satisfies current aspirations, the theory predicts qualitatively different behavior: in the short run, search behavior and the revision of targets; in the longer run, what we have called above emotional psychologist would be inclined to call neurosis” (SIMON, Herbert. Op. cit. p. 263-264).*

<sup>272</sup> Cf. SIMON, Herbert. Op. cit. p. 262-263.

<sup>273</sup> A esse respeito, H. Simon afirma: “*Information, says price theory, should be gathered up to the point where the incremental cost of additional information is equal to the incremental profit that can be earned by having it*” (SIMON, Herbert (1959). Op. cit. p. 269-270).

<sup>274</sup> Conforme apresentado no Capítulo 2.2.2.

<sup>275</sup> Cf. SIMON, Herbert. Rational decision-making in business organizations, *The American Economic Review*, Pittsburgh: American Economic Association, v. 69, n. 4, p. 503, 1979.

identificada essa alternativa, ele encerraria a busca por informação e a escolha.<sup>276</sup>

É evidente, também, que a dificuldade de identificar todas as alternativas disponíveis diante de um determinado processo decisório está associada, além dos custos relativos à procura das informações necessárias, às limitações cognitivas dos indivíduos, relacionadas ao armazenamento, processamento e interpretação das informações.

Posto que a limitação da capacidade cognitiva impede que cada indivíduo processe todas as informações disponibilizadas em dada circunstância, bem como avalie de modo pleno se a decisão tomada com base nelas é correta, os indivíduos deverão decidir quanto tempo e esforço cognitivo será despendido a cada vez que uma decisão precisa ser tomada.

Esse é um dos principais pressupostos com base no qual H. Simon defende que os indivíduos apenas “satisfazem” seu processo decisório, especialmente quando se deparam com escolhas complexas. Uma vez que as limitações cognitivas são importantes impeditivos à completa otimização de escolhas, ocorre que, em face de determinada decisão, os indivíduos escolherão um “nível de aspiração” (que constitui um resultado satisfatório), e guiarão seus esforços para atingi-lo, mesmo que uma decisão melhor pudesse, teoricamente, ser tomada mediante o empenho de maiores esforços cognitivos. Trata-se, portanto, de um verdadeiro *trade off* entre otimizar o resultado e simplificar o processo decisório.<sup>277</sup>

É evidente que a tomada de decisão dos investidores no mercado de valores mobiliários não está isenta do fenômeno apontado por H. Simon. Diante da complexa atividade de adquirir, analisar e processar todas as informações disponíveis acerca de um valor mobiliário e de todo o esforço cognitivo necessário para levar a cabo tal processo de modo a aferir os fundamentos econômicos a ele concernentes e ainda vislumbrar todas as alternativas disponíveis, para, a partir daí, tomar uma decisão maximizadora, é possível supor que os investidores optarão por “satisfazer” seu processo decisório.

A consequência natural da aplicação da ideia de racionalidade limitada ao mercado de valores mobiliários seria, portanto, que as decisões de investimento não refletiriam, em muitos casos, uma análise racional e precisa acerca dos fundamentos econômicos a partir do conjunto informacional disponível, fazendo com que os respectivos preços não reflitam

---

<sup>276</sup> Ibidem.

<sup>277</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 16-17. Essa ideia pode ser depreendida a partir dos seguintes trabalhos do referido autor: SIMON, Herbert. A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford: Oxford University Press, v. 69, n. 1, p. 99-118.; SI 955; MON, Herbert. Op. cit.; e SIMON, Herbert Op. cit.

adequada e automaticamente as informações disponíveis.<sup>278</sup>

Essa constatação também contribui para relativizar de modo significativo a hipótese dos mercados eficientes enquanto teoria explicativa do real funcionamento do mercado de valores mobiliários, quer seja no tocante à velocidade com que determinada informação é incorporada a um valor mobiliário específico, quer seja no tocante à já questionada capacidade da eficiência informacional levar, necessariamente, à adequada precificação de um valor mobiliário sob a perspectiva de seu valor intrínseco.

Os questionamentos de H. Simon à teoria da escolha racional impactou na criação de uma importante corrente teórica denominada economia comportamental (*behavioral economics*), que buscou analisar as decisões econômicas assumindo que os indivíduos são substancialmente afetados por emoções, erros, limitações cognitivas e vieses quando da tomada dessas decisões, em uma abordagem multidisciplinar envolvendo psicologia e economia.

O grande desafio que advém a partir da recepção dessa teoria, principalmente no âmbito do mercado de valores mobiliários, é justamente identificar como essas influências impactam os processos decisórios dos indivíduos, bem como estabelecer se existem padrões de desvios racionais que levam os indivíduos a realizar escolhas inadequadas de modo sistemático,<sup>279</sup> para que seja possível contemplar alternativas regulatórias capazes de tutelar essa situação, ou, se, em contrapartida, é conveniente que as políticas regulatórias continuem a se espelhar na teoria da escolha racional, que, enquanto modelo teórico, ajuda a aferir os comportamentos esperados dos indivíduos, os quais, entretanto, podem não corresponder às suas ações práticas em mercado.<sup>280</sup>

### 3.2.2.2 Limitações cognitivas e processos heurísticos de decisão no âmbito do mercado de valores mobiliários

Essas ideias foram maciçamente aplicadas à análise do comportamento dos investidores no mercado de valores mobiliários, buscando justificar diversos movimentos irracionais na precificação dos ativos negociados, de modo a atestar o afastamento do

---

<sup>278</sup> Conforme será detalhado no Capítulo 5.4.2, existem, inclusive, diversos tipos de investidores que se limitam a operar em mercado apenas com base em informações relacionadas às variações das cotações (a chamada análise grafista) sem qualquer consideração aos fundamentos econômicos dos valores mobiliários.

<sup>279</sup> Cf. STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 31.

<sup>280</sup> Sobre essa discussão, ver LANGEVOORT, Donald C. *Taming the animal spirits*, 2002, Disponível em: <<http://www.escholarship.org/uc/item/6th0728d>>. Acesso em: 05 out. 2012. e BAINBRIDGE, Stephen M. op. cit

funcionamento desse mercado do modelo propugnado pela hipótese dos mercados eficientes. Passemos a analisar algumas das considerações feitas a esse respeito.

Conforme apontado por A. Tversky e D. Kahneman, os indivíduos tendem a se apoiar em heurísticas quando da tomada de decisões, de modo a reduzir a árdua tarefa de identificar precisamente as probabilidades e consequências envolvidas,<sup>281</sup> e, a partir delas, tomar uma decisão genuinamente maximizadora de sua utilidade, como propugnado pela teoria da escolha racional.

Importante ressaltar que A. Tversky e D. Kahneman, assim como o fez H. Simon, não negam a utilidade da teoria da escolha racional como modelo normativo, ou seja, que busca apontar o comportamento esperado dos indivíduos, limitando-se a atacar sua utilidade como modelo descritivo da atuação humana diante dos processos decisórios, em razão de suas limitações cognitivas.<sup>282</sup>

As heurísticas referem-se ao processo cognitivo que efetivamente gera uma determinada decisão, constituindo capacidades cognitivas intuitivas, autoimpostas pelos indivíduos, e que de certa forma, limitam seu processo decisório,<sup>283</sup> podendo gerar enviesamentos que os afastam da melhor alternativa possível, sob uma perspectiva maximizadora da utilidade.

As heurísticas mais frequentemente observadas no processo de tomada de decisão são a representatividade, a disponibilidade, o ajustamento e a ancoragem.<sup>284</sup>

A representatividade ocorre quando determinada decisão ou julgamento é tomada a partir da similaridade que uma situação ou evento guarda com outras que integram o conhecimento prévio do indivíduo, representando, portanto, para ele, uma classe de

<sup>281</sup> Cf. TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science, New Series*, Washington: American Association for the Advancement of Science, v. 185, 1974, p. 1124. Nesse sentido, G. La Blanc e J. Rachlinski afirmam: “*Borrowing mostly from psychological research, these scholars argue that people rely on mental shortcuts, known as heuristics, to make choices. These heuristics serve us well in many circumstances, but can lead to systematic errors in judgment, or biases. If in all aspects of our lives, we make good choices, but are also prone to systematic mistakes in judgment, it is hard to believe that the same is not true of our investment decisions*” (LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Op. cit. p. 553).

<sup>282</sup> Cf. TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Rational choice and the framing of decisions. *The Journal of Business*, Chicago: University of Chicago Press, v. 59, p. 251-252, 1986.

<sup>283</sup> Cf. GIGERENZER, Gerald. Is Mind Irrational or Ecologically Rational?. In: PARISI, Francesco; SMITH, Vernon (Coord.). Op. cit. p. 41. Segundo o referido autor, “*heuristic refers to the cognitive process that generates a decision. A model of a heuristic describes the steps of this process. In the simplest case, these include a search rule (what information is searched for in what order, inside or outside of memory), a stopping rule (when search is stopped and further information ignored), a and a decision rule (how a decision is derived from the information found)*” (GIGERENZER, Gerald. Is mind irrational or ecologically rational?” In: PARISI, Francesco; SMITH, Vernon (Coord.). Op. cit. p. 41).

<sup>284</sup> Essas heurísticas foram pioneiramente apresentadas em TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel (1974). Op. cit.

situação ou eventos.<sup>285</sup>

A aplicação desse tipo de heurística pode levar a decisões equivocadas, considerando que:

(i) é insensível à real probabilidade constatável de determinado resultado a partir de fatos pretéritos, que é absolutamente negligenciada pelo indivíduo;<sup>286</sup>

(ii) é insensível ao tamanho do espaço amostral envolvido na aferição de determinada probabilidade;<sup>287</sup>

(iii) pode resultar em uma percepção equivocada das probabilidades reais, uma vez que os indivíduos tenderiam a acreditar que uma sequência de eventos gerados por um processo aleatório representará as principais características desse processo quando realizam uma análise prospectiva, mesmo que a sequência seja curta,<sup>288</sup>

---

<sup>285</sup> A. TVERSKY e D. KAHNEMAN explicam essa heurística da seguinte forma: “*Many of the probabilistic questions with which people are concerned belong to one of the following types: What is the probability that object A belongs to class B? What is the probability that event A originates from process B? What is the probability that process B will generate event A? In answering such question, people typically rely on the representativeness heuristic, in which probabilities are evaluated by the degree to which A is representative of B, that is, by the degree to which A resembles B. For example, when A is highly representative of B, the probability that A originates from B is judged to be high. On the other hand, if A is not similar to B, the probability that A originates from B is judged to be low*” (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel (1974). Op. cit. p. 1124).

<sup>286</sup> A. Tversky e D. Kahnemmn exemplificam essa situação da seguinte forma: “*This hypothesis was tested in an experiment where prior results were manipulated. Subjects were shown brief personality descriptions of several individuals, allegedly sampled at random from a group of 100 professionals – engineers and lawyers. The subjects were asked to assess, for each description, the probability that it belonged to an engineer rather than a lawyer. In one experimental condition, subjects were told that the group from which the descriptions had been drawn consisted of 70 engineers and 30 lawyers. In another condition, subjects were told that the group consisted of 30 engineers and 70 lawyers. The odds that any particular description belongs to an engineer rather than to a lawyer should be higher in the first condition where there is a majority of engineers, than in the second condition, where there is a majority of lawyers. Specifically, it can be shown by applying Bayes’ rule that the ration of these odds should be (.7/.3), or 5.44, for each description. In a sharp violation of Bayes’ rule, the subjects in the two conditions produced essentially the same probability judgments. Apparently, subjects evaluated the likelihood that a particular description belonged to an engineer rather than to a lawyer by the degree to which this description was representative of the two stereotypes, with little or no regard for the prior probabilities of the categories*” (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel (1974). Op. cit. p. 1124-1125).

<sup>287</sup> A. Tversky e D. Kahnemmn exemplificam essa situação da seguinte forma: “*Imagine an urn filled with balls, of which 2/3 are of one color and 1/3 are of another. One individual has drawn 5 balls from the urn, and found that 4 were red and 1 was white. Another individual has drawn 20 balls and found that 12 were red and 8 were white. Which of the two individuals should feel more confident that the urn contains 2/3 red balls and 1/3 white balls, rather than the opposite? What odds should each individual give? In this problem, the correct posterior odds are 8 to 1 for the 4:1 sample and 16 to 1 for the 12:8 sample. However, most people feel that the first sample provides much stronger evidence for the hypothesis that the urn is predominantly red, because proportion of red balls is larger in the first than in the second sample. Here again, intuitive judgments are dominated by the sample proportion and are essentially unaffected by the size of the sample, which plays a crucial role in the determination of the actual posterior odds. In addition, intuitive estimates of posterior odds are far less extreme than the correct values. The underestimation of the impact of evidence has been observed repeatedly in problems of this type. It has been labeled ‘conservatism’*” (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Op. cit. p. 1125).

<sup>288</sup> A. Tversky e D. Kahneman exemplificam essa situação da seguinte forma: “*In considering tosses of a*

(iv) é insensível à previsibilidade, pois, ao prever um resultado, os indivíduos tenderiam a conferir um valor superior a determinadas informações, que não se justificam diante de sua origem ou relevância;<sup>289</sup>

(v) estar sujeito à ilusão de validade, que consiste em uma injustificável sensação de confiança produzida quando ocorre um satisfatório encaixe entre o resultado previsto e as informações recebidas geradoras da representatividade<sup>290</sup> (que, por sua vez, pode gerar o malfadado excesso de confiança); e

(vi) poder resultar em percepções equivocadas sobre nexos causais entre fatos e eventos, a partir do estabelecimento de correlações de modo impreciso.<sup>291</sup>

*coin for heads or tails, for example, people regard the sequence H-T-H-T-T-H to be more likely than the sequence H-H-H-T-T-T, which does not appear random, and also more likely than the sequence H-H-H-H-T-H, which does not represent the fairness of the coin. Thus, people expect that the essential characteristics of the process will be represented, not only globally in the entire sequence, but also locally in each of its parts. A locally representative sequence, however, deviates systematically from chance expectation: it contains too many alternations and too few runs. Another consequence of the belief in local representativeness is the well known gambler's fallacy. After observing a long run of red on the roulette wheel, for example, most people erroneously believe that black is now due, presumably because the occurrence of black will result in a more representative sequence than the occurrence of an additional red. Chance is commonly viewed as a self-correcting process in which a deviation in one direction induces a deviation in the opposite direction to restore the equilibrium. In fact, deviations are not 'corrected' as a chance process unfolds, they are merely diluted" (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Op. cit. p. 1125).*

<sup>289</sup> A. TVERSKY e D. KAHNEMAN exemplificam essa situação da seguinte forma: *"For example, suppose one is given a description of a company and is asked to predict its future profits. If the description of the company is very favorable, a very high profit will appear most representative of that description; if the description is mediocre, a mediocre performance will appear most representative. The degree to which the description is favorable is unaffected by the reliability of that description or by the degree to which it permits accurate predication. Hence, if people predict solely in terms of the favorableness of the description, their predictions will be insensitive to the reliability of the evidence and to the expected accuracy of the prediction. This mode of judgment violates the normative statistical theory in which the extremeness and the range of predictions are controlled by considerations of predictability" (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Op. cit. p. 1126).*

<sup>290</sup> A. TVERSKY e D. KAHNEMAN exemplificam essa situação da seguinte forma: *"The internal consistency of a pattern of inputs is a major determinant of one's confidence in predictions based on these inputs. For example, people express more confidence in predicting the final grade-point average of a student whose first-year record consists entirely of B's than in predicting the grade-point average of a student whose first-year record includes many A's and C's. Highly consistent patterns are most often observed when the input variables are highly redundant or correlated. Hence, people tend to have great confidence in predictions based on redundant input variables. However, an elementary result in the statistics of correlation asserts that, given input variables of stated validity, a prediction based on several such inputs can achieve higher accuracy when they are independent of each other than when they are redundant or correlated. Thus, redundancy among inputs decreases accuracy even as it increases confidence, and people are often confident in predictions that are quite likely to be off the mark" (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Op. cit. p. 1126).*

<sup>291</sup> A. TVERSKY e D. KAHNEMAN exemplificam essa situação da seguinte forma: *"In a discussion of flight training, experienced instructors noted that praise for an exceptionally smooth landing is typically followed by a poorer landing on the next try, while harsh criticism after a rough landing is usually followed by an improvement on the next try. The instructors concluded that verbal rewards are detrimental to learning, while verbal punishments are beneficial, contrary to accepted psychological doctrine. This conclusion is unwarranted because of the presence of regression toward the mean. As in other cases of repeated examination, an improvement will usually follow a poor performance and a deterioration will usually follow an outstanding performance, even if the instructor does not respond to the trainee's*

A heurística da disponibilidade, por sua vez, verifica-se em situações em que um indivíduo avalia a probabilidade de ocorrência de dado evento a partir da facilidade com que experiências prévias de ocorrência desse evento estão disponíveis em sua mente.<sup>292</sup> Ou seja, os indivíduos, no processo de tomada de decisões, superestimam algumas evidências salientes, memoráveis e intensas (ou seja, disponíveis), ainda que tenham melhores fontes de informação.<sup>293</sup>

A aplicação da disponibilidade na tomada de decisões pode levar aos seguintes viesamentos (que, por sua vez, podem prejudicar sua precisão):

(i) sensação de que ao medir o tamanho de uma categoria de elementos, aquela que envolva elementos de mais fácil lembrança (por familiaridade, saliência etc.) parece maior do que uma de elementos de mais difícil lembrança, de modo que o julgamento sobre a probabilidade de ocorrência de determinado evento seja influenciada pela facilidade com que exemplos da mesma natureza venham à mente,<sup>294</sup>

(ii) tendência a cometer erros em decorrência da própria imaginação, quando os indivíduos não possuem, armazenados em sua memória, exemplos que facilitem a aferição de determinada probabilidade;<sup>295</sup>

*achievement on the first attempt. Because the instructors had praised their trainees after good landings and admonished them after poor ones, they reached the erroneous and potentially harmful conclusion that punishment is more effective than reward. Thus, the failure to understand the effect of regression leads one to overestimate the effectiveness of punishment and to underestimate the effectiveness of reward" (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Op. cit. p. 1127).*

<sup>292</sup> Cf. TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Op. cit. p. 1127. De acordo com A. TVERSKY e D. KAHNEMAN: "*Availability is a useful clue for assessing frequency and probability, because instances of large classes are usually recalled better and faster than instances of less frequent classes. However, availability is affected by factors other than frequency and probability. Consequentially, the reliance on availability leads to predictable biases" (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Op. cit. p. 1127).*

<sup>293</sup> Cf. RABIN, Matthew. Psychology and economics. *Journal of Economic Literature*, Pittsburgh: American Economic Association, v. 36, p 30, 1998.

<sup>294</sup> A. TVERSKY e D. KAHNEMAN exemplificam essa situação da seguinte forma: "*In an elementary demonstration of this effect, subjects heard a list of well-known personalities of both sexes and were subsequently asked to judge whether the list contained more names of men than of women. Different lists were presented to different groups of subjects. In some of the lists the men were relatively more famous than the women, and in others the women were relatively more famous than the men. In each of the lists, the subjects erroneously judged class (sex) that had the more famous personalities was the more numerous. In addition to familiarity, there are other factors, such as salience, which affect the retrievability of instances. For example, the impact of seeing a house burning on the subjective probability of such accidents is probably greater than the impact of reading about a fire in the local paper. Furthermore, recent occurrences are likely to be relatively more available than earlier occurrences: It is a common experience that the subjective probability of traffic accidents rises temporarily when one sees a car overturned by the side of the road" (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel (1974). Op. cit. p. 1127).*

<sup>295</sup> A. TVERSKY e D. KAHNEMAN exemplificam essa situação da seguinte forma: "*Sometimes one has to assess the frequency of a class whose instances are not stored in memory but can be generated according to a given rule. In such situations, one several instances typically generates and evaluates frequency or probability by the ease with which the relevant instances can be constructed. However, the ease of constructing instances does not always reflect their actual frequency, and this mode of evaluation is prone to*

(iii) tendência a estabelecer correlações completamente ilusórias de que determinados eventos ocorrerão sempre simultaneamente,<sup>296</sup> e

(iv) sujeição à facilidade com que determinado indivíduo consegue montar um conjunto de eventos para realizar certa busca, na tentativa de aferir a probabilidade ou não de sua ocorrência.<sup>297</sup>

O ajustamento e a ancoragem, por sua vez, ocorrem quando os indivíduos realizam estimativas iniciadas em um ponto de partida que foi intuitivamente ajustado para atingir a resposta final almejada, ou ainda quando esse ponto de partida foi estabelecido por meio de uma consideração incompleta dos fatos e eventos relevantes para a estimativa, ficando, portanto, ancorado a esse ajuste inicial quando da tomada de decisão.<sup>298</sup>

A aplicação do ajustamento e da ancoragem também leva, evidentemente, a enviesamentos na tomada de decisão, pois:

(i) o processo de ajustamento é insuficiente para a tomada de decisão, que é por ele contaminada,<sup>299</sup>

*biase*” (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel (1974). Op. cit. p. 1127).

<sup>296</sup> A. TVERSKY e D. KAHNEMAN exemplificam essa situação da seguinte forma: “*Availability provides a natural account for the illusory-correlation effect. The judgment of how frequently two events co-occur could be based on the strength of the associative bond between them. When the association is strong, one is likely to conclude that the events have been frequently paired. Consequently, strong associates will be judged to have occurred together frequently. According to this view, the illusory correlation between suspiciousness and peculiar drawing of the eyes, for example, is due to the fact that suspiciousness is more readily associated with the eyes than with any other part of the body*” (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel (1974). Op. cit. p. 1128).

<sup>297</sup> A. TVERSKY e D. KAHNEMAN exemplificam essa situação da seguinte forma: “*Different tasks elicit different search sets. For example, suppose you are asked to rate the frequency with which abstract words (thought, love) and concrete words (door, water) appear in written English. A natural way to answer this question is to search for contexts in which the word could appear. It seems easier to think of contexts in which an abstract concept is mentioned (love in love stories) than to think of contexts in which a concrete word (such as door) is mentioned. If the frequency of words is judged by the availability of the contexts in which they appear, abstract words will be judged as relatively more numerous than concrete words*” (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Op. cit. p. 1127).

<sup>298</sup> Cf. TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Op. cit. p. 1128. D. KAHNEMAN exemplifica essa situação da seguinte forma: “*If you are asked whether Gandhi was more than 114 years old when he died you will end up with a much higher estimate of his age at death than you would if the anchoring question referred to death at 35. If you consider how much you should pay for a house, you will be influenced by the asking price. The same house will appear more valuable if its listing price is high than if it is low, even if you are determined to resist the influence of this number; and so on – the list of anchoring effects is endless. Any number you are asked to consider as a possible solution to an estimation problem will induce an anchoring effect*” (KAHNEMAN, Daniel. *Thinking fast and slow*. New York: FSG Books, 2011, p. 120).

<sup>299</sup> A. TVERSKY e D. KAHNEMAN exemplificam essa situação da seguinte forma: “*In a demonstration of the anchoring effect, subjects were asked to estimate various quantities, stated in percentages (for example, the percentage of African countries in the United Nations). For each quantity, a number between 0 and 100 was determined by spinning a wheel of fortune in the subjects' presence. The subjects were instructed to indicate first whether that number was higher or lower than the value of the quantity, and then to estimate the value of the quantity by moving upward or downward from the given number. Different groups were given different numbers for each quantity, and these arbitrary numbers had a marked effect on estimates. For example, the median imates of the percentage of African countries in the United Nations were 25 and 45*

(ii) causam equívocos na avaliação de eventos cuja ocorrência é recorrentemente considerada conjunta ou não conjunta,<sup>300</sup> e

(iii) limitam a avaliação de distribuições subjetivas de probabilidades realizadas, levando à supervalorização de determinadas decisões.<sup>301</sup>

A utilização de heurísticas na tomada de decisão de investimentos no mercado de valores mobiliários, afastando-as dos pressupostos da teoria de escolha racional, pode ser facilmente reconhecida e contribui, também, para justificar o distanciamento de seu funcionamento real do modelo proposto pela hipótese dos mercados eficientes.

A heurística da representatividade, por exemplo, faz com que os investidores, no processo de sua tomada de decisão, confirmem sistematicamente maior valor às informações que acabaram de ser divulgadas e aos eventos recentes, em comparação a fatos pretéritos.<sup>302</sup> Isso pode explicar, ainda que parcialmente, determinados cenários em que

*for groups that received 10 and 65, respectively, as starting points. Payoffs for accuracy did not reduce the anchoring effect” (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Op. cit. p. 1128).*

<sup>300</sup> A. TVERSKY e D. KAHNEMAN exemplificam essa situação da seguinte forma: “*Studies of choice among gambles and of judgments of probability indicate that people tend to overestimate the probability of conjunctive events and to underestimate the probability of disjunctive events. These biases are readily explained as effects of anchoring. The stated probability of the elementary event (success at any one stage) provides a natural starting point for the estimation of the probabilities of both conjunctive and disjunctive events. Since adjustment from the starting point is typically insufficient, the final estimates remain too close to the probabilities of the elementary events in both cases. Note that the overall probability of a conjunctive event is lower than the probability of each elementary event, whereas the overall probability of a disjunctive event is higher than the probability of each elementary event. As a consequence of anchoring, the overall probability will be overestimated in conjunctive problems and underestimated in disjunctive problems” (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Op. cit. p. 1129).*

<sup>301</sup> A. TVERSKY e D. KAHNEMAN exemplificam essa situação da seguinte forma: “*Subjective probability distributions for a given quantity (the Dow-Jones average) can be obtained in two different ways: (i) by asking the subject to select values of the Dow-Jones that correspond to specified percentiles of his probability distribution and (ii) by asking the subject to assess the probabilities that the true value of the Dow-Jones will exceed some specified values. The two procedures are formally equivalent and should yield identical distributions. However, they suggest different modes of adjustment from different anchors. In procedure (i), the natural starting point is one's best estimate of the quantity. In procedure (ii), on the other hand, the subject may be anchored on the value stated in the question. Alternatively, he may be anchored on even odds, or 50-50 chances, which is a natural starting point in the estimation of likelihood. In either case, procedure (ii) should yield less extreme odds than procedure (i)” (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel Op. cit. p. 1129).*

<sup>302</sup> Cf. CHOI, Stephen J.; Pritchard, A. C. Op. cit. p. 32. A esse respeito, G. LA BLANC e J. RACHLINSKI afirmam: “*Some investors seem to use a more nuanced version of the representativeness heuristic in which they believe that recent revenue reports will accurately predict future revenue forecasts. While this belief might sometimes be correct, it is nevertheless a mistake to trade on the basis of recent revenue reports alone. The reason is simple - in an efficient market, a recent revenue report is old news. Its projected effect on a company's future revenue stream is already incorporated into the market price of the security. An individual who trades on such information must be trading on the belief that she or he has a better ability to assess the meaning of the future revenue stream than the market. As noted above, this is a kind of naive cynicism, in which the investor fails to appreciate that the entire market has already seen and already reacted to the information that she is seeing and to which she is reacting” LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI. Op. cit. p. 556). Em sentido similar, L. STOUT afirma: “*People tend to extrapolate too readily from observed past events. They see trends when trends are not always there. Thus, if stock prices have risen in the recent past,**

logo após a divulgação de uma informação verifica-se uma reação extremamente aguda dos preços (de alta ou de queda), que tende a ser corrigida posteriormente, até que se atinja o equilíbrio.<sup>303</sup>

Em adição, assumindo que, de acordo com essa heurística, os indivíduos tendem a julgar probabilidades de longo prazo com base em experiências recentes, os investidores tenderiam a instintivamente assumir que diante de uma alta considerável do mercado ao longo de um período, essa tendência manter-se-ia no futuro.<sup>304</sup>

Curiosamente, sentimento oposto também pode derivar desse tipo de heurística, ou seja, a expectativa de uma rápida correção de preços após uma tendência que se demonstrou repetida ao longo de um período, ainda que inexistam fundamentos econômicos para tanto,<sup>305</sup> como ocorre na chamada “falácia do jogador”, em alusão às sensações que o acomete em jogos de azar, de que, após uma série negativa, seguir-se-á uma série positiva, a despeito das reais probabilidade envolvidas no jogo.

Outra importante ponderação acerca do comportamento dos investidores no

*investors may conclude, without any other evidence, that there is something going on that will cause prices to continue to rise in the future. Conversely, if prices have fallen for some period, investors expect them to continue to fall --again, even in the absence of evidence that would support this prediction”* (STOUT Lynn (2003). Op. cit. p. 34).

<sup>303</sup> A esse respeito, KENT, Daniel; HIRSHLEIFER, David; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Investor psychology and security market under: and overreactions. *The Journal of Finance*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 53, n. 6, 1998, p. 1839-1885. A par das explicativas decorrentes de aspectos psicológicos dos investidores, as reações excessivas de preço no mercado de valores mobiliários podem também ser explicadas a partir de aspectos institucionais do próprio mercado. A esse respeito, J. COFFEE e H. SALE afirmam: “*Investor overreaction can be partially attributed to institutional forces (such as the extraordinary high ratio of buy recommendations to sell recommendations, which around 2000 reached the level of 100 to 1) or on innate investor psychology*” (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 224). No mesmo sentido, J. COX, R. HILLMAN e D. LANGEVOORT afirmam: “*Indeed, there is good reason do believe the investors’ exuberance is stroked by analysts’ reports where ‘buy’ and ‘strong’ buy reports vastly exceed ‘sell’ recommendations. Also, just as investors seem to heard toward certain stocks, industries, or trends, so do the analysts. Thus, we might well conclude that there are strong institutional forces that introduce important inefficiencies to the pricing of securities*” (COX, James, et.al. Op. cit. p.112).

<sup>304</sup> Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 225. Ao referir-se a esse tipo de fenômeno, G. LA BLANC e J. RACHLINSKI, fazendo alusão ao comportamento dos jogadores em jogos de azar, afirmam: “*It is also similar to the notion of the mistaken belief in the hot hand – that is, the belief that recent success predicts future success, even in the face of good evidence to the contrary*” (LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI. Op. cit. p. 556).

<sup>305</sup> Cf. LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Op. cit. p. 556. Nesse sentido, referidos autores afirmam: “*Many investors also hold erroneous beliefs that are directly opposite to the hot-hand phenomenon. They believe in what has been called the gambler’s fallacy--which is the tendency to believe in quick correction to long-term statistical trends. Even though proponents of the EMH have documented that the daily price of a stock is unrelated to recent performance, some investors have interpreted this information to mean that after a few days of increases (or decreases), the price of a security will likely decrease (or increase). Even though the hot hand and the gambler’s fallacies contradict each other, investors seem to pursue both, with slightly different time frames. Investors believe in the hot hand after a single day (meaning they believe that a positive performance on one day will likely be followed by another), but believe in the gambler’s fallacy after several days (after several positive days, a downturn will occur)*” (LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Op. cit. p. 556).

mercado de valores mobiliários diz respeito ao excesso de confiança e otimismo que os acometem, fazendo-os supervalorizar suas habilidades e conhecimento necessários à tomada decisão de investimento (em decorrência, por exemplo, de uma ilusão de validade associada à heurística de representatividade), que podem ser menores do que eles imaginam.<sup>306</sup>

Nesse sentido, verifica-se que, na esfera do mercado de valores mobiliários, os investidores possuem forte tendência a confiar exacerbadamente em suas intuições e julgamentos, ignorando, muitas vezes, flagrantes evidências em contrário.<sup>307</sup> Existiria, conseqüentemente, uma grande tendência a naturalmente tomar o crédito por resultados positivos e externalizar os resultados negativos, creditando-os à má sorte, conjecturas externas e imprevisíveis, casos fortuitos etc.,<sup>308</sup> protegendo-se de abalos à sua autoconfiança.<sup>309</sup>

A influência de elementos externos na obtenção de ganhos também tende a ser ignorada pelos investidores, ou seja, ainda que a estratégia de investimento tenha sido evidentemente equivocada e os eventuais ganhos experimentados em determinada decisão tenham decorrido de um elemento externo, fortuito e absolutamente alheio ao investidor, esse dificilmente reconhecerá essa situação.<sup>310</sup>

Outro importante desvio cognitivo que impacta de modo significativo o comportamento dos investidores no mercado de valores mobiliários, também contribuindo para seu afastamento do modelo proposto pela hipótese dos mercados eficientes, diz respeito à aversão à perda.<sup>311</sup>

H. Simon constatou, ao analisar os efeitos da racionalidade limitada no comportamento humano, que os indivíduos não estariam interessados em maximizar sua utilidade com o mesmo afincamento com que tentam minimizar seu arrependimento, entendido como a diferença entre a recompensa efetivamente obtida e aquela que seria obtida a partir

<sup>306</sup> Cf. LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Op. cit. p. 554.

<sup>307</sup> Cf. LANGEVOORT, Donald C. (2002). Op. cit. p. 15. Segundo D. LANGEVOORT, “[t]his is one reason that people learn poorly from experience – recognition that one’s failures are due to lack of competence or skill is one of the last things people are willing to accept. As a result, a streak of good luck will be attributed as skill, whereas a run of losses will be bad luck or someone else’s fault” (LANGEVOORT, Donald C. (2002). Op. cit. 16). A esse respeito, ver. HIRSHLEIFER, David; SHUMWAY, Tyler. Good day sunshine: stock returns and the weather. *The Journal of Finance*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 58, n. 3, 2003, p. 1009-1032.

<sup>308</sup> Cf. LANGEVOORT, Donald C. (2002). Op. cit. p. 16.

<sup>309</sup> Cf. LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Op. cit. p. 556.

<sup>310</sup> Cf. COX, James, et.al. Op. cit. p. 114.

<sup>311</sup> L. STOUT qualifica a aversão à perda como “an odd human tendency to neurotically dislike decreases in wealth, so much so that otherwise risk-averse actors will accept additional risk in order to gain a chance at avoiding such losses” (STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 33.

de uma previsão perfeita dos resultados.<sup>312</sup>

Transplantando essa constatação, observa-se, no âmbito do mercado de valores mobiliários, que os investidores tendem a modular o grau de sua aversão ao risco em consideração ao resultado de seus investimentos em dado momento, tonando-se naturalmente propenso a aceitar uma maior quantidade de risco para evitar uma perda do que para obter um ganho (a partir de sua situação inicial antes de começar a ganhar ou perder), ainda que os riscos e probabilidades associados sejam absolutamente os mesmos.<sup>313</sup>

Consequentemente, os investidores seriam mais relutantes a realizar o prejuízo, ou seja, vender valores mobiliários que se desvalorizaram desde sua aquisição (ainda que corra o risco de uma perda maior), pois ficam instintivamente mais propensos a tomar risco para recuperar a perda, do que a realizar o lucro, ou seja, vender valores mobiliários que valorizaram desde sua aquisição (ainda que a probabilidade de valorização futura justificasse a manutenção desse valor mobiliário).<sup>314</sup>

Outra tendência comportamental que acomete os investidores no mercado de valores mobiliários relaciona-se a uma espécie de conservadorismo cognitivo que favoreceria a manutenção do *status quo*.<sup>315</sup> Trata-se de assumir que alguns hábitos e tradições que influenciam o comportamento humano de forma inconsciente podem levar a decisões ineficientes em algumas circunstâncias, inclusive no mercado de valores mobiliários.<sup>316</sup>

---

<sup>312</sup> Cf. SIMON, Herbert (1959). Op. cit. p. 267.

<sup>313</sup> Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 225. Nessa linha, segundo L. STOUT “*the same risk-averse person who would prefer a \$100 “sure thing” rather than gamble on a 50% chance at \$200, would also prefer in a risk-loving fashion to take a 50% gamble of losing \$200 over a certainty of losing only \$100*” STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 33.

<sup>314</sup> A esse respeito, D. LANGEVOORT afirma: “*When evaluating a potential gain, there is a strong degree of risk aversion. But if prompted to see the choice as one of trying to avoid a loss of that currently possessed, the tendency is to be more risk-seeking. Thus, there could be differences in buying versus selling stocks. We might expect people to hold on to their losing stocks too long, and sell their winners too readily*” (Cf. LANGEVOORT, Donald C. (2002). Op. cit. p. 12.

<sup>315</sup> Nesse sentido, D. LANGEVOORT afirma: “*Cognitive conservatism is an extremely robust behavioral construct showing that people change their views slowly even in the face of persuasive evidences. They cling as long as possible to what they previously believed*” (Cf. LANGEVOORT, Donald C. (2002). Op. cit. p. 13).

<sup>316</sup> Cf. BAINBRIDGE, Stephen M. Op. cit. p. 1042. Da mesma forma, S. Bainbridge afirma: “*Because habits can influence behavior at an unconscious level, they can result in suboptimal decisions in particular circumstances. The decisionmaker will not pause to reflect on whether the habitual course of conduct leads to a utility maximizing outcome in the case at bar. While habitual behavior is explained as an unconscious heuristic, the somewhat similar concept of tradition depends on the conscious utility individuals derive from consistency. Having the same thing for breakfast every morning saves me the trouble of trying to decide what to eat at an hour at which I function suboptimally. In contrast, having turkey for Thanksgiving dinner every year is a conscious decision motivated by the pleasure I derive from the happy memories associated with past Thanksgiving meals shared with friends and family*” (BAINBRIDGE, Stephen M. Op. cit. p. 1042).

Esse enviesamento cognitivo associado à manutenção do *status quo* pode levar a ineficiências justamente quando essa não for a decisão que melhor atenderia aos anseios econômicos do indivíduo, podendo contribuir para a perpetuação de uma preferência notadamente subótima.<sup>317</sup> Esse desvio pode fazer com que determinado investidor supervalorize os valores mobiliários que compõem seu portfólio e subvalorize aqueles que não fazem parte dele, ainda que os fundamentos econômicos subjacentes não ratifiquem essa percepção.<sup>318</sup>

Outro enviesamento que altera substancialmente o comportamento dos investidores no mercado de valores mobiliários refere-se à replicação do comportamento observado, que por muitas vezes pode catalisar a formação de bolhas especulativas, gerando o chamado “efeito manada”. Esse tipo de comportamento ocorre quando um indivíduo simplesmente imita a ação de outros, ignorando suas próprias informações e julgamentos com relação ao mérito da decisão subjacente.<sup>319</sup>

Uma das explicações para esse tipo de comportamento reside justamente na racionalidade limitada dos indivíduos:<sup>320</sup> diante de cenários decisórios complexos e marcados por incertezas, os indivíduos que dispõem de menos informações ou menos capacidade cognitiva para processar e compreender as informações disponíveis tendem a seguir os comportamentos observados quando da tomada de decisão, mesmo que uma decisão melhor fosse viável.<sup>321</sup> Esse comportamento pode explicar alguns modismos no âmbito do mercado de valores mobiliários, levando a oscilações de preços em determinados valores mobiliários desassociadas dos fundamentos econômicos.

---

<sup>317</sup> Nesse sentido, S. Bainbridge afirma: “*Many empirical demonstrations of this decisionmaking bias have focused on the so-called endowment effect. Subjects commonly place a higher monetary value on items they own than on those that they do not own, even if the two items have the same market value. Accordingly, subjects must be paid more to give something up than they would be willing to pay to acquire the same object*” (Cf. BAINBRIDGE, Stephen M. Op. cit. p. 1043-1044).

<sup>318</sup> Cf. BAINBRIDGE, Stephen M. Op. cit. p. 1.044. Conforme indicado por S. Bainbridge, a supervalorização do *status quo* pode ser associada à heurística da ancoragem. A esse respeito, referido autor afirma: “*An alternative explanation for a status quo preference is provided by the anchoring phenomenon, which refers to the effect initial reference points have on subsequent decisionmaking. Actors presented with a decision framed with an initial reference demonstrably allow that reference point to affect their decisionmaking processes*” (BAINBRIDGE, Stephen M. Op. cit. p. 1046).

<sup>319</sup> Cf. BAINBRIDGE, Stephen M. Op. cit. p. 1038.

<sup>320</sup> Outra explicação plausível para esse tipo de comportamento, segundo S. Bainbridge, estaria associada a questões reputacionais. Nesse sentido, referido autor afirma: “*For example, following the crowd may have a reputational pay-off even if the chosen course of action fails. Because even a good agent can make decisions resulting in a bad outcome, the market evaluates the agent by looking at both the outcome and the action before forming a judgment about the agent. If a bad outcome occurs, but the action was consistent with approved conventional wisdom, the hit to the manager’s reputation from an adverse outcome is reduced*” (BAINBRIDGE, Stephen M. Op. cit. p. 1038).

<sup>321</sup> Ibidem.

Por fim, existem emoções particulares que também exercem influência na tomada de decisão dos investidores no mercado de valores mobiliários (como a ansiedade, por exemplo), desviando-os do comportamento esperado pela teoria da escolha racional (levando, em cenários extremos, a comportamentos considerados absolutamente irracionais) e também contribuindo para que o funcionamento do mercado afaste-se dos pressupostos propagados pela hipótese dos mercados eficientes.

Esse tipo de alteração pode fazer com que determinados investidores fiquem menos sensíveis à frequência do risco, ou, em contrário, pode levá-los a insistir em riscos muito pequenos e improváveis. Existem, inclusive, alguns estudos empíricos que associam o desempenho do mercado de valores mobiliários ao clima<sup>322</sup> ou ao aumento no consumo de antidepressivos.<sup>323</sup>

### 3.2.2.3 Os impactos dos “ruídos” na eficiência informacional do mercado de valores mobiliários

Diante do acima exposto, fica evidente que uma série de questões associadas ao comportamento observado dos investidores no mercado de valores mobiliários, mormente os desvios cognitivos e a utilização de heurísticas quando da tomada de decisão de investimento, constituem genuínos afastamentos da postura esperada pelos pressupostos da teoria da escolha racional, influenciando na precificação dos valores mobiliários. No mercado de valores mobiliários norte-americano, convencionou-se chamar de “ruídos” (*noise*, no termo em inglês) esses elementos que afastam os preços dos valores mobiliários das expectativas racionais acerca de seu fundamento econômico.<sup>324</sup>

---

<sup>322</sup> A esse respeito, ver HIRSHLEIFER, David; SHUMWAY, Tyler. Good day sunshine: stock returns and the weather. *The Journal of Finance*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 58, n° 3, 2003, p. 1009-1032.

<sup>323</sup> A esse respeito, L. Stout afirma: “*For example, one recent study reports that stock prices are significantly influenced by the lunar cycle, while another concludes that seasonal affective disorder (SAD) leads stock returns to rise and fall with the seasonal lengthening and shortening of daylight hours. Yet a third “behavioral finance” theory that has been discussed in the national media – if not in a peer-edited journal -- explains the late-1990s stock market bubble as a consequence of the increased use of antidepressants such as Prozac and Zoloft, with an attendant collective surge in investor*” (STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 32)

<sup>324</sup> A expressão “ruído” foi um eufemismo introduzido por F. Black para referir-se ao comportamento dos investidores distanciado da expectativa racional (BLACK, Fischer. Noise. *The Journal of Finance*. New York: American Economic Association, v. 41, n° 3, 1986, p. 529-543). Segundo S. Leroy, a utilização desse termo, em substituição à ideia de irracionalidade, tornou a análise desse tipo de comportamento mais palatável. A esse respeito, referido autor afirma: “*Given the traditional hostility toward irrationality as manifested, for example, in Shiller's fad variables, neither alternative is attractive. Fortunately, Fischer Black (1986) came to the rescue. By renaming irrational trading ‘noise trading’ Black avoided the I-word, thereby sanitizing irrationality and rendering it palatable to many analysts who in other settings would not be receptive to such a specification. The economic effects of noise traders is now an active research area*”

A própria hipótese dos mercados eficientes, apesar de respaldada na teoria da escolha racional, nunca negou a existência de comportamentos em desalinhamento com os pressupostos da aludida teoria no mercado, que não refletiriam os fundamentos econômicos subjacentes aos valores mobiliários, a partir das informações disponíveis.<sup>325</sup>

Contudo, os defensores da hipótese dos mercados eficientes enquanto teoria descritiva do real funcionamento do mercado de valores mobiliários consideram que esses “ruídos” não seriam suficientes para afetar a eficiência informacional do mercado, mas apenas para causar prejuízos àqueles que atuassem afastados da plena racionalidade. Essa constatação guarda fundamento em dois argumentos principais.

Em primeiro lugar, assume-se que os desvios e limitações de racionalidade que acometeriam alguns investidores seriam uma situação excepcional e aleatória, de modo que os efeitos eventualmente negativos à precificação dos valores mobiliários decorrentes de negócios feitos nessas bases anular-se-iam mutuamente, não surtindo efeito na adequada formação de seu preço e, conseqüentemente, na eficiência informacional do mercado.<sup>326</sup>

Adicionalmente, ainda que os negócios fundamentados nesses comportamentos tivessem o condão de impactar o preço de determinado valor mobiliário, isso não seria suficiente para abalar a eficiência informacional do mercado.

Tal fato ocorreria justamente em decorrência da presença de investidores sofisticados e absolutamente racionais no âmbito do mercado de valores mobiliários (denominados, nesse contexto, “arbitradores”),<sup>327</sup> que, ao identificar determinado valor mobiliário precificado inadequadamente em virtude de desvios comportamentais, negociaria instantaneamente de modo a extrair ganhos dessa situação, causando,

(LEROY, Stephen. Efficient Capital Markets and Martingales. *Journal of Economic Literature*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 27, 1989, p. 1612). Sobre a teoria dos “ruídos”, J. Coffee e H. Sale afirmam: “Essentially, noise theory posits that factors unrelated to fundamental news or rational expectations about market values can cause stock prices to deviate for non-trivial periods of time from their consensus values if all traders possessed the same information. Some have suggested that financial economists have been able to accept this phrase – but not the nearly equivalent idea that ‘irrational’ forces could move the market” (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 224).

<sup>325</sup> Cf. SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 23-24.

<sup>326</sup> Cf. SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 23.

<sup>327</sup> Acerca dos “arbitradores”, A. Schleifer e L. Summers apresentam as seguintes definições: “We think of the market as consisting of two types of investors: “arbitrageurs” also called “smart money” and “rational speculators”-and other investors. Arbitrageurs are defined as investors who form fully rational expectations about security returns. In contrast, the opinions and trading patterns of other investors-also known as “noise traders” and “liquidity traders”-may be subject to systematic biases. In practice, the line between arbitrageurs and other investors may be blurred, but for our argument it helps to draw a sharp distinction between them, since the arbitrageurs do the work of bringing prices toward fundamentals” (Cf. SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. The noise trader approach to finance. *Journal of Economic Perspectives*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 4, 1990, p. 20).

consequentemente, prejuízo aos investidores que contribuíram para a precificação ineficiente daquele valor mobiliário (que então se retirariam do mercado ou corrigiriam sua conduta), levando o seu preço novamente para o patamar condizente com as expectativas racionais do mercado, a partir das informações disponíveis.<sup>328</sup>

No entanto, a conclusão acima parece fundar-se em premissas que também podem ser objeto de forte questionamento.

A esse respeito, A. Schleifer e L. Summers, ao analisar o impacto dos “ruídos” no funcionamento do mercado de valores mobiliários, concluem que eles são capazes de efetivamente afastar o preço de mercado dos valores mobiliários daquele que seria esperado a partir dos pressupostos da hipótese dos mercados eficientes, bem como que os “arbitradores” não conseguem conter os desvios causados pelo comportamento não racional no âmbito do mercado de valores mobiliários.<sup>329</sup>

Os efeitos das operações realizadas com base em fundamentos não puramente racionais podem não ser anulados mutuamente pelo fato de esses movimentos não serem absolutamente aleatórios, mas, em contrário, correlacionados e coordenados, considerando-se que as limitações racionais e enviesamentos cognitivos que levam a esse tipo de comportamento por parte de diversos investidores costumam ser as mesmas.<sup>330</sup>

Em adição, segundo A. Schleifer e L. Summers, as operações realizadas por “arbitradores” são limitadas, ao contrário do proposto pelos defensores da hipótese dos mercados eficientes, não sendo capazes de retirar todos os “ruídos” de mercado.<sup>331</sup>

O primeiro elemento que limita a atuação dos arbitradores no mercado de valores

<sup>328</sup> Sobre esse argumento, L. Stout afirma: “*This is the argument (dating back at least to Milton Friedman’s writings in the 1950s) that irrational investors are unlikely to have much of an influence in a well-developed securities market because such investors will suffer systematic trading losses at the hands of more-rational traders who drive them from the market*” (STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 37). Em sentido similar, R. Gilson e R. Kraakman afirmam: “*market discipline in the form of heavy trading losses will restrain idiosyncratic traders and may even eliminate them through a “Darwinian” process of natural selection*” (GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 583). A. Schleifer e L. Summers, por sua vez, afirmam: “*The standard economist’s reason for doubting the size of these effects has been to posit that investors trading on noise might lose their money to arbitrageurs, leading to a diminution of their wealth and effect on demand (Friedman, 1953). Noise traders might also learn the error of their ways and reform into rational arbitrageurs*” (SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 24).

<sup>329</sup> Cf. SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 19-33.

<sup>330</sup> A esse respeito, A. Schleifer e L. Summers afirmam: “*These demand shifts will only matter if they are correlated across noise traders. If all investors trade randomly, their trades cancel out and there are no aggregate shifts in demand. Undoubtedly, some trading in the market brings together noise traders with different models who cancel each other out. However, many trading strategies based on pseudo-signals, noise, and popular models are correlated, leading to aggregate demand shifts. The reason for this is that judgment biases afflicting investors in processing information tend to be the same. Subjects in psychological experiments tend to make the same mistake; they do not make random mistakes*” (SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 23).

<sup>331</sup> Cf. SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 20.

mobiliários reside no fato de que essas operações apresentam riscos para os “arbitradores” que podem torná-las inviáveis ou desinteressantes.<sup>332</sup> Além disso, a premissa de que esses “arbitradores” são conhecedores do real valor dos valores mobiliários a partir das informações disponíveis a seu respeito, e, portanto, teriam a capacidade de corrigir eventuais desvios na precificação, causados por negócios realizados por investidores atuando de modo afastado dos pressupostos da teoria da escolha racional (inclusive à custa desses investidores), também é equivocada.<sup>333</sup>

Isto se deve ao fato de que informação que afeta a determinado valor mobiliário não é o único elemento capaz de alterar seu preço, o que dificulta, e muito, a tarefa desses arbitradores de identificar quais os valores mobiliários que, efetivamente, estão com preços distorcidos, pois as oscilações existentes podem não corresponder apenas ao resultado de negócios feitos em desapego aos fundamentos econômicos subjacentes aos valores mobiliários.<sup>334</sup>

Em adição, a afirmação de que os invidores causadores desses “ruídos” abandonariam rapidamente o mercado ou passariam a atuar em linha com o comportamento previsto pela teoria da escolha racional após experimentar perdas (que seriam inevitáveis) também é questionável.<sup>335</sup>

Isto porque esse tipo de investidor está naturalmente sujeito a maiores riscos em

---

<sup>332</sup> Sobre esses riscos que limitam as operações de arbitragem, A. Schleifer e L. Summers afirmam: “*Two types of risk limit arbitrage. The first is fundamental risk. Suppose that stocks are selling above the expected value of future dividends and an arbitrageur is selling them short. The arbitrageur then bears the risk that the realization of dividends - or of the news about dividends-is better than expected, in which case he loses on his trade. Selling "overvalued" stocks is risky because there is always a chance that the market will do very well. Fear of such a loss limits the arbitrageur's original position, and keeps his short-selling from driving prices all the way down to fundamentals. The second source of risk that limits arbitrage comes from unpredictability of the future resale price (De Long, Shleifer, Summers and Waldmann, 1990a). Suppose again that stocks are overpriced and an arbitrageur is selling them short. As long as the arbitrageur is thinking of liquidating his position in the future, he must bear the risk that at that time stocks will be even more overpriced than they are today. If future mispricing is more extreme than when the arbitrage trade is put on, the arbitrageur suffers a loss on his position. Again, fear of this loss limits the size of the arbitrageur's initial position, and so keeps him from driving the price all the way down to fundamentals*” (SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 21).

<sup>333</sup> A esse respeito, A. Schleifer e L. Summers afirmam: “*In fact, the arbitrageur might not exactly know what this value is, or be able to detect price changes that reflect deviations from fundamentals*” (SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 22).

<sup>334</sup> Segundo A. Schleifer e L. Summers, “*Substantial evidence shows that, contrary to the efficient markets hypothesis, arbitrage does not completely counter responses of prices to fluctuations in uninformed demand. Of course, identifying such fluctuations in demand is tricky, since price changes may reflect new market information which changes the equilibrium price at which arbitrageurs trade. Several recent studies do, however, avoid this objection by looking at responses of prices to changes in demand that do not plausibly reflect any new fundamental information because they have institutional or tax motives. (...)The common conclusion of these studies is that news alone does not move stock prices; uninformed changes in demand move them too*” (SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 22-23).

<sup>335</sup> Cf. SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 24.

decorrência de suas estratégias desviadas das expectativas racionais e, conseqüentemente, como a assunção de riscos é premiada no mercado de valores mobiliários com a possibilidade de maiores retornos, esse tipo de investidor pode obter significativos ganhos, ainda que imprevisíveis e não baseados em análises sobre os fundamentos econômicos dos valores mobiliários, fazendo com que eles, enquanto grupo, não desapareçam tão facilmente do mercado, ainda quando experimentam significativas perdas.<sup>336</sup>

Com base nos argumentos acima, A. Schleifer e L. Summers concluem que os “ruídos” de mercado são capazes de afetar substancialmente os preços dos valores mobiliários, da mesma forma que as alterações em seus fundamentos econômicos decorrentes de novas informações a ele afetas,<sup>337</sup> contradizendo os pressupostos fundamentais da hipótese dos mercados eficientes.

#### 3.2.2.4 As peculiaridades dos investidores sofisticados e dos analistas profissionais de investimento

A racionalidade limitada, os enviesamentos cognitivos e a utilização de processos heurísticos nas tomadas de decisão de investimento costumam ser associados aos investidores menos sofisticados. A partir dessa associação, a eficiência informacional do mercado poderia ser substancialmente aprimorada por meio da retirada desses investidores dos mercados secundários públicos, por meio de mecanismos regulatórios que incentivem ou até determinem que a participação desses no mercado de valores mobiliários se dê por meio de investidores sofisticados (e.g. gestores profissionais de recursos, fundos de investimento, fundos de pensão etc.).

Entretanto, parece leviano acreditar que esses desvios cognitivos não acometem os investidores sofisticados e os demais profissionais do mercado de valores mobiliários de modo geral (ainda que em intensidades distintas). Diante de cenários decisórios complexos, investidores sofisticados e analistas profissionais de investimento também optam por “satisfazer” suas decisões (ou seja, atingir um nível que julgam satisfatório, fazendo alusão à lição de H. Simon) ao invés de maximizá-las, operando o já mencionado *trade off* entre otimizar o resultado e simplificar o processo decisório.

---

<sup>336</sup> Cf. SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 24-25.

<sup>337</sup> A esse respeito, A. Schleifer e L. Summers afirmam: “*When arbitrage is limited, and investor demand for securities responds to noise and to predictions of popular models, security prices move in response to these changes in demand as well as to changes in fundamentals. Arbitrageurs counter the shifts in demand prompted by changes in investor sentiment, but do not eliminate the effects of such shifts on the price completely*” (SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. Op. cit. p. 25).

É verdade que, devido ao alto grau de *expertise* e capacidade de processamento de informações, esse *trade off* se dá, com relação aos investidores e analistas profissionais, em um ponto diverso em comparação aos investidores menos sofisticados. Ou seja, sua satisfação pode se dar em um ponto mais preciso sob a perspectiva do melhor resultado possível em comparação aos investidores menos sofisticados, mas, entretanto, diversas vezes esse resultado não será exatamente aquele maximizador de sua utilidade.<sup>338</sup>

Consequentemente, os investidores sofisticados e analistas profissionais de investimento também sofrem enviesamentos e aplicam heurísticas na tentativa de simplificar seu processo decisório, ainda que de modo e em intensidade diversa daquela com que os investidores comuns os fazem.<sup>339</sup>

Talvez o mais sintomático exemplo dos desvios cognitivos que acometem esses *experts* do mercado diz respeito ao excesso de confiança. Esse tipo de investidor costuma confiar excessivamente em suas habilidades (principalmente após uma sequência de performances bem sucedidas), principalmente no tocante ao desenvolvimento dos modelos econômicos que nortearão suas decisões de investimento, relutando fortemente em alterá-los, ainda que diante de evidências claras de sua inadequação, as quais tenderão naturalmente a subestimar, atribuindo resultados negativos a elementos externos e imprevisíveis.<sup>340</sup>

Assim, não obstante seja possível reconhecer que os profissionais de mercado podem estar menos sujeitos a determinadas heurísticas e desvios cognitivos (e suas já indicadas repercussões na tomada de decisão de investimento) que costumam acometer os investidores comuns, seria leviano afirmar que os mesmos estariam completamente isentos de tais atitudes.

Em adição, existem outros desvios (como, por exemplo, o excesso de confiança, manutenção do *status quo* e a natural tendência a internalizar o sucesso e externalizar o fracasso das decisões de investimento), que acometem os *experts* em intensidade igual, se não maior, em algumas situações.

Existe, ainda, um elemento peculiar à atividade dos investidores sofisticados e dos

---

<sup>338</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 30-36.

<sup>339</sup> Nesse sentido, G. La Blanc e J. Rachlinski afirmam: “*Financial institutions are not free from cognitive error. Their perspective is different than individual investors, they see investment choices through a different lens, but they still rely on the same kinds of cognitive processes that affect individuals. This means that financial institutions will produce different choices about capital allocation than an open securities market, but that these choices will not necessarily be more accurate ones*” (LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Op. cit. p. 557).

<sup>340</sup> Cf. LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Op. cit. p. 572.

analistas profissionais de investimento que pode maximizar comportamentos não puramente racionais, inclusive em comparação com os investidores comuns.

Trata-se da ideia de “responsabilidade final” (ou, na aceção do termo em inglês, *accountability*), entendida como a pressão a que determinado indivíduo está sujeito com relação à explicação de suas decisões ou com julgamentos de terceiros.<sup>341</sup>

Indivíduos nessa situação, que é muitas vezes o caso desses *experts* de mercado com relação aos seus clientes, tenderiam a interpretar informações de modo excessivo, correndo risco de conferir um grande peso a informações pouco relevantes e, simultaneamente, ignorando informações essenciais, bem como concedendo valor excessivo a informações aparentemente contraditórias, buscando antecipar as eventuais críticas que poderiam ser feitas pelos terceiros perante os quais são responsáveis.<sup>342</sup>

Esse fator pode maximizar significativamente o afastamento da decisão dos investidores profissionais dos pressupostos da teoria da escolha racional, influenciando, conseqüentemente, na eficiência informacional do mercado de valores mobiliários.

#### 3.2.2.5 O excesso de informação e seus efeitos

O reconhecimento da racionalidade limitada do investidor leva a um importante questionamento para fins da determinação da política regulatória relativa ao regime de *disclosure*, qual seja, as conseqüências do excesso de informação no processo de tomada de decisão dos investidores.

Conforme já mencionado, o regime de divulgação obrigatória de informações, na forma como estruturado na maioria dos mercados de valores mobiliários, baseia-se fundamentalmente nos pressupostos da teoria da escolha racional e, conseqüentemente, na assertiva de que o aumento da quantidade de informações prestadas pelos emissores será sempre benéfico ao mercado de valores mobiliários, de modo que a exigência por mais informações costuma ser uma recorrente solução regulatória para diversos problemas

---

<sup>341</sup> Nas palavras de P. Tetlock e R. Boettger, a expressão *accountability* significa: “*pressure to justify one's views to others*” (TETLOCK, Philip E.; BOETTGER, Richard. *Accountability a social magnifier of the dilution effect. The Journal of Personality and Social Psychology*. Washington: The American Psychological Association, v. 57, 1989, p. 388).

<sup>342</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. 34. A esse respeito, P. tetlock e R. Boettger afirmam: “*When people expect to justify their views to an audience with unknown opinions and learn of being so accountable prior to exposure to the relevant evidence, they often engage in ‘preemptive self-criticism’ (Tetlock, 1983a; Tetlock, Skitka, & Boettger, in press). They analyze the evidence especially carefully and pay particular attention to inconsistent information. In effect, people try to prepare themselves for potential objections that a well-informed audience might raise to the stands that they have taken*” (TETLOCK, Philip E.; BOETTGER, Richard. Op. cit. p. 388).

funcionais do mercado,<sup>343</sup> assumindo que todos conseguirão processá-la de modo eficiente.

Porém, ao reconhecer a racionalidade limitada dos indivíduos, à luz do proposto por H. Simon, conclui-se que os investidores tendem a economizar esforço cognitivo em seu processo decisório quando diante de um grande volume de informações, adotando estratégias decisórias mais simples do que aquelas que adotariam caso tivessem menos informações à sua disposição.<sup>344</sup>

Em outras palavras, diante de uma quantidade excessiva de informações a respeito dos valores mobiliários negociados publicamente e da complexidade que envolve sua análise e processamento em busca de uma tomada de decisão maximizadora de sua utilidade, o investidor tenderia a "satisfazer" seu processo decisório, simplificando-o.<sup>345</sup>

Consequentemente, o resultado final do acesso a um maior volume de informações, somado à adoção de estratégias decisórias menos complexas e precisas, poderá levar a uma decisão qualitativamente inferior do que aquela que seria tomada caso menos informações estivessem disponíveis,<sup>346</sup> uma vez que o investidor realizará um *trade off* entre o desejo por uma decisão mais precisa e o desejo de minimizar o esforço cognitivo necessário para tanto, até que alcance um balanço aceitável entre a precisão da decisão e o esforço empenhado para que ela seja tomada.<sup>347</sup>

Em contrapartida, seria absolutamente possível realizar decisões qualitativamente superiores ainda que dispondo de um volume menor de informações, utilizando uma estratégia de decisão mais complexa para processá-las.<sup>348</sup> Diante de uma tarefa mais simples, o indivíduo tenderá a considerar todas as opções disponíveis, usando uma estratégia decisória baseada na análise e processamento de uma maior quantidade de informações.

Inicialmente, parece evidente que, na medida em que determinado indivíduo recebe mais informações, a qualidade de sua decisão (sob a perspectiva da utilidade gerada pelo resultado final alcançado) irá aumentar.<sup>349</sup>

Contudo, uma vez atingido o grau de saturação (ou seja, o limite quantitativo de informações que ainda podem ser processadas por meio da utilização de uma estratégia de

---

<sup>343</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 2.

<sup>344</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 3.

<sup>345</sup> Cf. PAREDES, Troy, Op. cit. p. 13

<sup>346</sup> Ibidem.

<sup>347</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 21.

<sup>348</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 13.

<sup>349</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 21.

decisão mais complexa), a qualidade da decisão passa a decrescer com uma maior quantidade de informação, pois o processo decisório tenderá a ser simplificado, ignorando, inclusive, parte das informações disponíveis, de modo que elementos realmente relevantes para a tomada de decisão podem deixar de ser utilizados quando imersos em um enorme volume de informações menos importantes.<sup>350</sup>

Como consequência, uma das premissas norteadoras do regime de *disclosure*, qual seja, a de que o aumento na quantidade de informações disponíveis trará sempre benefícios aos investidores e ao mercado, é posta em cheque.

O regime informacional orientado dessa forma, sob a perspectiva de que mais informação será sempre melhor, pode tornar-se ineficiente, por ignorar a forma como a informação é efetivamente utilizada e processada pelos investidores, elemento que, uma vez considerado, permite, inclusive, avaliar em que medida seria efetivamente possível tomar melhores decisões de investimento dispondo de menos informações.<sup>351</sup>

Caso a incapacidade computacional de processar uma grande quantidade de informações acometesse apenas os investidores menos sofisticados, os efeitos do excesso de informação seriam extremamente reduzidos, pois esses costumam beneficiar-se da habilidade dos especialistas de mercado em buscar e processar grandes quantidades de informação, quer seja diretamente, utilizando-os como veículo de seus investimentos (e.g. fundos de investimento e fundos de pensão), quer seja indiretamente, confiando na capacidade desses com relação ao processamento das informações efetivamente importantes à tomada de decisão de investimento e aproveitando-se do produto de seu trabalho para nortear suas decisões individuais (e.g. analistas profissionais de investimento).<sup>352</sup>

Porém, conforme mencionado, seria irrazoável acreditar que os efeitos do excesso de informação na tomada de decisão assolam apenas os investidores menos sofisticados.

---

<sup>350</sup> Ibidem.

<sup>351</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 21-22. A esse respeito, referido autor afirma: “*The net result of having access to more information in combination with using a less accurate decision strategy as the information load increases is often an inferior decision. The essence of information overload is that a decision maker may make better decisions when she brings a more complex decision strategy to bear on less information than when she brings a simpler decision strategy to bear on more information. (...) Information overload, notably, does not depend on irrelevant or less important information crowding out material information, although that sometimes happens. A decision maker may suffer from information overload even if all the information disclosed is material to the decision. I should point out, though, that the decision maker still may be better off using a simpler decision strategy to evaluate vast quantities of information than if she tried to evaluate all the information available to her using a more complicated decision strategy; but that does not mean that she could not make a better decision with less information overall*” (PAREDES, Troy. Op. cit. p. 22.).

<sup>352</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. 31.

Conforme já mencionado, os profissionais do mercado de valores mobiliários, que tradicionalmente são os responsáveis pelo processamento da maior parte das informações divulgadas no mercado, estão igualmente expostos a limitações cognitivas e outros viesamentos, decorrentes, por exemplo, do excesso de confiança que pode acometer os profissionais de mercado quando do exercício de suas atividades,<sup>353</sup> o que também podem levá-los a economizar esforços cognitivos no processamento das informações disponíveis.

É evidente que os profissionais do mercado de valores mobiliários possuem capacidade computacional de informações mais elevada, bem como um maior discernimento quanto à relevância dessas em cenários em que é necessário focar em um determinado grupo de informações em detrimento de outros, devido ao excesso de informações disponíveis.<sup>354</sup> Adicionalmente, parece claro que esses participantes possuem maiores incentivos para tomarem melhores decisões no âmbito do mercado de valores mobiliários, posto que o aumento na precisão de tais decisões compensará o esforço adicional para obtê-las, uma vez que decisões equivocadas representam, no longo prazo, a saída desses profissionais do mercado, enquanto, para os investidores menos sofisticados, esse *trade off* poderá muitas vezes ser negativo.<sup>355</sup>

No entanto, essas constatações não levam automaticamente ao reconhecimento de que os investidores sofisticados e analistas profissionais de investimento não estão sujeitos, a partir de algum momento, à saturação informacional, que impede o adequado processamento de toda informação disponível.<sup>356</sup> Ocorre, apenas, que essa saturação ocorrerá a partir de uma quantidade maior de informações, em comparação aos investidores não sofisticados.<sup>357</sup>

Diante da constatação de que o excesso de informação pode levar a piores decisões de investimento, ao contrário do que costumeiramente orienta a política regulatória informacional, cumpre indagar quais medidas podem ser tomadas para mitigar os efeitos da saturação, principalmente se seria possível e conveniente reduzir a quantidade de informações exigidas dos emissores de valores mobiliários.

Alguns aspectos do regime de *disclosure* já levam, naturalmente, à atenuação dos efeitos do excesso de informação, como, por exemplo, a utilização da noção de relevância

---

<sup>353</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 34.

<sup>354</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 33.

<sup>355</sup> Ibidem.

<sup>356</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 32.

<sup>357</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 32.

como filtro selecionador das informações que devem ser divulgadas.<sup>358</sup> Porém, é evidente que sua efetividade dependerá da adequada definição do que é relevante no âmbito do mercado de valores mobiliários e do adequado comportamento dos emissores (devidamente acompanhado e respaldado por regras que imponham severas sanções ao descumprimento da obrigação informacional) no tocante à seletividade das informações a serem divulgadas.<sup>359</sup>

Outra maneira de aliviar os efeitos negativos causados pelo excesso de informação diz respeito à regulação específica da maneira como a informação é apresentada, que muitas vezes favorece a ocultação de informações relevantes em meio a todas as demais divulgadas (noção de *buried information*).<sup>360</sup>

A proposta de se solucionar as ineficiências decorrentes do excesso de informação por meio da redução do conteúdo das obrigações informacionais impostas aos emissores de valores mobiliários, por sua vez, deve ser analisada com extrema cautela.<sup>361</sup>

Parece natural pressupor que, uma vez verificado que os usuários das informações são capazes de processá-las de modo mais eficiente, empregando estratégias de decisão mais complexas, quando diante de menos informações, investidores tomarão melhores decisões se as obrigações informacionais dos investidores forem reduzidas, ou seja, menos informação promoverá decisões mais informadas.<sup>362</sup> Adicionalmente, a decisão de reduzir a amplitude do regime informacional reduziria o custo de cumprimento dessa obrigação, bem como os custos de eventual responsabilização na hipótese de falha na divulgação de informações.<sup>363</sup>

Porém, eventual decisão de reduzir o conteúdo das obrigações informacionais traz consigo diversos riscos e dificuldades.

A primeira delas, evidentemente, seria selecionar adequadamente quais informações excluir do regime. Diferentes tipos de investidores utilizam diferentes tipos de informação e se tornam saturados a partir de diferentes níveis quantitativos de informações divulgadas,<sup>364</sup> o que dificulta bastante a tarefa de selecionar as informações a serem

---

<sup>358</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 27.

<sup>359</sup> A importância das noções de relevância como filtros selecionadores das informações a serem divulgadas no âmbito do mercado de valores mobiliários será explorada no Capítulo 5.3.

<sup>360</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 15.

<sup>361</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 38.

<sup>362</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 30.

<sup>363</sup> Ibidem.

<sup>364</sup> A esse respeito, T. Paredes afirma: “Any number of specific questions could be studied, including: What information do different investors or securities market professionals want? What information do they

retiradas do regime,<sup>365</sup> e exigiria um posicionamento regulatório explícito sobre os efetivos destinatários das informações.<sup>366</sup>

Em adição, a decisão de reduzir a quantidade de informações integrantes do regime de divulgação obrigatória está sujeita a outras complicações, entre elas (i) o fato de o processo regulatório estar sujeito às pressões inerentes à escolha pública,<sup>367</sup> podendo desviar os objetivos a serem perseguidos com a eventual redução de informações; e (ii) o fato de o próprio regulador também estar sujeito à racionalidade limitada e a enviesamentos cognitivos, não sendo certo que todas as opções associadas a uma alteração regulatória serão adequadamente analisadas de modo que o resultado final seja melhor do que o regime atual.<sup>368</sup>

Há que se reconhecer, também, que o excesso de informações gera efeitos negativos essencialmente no tocante à função do regime de *disclosure* atinente à viabilização da tomada de decisão dos investidores e a precificação dos valores mobiliários.

Assim, alterações regulatórias voltadas a mitigar as distorções decorrentes do excesso de informação por meio da redução do conteúdo informacional obrigatório podem

*actually use and how? How does an unsophisticated investor select information as compared to a securities analyst? Do junior analysts use different decision strategies than senior analysts? How does more or less disclosure impact investor confidence? How does a person's capacity to process information vary with her expertise? How do people's information selection and processing and decision strategies respond to more information? Do individual investors perform better with training? If so, what kinds of training?"* (PAREDES, Troy. op. cit. p. 48.)

<sup>365</sup> A esse respeito, T. Paredes afirma: *"I am confident, for example, that much of what is presently disclosed goes largely unused. If information is not being used, why require that it be disclosed? Information is costly to disclose because of transaction costs and the increased risk of liability under the federal securities laws for the issuer and its directors and officers when mandatory disclosure requirements are stringent. In order to reduce the cost of capital, it might make sense to rationalize disclosure requirements by deleting required disclosures that do not meaningfully contribute to the investment decision of experts. The difficulty, of course, is determining what items to delete. If useful items are deleted, the experts might do worse with less information. Complicating matters, as the following discussion suggests, not every expert wants or uses the same information"* (PAREDES, Troy. Op. cit. p. 36.)

<sup>366</sup> A respeito da possibilidade de reduzir a extensão das obrigações informacionais aplicáveis aos emissores de valores mobiliários, selecionando apenas aquelas que são efetivamente úteis para o grupo de investidores destinatário do regime informacional, T. Paredes apresenta as seguintes alternativas: *"First, disclosure could be tailored to the median user of the information. This might be a good enough approximation of what each user needs to enable all users to do well enough. Second, disclosure could be tailored to the experts, whose trades and analyses are the key determinants of security prices. It is worth noting, however, that the SEC, in adopting Regulation FD, expressed significant regard for the individual investor, even at the risk of less overall disclosure and less efficient capital markets. In the spirit of Regulation FD, then, a third option is to tailor disclosure to (unsophisticated) individual investors. This, however, might compromise capital market efficiency if it denies the expert filters key information that they can process without being overloaded, although analysts and other experts could always pressure management for additional disclosures. A fourth possibility is a tiered disclosure system. For example, one set of disclosures could be available to experts and a different set of disclosures could be available to lay investors"* (PAREDES, Troy. Op. cit. p. 37).

<sup>367</sup> Conforme explorado no Capítulo 1.4.

<sup>368</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 37.

afetar de modo significativo os outros papéis desempenhados pelo regime informacional no mercado de valores mobiliários (ainda que efetivamente garantam uma melhor tomada de decisão de investimento e precificação dos valores mobiliários),<sup>369</sup> prejudicando, assim, a funcionalidade global do regime informacional enquanto mecanismo mantenedor da higidez do mercado e propulsor de seu desenvolvimento.

Exemplificativamente, é evidente que a redução do conteúdo informacional obrigatório pode afetar a confiança dos investidores na estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários,<sup>370</sup> diminuindo a sensação de que os emissores estão sujeitos a um rígido escrutínio informacional que coíbe abusos de sua parte.

A redução da quantidade de informações exigidas, pode, também, reduzir a funcionalidade do regime informacional relacionada à administração da seleção adversa de emissores, na medida em que se tornará mais fácil aos emissores de menor qualidade cumprir com as obrigações informacionais e, assim, comportar-se como se de boa qualidade fosse.<sup>371</sup> É certo que a eventual redução também impactará na funcionalidade relativa à determinação da extensão do regime de responsabilidade dos emissores, ofertantes e intermediários de ofertas públicas de valores mobiliários.

De qualquer forma, o reconhecimento de que, em decorrência do excesso de informações, alguns elementos extremamente relevantes para a tomada de decisão de investimento e para a adequada precificação dos valores mobiliários podem ser simplesmente ignorados por investidores e analistas que atuam no mercado, constitui mais uma justificativa para a relativização da hipótese dos mercados eficientes enquanto teoria explicativa do real funcionamento do mercado de valores mobiliários, bem como para o afastamento do preço de mercado dos ativos negociados de seu valor intrínseco.<sup>372</sup>

---

<sup>369</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 39.

<sup>370</sup> A esse respeito, T. Paredes afirma: “*it is difficult to know for sure how investors might respond to a regulatory change calling for less disclosure. For example, it is at least possible that this would erode investor confidence as investors became concerned that the federal securities laws were not adequately policing issuers*” (PAREDES, Troy. Op. cit. 37).

<sup>371</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 45-47.

<sup>372</sup> A esse respeito, T. Paredes afirma: “*As a result of information overload, individual investors, securities analysts, money managers, and others might not consider all relevant information in making investment decisions. Which information is considered will depend, in part, on which decision strategy an individual uses and what information an individual ignores or overlooks in evaluating securities. Different individuals will focus on different information. (This would be true even if each person used a similar decision strategy and there was no information overload.) If key information is not used, not only are capital markets not informationally efficient, but security prices will not reflect fundamental value. So as not to overstate the concern, it is important to note that if ‘enough’ investors and market professionals consider each item of (material) information, the information can be incorporated in security prices; the ECMH does not depend on each individual considering each piece of information*” (PAREDES, Troy. Op. cit. p.55-56).

3.2.2.6 Implicações: relativização da funcionalidade do regime informacional referente à tomada de decisão de investimento e a eficiência informacional

Às críticas à teoria da escolha racional e à hipótese dos mercados eficientes enquanto teorias explicadoras do real comportamento dos investidores e funcionamento do mercado de valores mobiliários, respectivamente, trazem importantes questionamentos à estrutura regulatória do regime de *disclosure*, principalmente com relação à sua mais aclamada função, associada ao subsídio da tomada de decisão do investidor e da adequada precificação dos valores mobiliários negociados.

Fica evidente que o comportamento dos preços dos valores mobiliários é muito mais complexo do que o propagado pela hipótese dos mercados eficientes, posto que grande parte de suas variações pode ser melhor explicada por aspectos operacionais do mercado ou psicológicos dos investidores do que por elementos econômico-financeiros.<sup>373</sup> Questiona-se, ainda, até que ponto a maior quantidade de informações contribui para melhores decisões de investimento, dadas as limitações cognitivas dos investidores que impedem seu adequado processamento.

É possível questionar, portanto, em que medida seria necessária uma resposta ou mudança de orientação regulatória diante dessas evidências de que investidores, de modo geral, atuam em dissonância com os pressupostos da teoria de escolha racional,<sup>374</sup> bem como de que o mercado de valores mobiliários não é dotado da eficiência informacional que tradicionalmente lhe é atribuída. Ou ainda, se diante dessas constatações, seria viável manter a eficiência informacional como um dos objetivos da regulação desse mercado a ser perseguido por meio do regime de *disclosure*, a partir do reconhecimento de que é impossível tratar as peculiaridades operacionais do mercado e comportamentais dos investidores que a afetam.

Sob uma perspectiva econômica, S. Grossman e J. Stiglitz afirmam que um

---

<sup>373</sup> Cf. Cox, James, et al. Op. cit. p. 113. Reconhecendo essa situação, J. Keynes chegou a afirmar que o preço das ações reflete a estratégia dos investidores de decidir acerca da compra ou venda de seus títulos não com base nos seus fundamentos econômicos, mas a partir de seu julgamento sobre a atitude que seria tomada pelos demais investidores, de modo que os agentes limitar-se-iam a tentar inferir qual seria o comportamento dos demais diante de uma determinada informação, e, com base nessa suposição, tomariam suas decisões de investimento em antecipação a essa reação.(Cf. KEYNES, John Maynard. Op. cit. p. 147-164).

<sup>374</sup> A esse respeito J. Coffee e H Sale afirmam: “*How should policy makers respond to the growing evidence that investors are systematically less than rational? On the one hand, there is a danger of excessive paternalism, but, on the other, there may also be some need to recognize that mandatory disclosure may not be in all cases the optimal regulatory answer*” (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 226).

mercado informacionalmente eficiente é inatingível.<sup>375</sup> Isso porque a obtenção de informação, conforme a valiosa lição de G. Stigler, é custosa, e essa atividade apenas será realizada quando esse custo for inferior aos ganhos derivados da propriedade da informação.<sup>376</sup>

Assim, os preços não refletirão permanentemente todas as informações disponíveis, pois no momento em que isso ocorresse, diante da já mencionada impossibilidade de obtenção de ganhos, não existiria mais incentivos à obtenção de novas informações, que então deixariam de ser incorporadas aos preços, afastando-os da eficiência informacional até que esses ganhos (e, conseqüentemente os ganhos derivados da obtenção de informações) passem a ser novamente possíveis.<sup>377</sup>

Dessa forma, o mercado de valores mobiliários funcionaria, em qualquer cenário, em um “equilibrado nível de desequilíbrio”,<sup>378</sup> incorporando as informações de modo rápido, mas não o suficiente para negar aos profissionais que nele atuam (investidores e analistas) ganhos a partir de obtenção de informações divulgadas.<sup>379</sup>

Adicionalmente, qualquer plano de incrementar a eficiência informacional do mercado de valores mobiliários por meio da tentativa de racionalizar a atuação dos investidores também parece indesejável.

Conforme asseverado por S. Bainbridge, a aceitação dos ditames da economia comportamental com relação ao funcionamento do mercado de valores mobiliários traz consigo o risco de um exacerbado paternalismo regulatório, na tentativa de equalizar os

<sup>375</sup> Cf. GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 70, n° 3, p. 393-408.

<sup>376</sup> Cf. GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. Op. cit. p. 393

<sup>377</sup> Nesse sentido, S. Grossman e F. Stiglitz afirmam: “*We have argued that because information is costly, prices cannot perfectly reflect the information which is available, since if it did, those who spent resources to obtain it would receive no compensation. There is a fundamental conflict between the efficiency with which markets spread information and the incentives to acquire information*” (GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. Op. cit. p. 405. J. Coffee e H. Sale, por sua vez, afirmam: “*Rather, the market may experience oscillating cycles of near perfect efficiency, followed by relative inefficiency, as traders suspend the costly pursuit of new information as returns from such activity fade, but then later resume their search for new information once the market becomes less efficient and so offer positive returns from the acquisition of new information*” (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 208).

<sup>378</sup> A esse respeito, S. Grossman e F. Stiglitz afirmam: “*the assumptions that all markets, including that for information are always in equilibrium and always perfectly arbitrated are inconsistent when arbitrage is costly. We propose here a model in which there is an equilibrium degree of disequilibrium: prices reflect the information of informed individuals (arbitrageurs) but only partially, so that those who expend resources to obtain information do receive compensation*” (GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. Op. cit. p. 393).

<sup>379</sup> Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 208.

problemas que derivam do comportamento dos investidores e seus impactos.<sup>380</sup>

Intervenções regulatórias almejando mitigar as ações dos investidores afastadas da racionalidade proposta pela teoria da escolha racional no âmbito do mercado de valores mobiliários recorrentemente partem do pressuposto de que essa realidade acomete apenas os investidores menos sofisticados,<sup>381</sup> o que, conforme já mencionado, não se verifica.

Dessa forma, qualquer tentativa de racionalizar o mercado de valores mobiliários (e, conseqüentemente, aproximar seu funcionamento do proposto pela hipótese dos mercados eficientes) que leve à restrição ou desincentivo à interferência direta dos investidores não sofisticados nos processos decisórios no mercado (que, nessa hipótese, ficariam adstritos a realizar seus investimentos por meio de investidores profissionais), não seriam suficientes ao cumprimento desse objetivo, e, pior, poderiam produzir uma precificação ainda mais ineficiente do que em um mercado repleto de investidores menos sofisticados e sujeitos às mais variadas limitações cognitivas.<sup>382</sup>

Isso é devido às diversas perspectivas com base nas quais os investidores não sofisticados tomam suas decisões de investimento (e a variedade de desvios cognitivos e processos heurísticos que os acometem), o que tende a promover uma relativa compensação perante os desvios cognitivos cometidos pelos investidores profissionais, que, apesar de, conforme visto, não promover a anulação mútua desses “ruídos”, mitigam relativamente seus efeitos.<sup>383</sup>

Conseqüentemente, retirar esses investidores do mercado significaria deixá-los sujeitos a um conjunto mais restrito e padronizado de desvios cognitivos, isentos dos

<sup>380</sup> A esse respeito, S. Bainbridge afirma: “*it seems probable that behavior economics increasingly will be invoked by those who favor government intervention precisely because behavioral economics offers a new line of argument in favor of regulating private conduct*” (BAINBRIDGE, Stephen M. Op. cit. p. 1027).

<sup>381</sup> A esse respeito, G. La Blanc e J. Rachlinski afirmam: “*Regulations to curb irrational investment could be accomplished in several ways. Incentives to save money for retirement could be structured so as to favor collective pools of investments, rather than individual accounts. Additionally, regulations could encourage individual investors to make investment choices through a professional advisor, rather than on their own. The rise of Internet investing, in which individuals can quickly transfer their investments on an irrational whim might be a disastrous development that should be curtailed. Investor education programs could also reduce the degree of erroneous beliefs about the markets. Finally, advertisements that play into the irrationality of individual investors might get closer scrutiny*” (LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. In *Prase of Investors Irrationality*. In: PARISI, Francesco; SMITH, Vernon. Op. cit. p. 543).

<sup>382</sup> Cf. LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Op. cit. p. 545. Trata-se, conforme será explorado no Capítulo 3.3, de ideia similar à proposta de S. CHOI no sentido de certificar os investidores e, a partir dessa certificação, limitar as espécies de valores mobiliários que esses podem negociar, a partir do nível de divulgação de informação a seu respeito, que, em contrapartida, seria definido voluntariamente pelos próprios emissores (Cf. CHOI, Stephen J. *Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal*, UC Berkeley, 2000, Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=202049](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=202049)>. Acesso em: 13 fev. 2011).

<sup>383</sup> Cf. LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Op. cit. p. 545.

mecanismos de correção relativa acima descritos, o que pode gerar um impacto ainda mais negativo (sob a perspectiva da eficiência informacional) na formação dos preços no mercado secundário.<sup>384</sup>

Não se pode, também, superestimar a capacidade dos órgãos reguladores de solucionar esse tipo complexo de problema por meio da intervenção estatal. O processo político-regulatório, conforme já mencionado, além de sujeitar-se aos elementos indicados pela teoria da escolha pública, também é suscetível aos mesmos enviesamentos cognitivos e processos heurísticos que acometem os investidores no mercado de valores mobiliários.<sup>385</sup>

Ademais, é questionável em que medida os pressupostos da economia comportamental devem, de fato, suplantar a teoria da escolha racional enquanto modelo normativo orientador da política regulatória do mercado de valores mobiliários.<sup>386</sup> Conforme alertado pelos próprios H. Simon, A. Tversky e D. Kahneman, não se questiona a validade da teoria da escolha racional enquanto modelo teórico que busca identificar o comportamento esperado dos indivíduos em determinadas circunstâncias, mas sim sua limitação em respaldar os comportamentos efetivos, de modo que não obstante as implicações dessa limitação não possam ser ignoradas pela política regulatória, isto não significa que a elaboração normativa deva dela se distanciar, dadas as mencionadas dificuldades em incorporar os elementos da economia comportamental às políticas regulatórias.<sup>387</sup>

---

<sup>384</sup> A esse respeito, G. La Blanc e J. Rachlinski afirmam: *“The multiple perspectives individual investors adopt may be more likely to offset one another and be more easily corrected, whereas institutions may produce errors that lack corrective mechanisms and could have a greater impact on pricing. A behavioral finance perspective, we contend, supports our view that the irrationality of individual investors is a valuable component to the capital financing structure upon which our economy depends”* (LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Op. cit. p. 545).

<sup>385</sup> Cf. HUANG, Peter. *Regulating Irrational Exuberance and Anxiety*. In: PARISI, Francesco; SMITH, Vernon. Op. cit. p. 522.

<sup>386</sup> A esse respeito, S. Bainbridge afirma: *“The chief claim of behavioral economics relevant to the work of lawyer- economists is that public policy cannot always be based on the assumption of rational choice. Yet, it is far from clear that behavioral economics is ready to supplant rational choice as a guide to public policy”* (BAINBRIDGE, Stephen M. Op. cit. p. 1053). Em sentido similar, T. Paredes afirma: *“The psychology of investing is starting to influence how we think about the proper structure and enforcement of the federal securities laws. While I do not think we are ready to toss aside the rationality assumption completely, we are at the point where we should focus more on how people really act and think in regulating our capital markets”* (PAREDES, Troy. Op. cit. p. 24).

<sup>387</sup> Em contrário, D. Langevoort considera que alguns comportamentos advindos dos desvios comportamentais referidos pela economia comportamental podem ser incorporados à política regulatória do mercado de valores mobiliários e, nesse sentido, afirma: *“If so-called irrational activity is simply random and unpredictable, then markets are nothing more than noisy. However, if the non-rational properties of the securities markets reflect predictable behavioral tendencies – in other words, that the animal spirits that seemingly drive the markets are well grounded in cognitive and social psychology – then there is something*

O mesmo vale com relação à hipótese dos mercados eficientes, que não obstante seja incapaz de demonstrar o comportamento efetivo dos preços no âmbito do mercado de valores mobiliários (que era, declaradamente, sua pretensão), é útil enquanto modelo apto para indicar o comportamento esperado dos mesmos.

Ademais, o reconhecimento de que existem aspectos comportamentais dos investidores que afetam a tomada de decisão de investimento não implica na assunção de que não há nenhuma correlação entre informação e preço dos valores mobiliários, de modo que os últimos são afetados randomicamente apenas por elementos exógenos aos fundamentos econômicos a eles subjacentes.<sup>388</sup> Reconhece-se, apenas, que essa correlação não é absoluta.

Nesse sentido, a contribuição dos ensinamentos da economia comportamental alinha-se, em verdade, com a ideia de que a informação não é o único elemento influenciador da precificação dos valores mobiliários, que se sujeita, também, a aspectos psicológicos, emocionais e a desvios cognitivos no processamento das informações disponíveis que afastam a tomada de decisão do resultado maximizador de utilidade (esperado pela aplicação da teoria da escolha racional), afetando a incorporação da informação ao preço do respectivo valor mobiliário, bem como afastando o referido preço do valor intrínseco a ele subjacente.

Dessa forma, qualquer tentativa de invalidar por completo a funcionalidade do regime de *disclosure* a partir da constatação de que os investidores não se comportam de modo absolutamente racional no mercado, tomando decisões desassociadas dos fundamentos econômicos derivados das informações disponíveis, e de que o funcionamento do mercado não goza da eficiência informacional propugnada pela hipótese dos mercados eficientes (quer seja pelos aludidos desvios comportamentais dos investidores, ou pelos mencionados aspectos operacionais do mercado que interferem na incorporação das informações aos preços) deve ser considerada insuficiente.

Não apenas por pressupor a ausência completa de correlação entre informação, tomada de decisão e preço dos valores mobiliários (o que, conforme já dito, não se

---

*more to say, something that might be useful to the task of securities regulation*” (LANGEVOORT, Donald (2002). Op. cit. p. 3)

<sup>388</sup> A esse respeito, L. Stout, sobre a flexibilização dos pressupostos da hipótese dos mercados eficientes à luz dos ensinamentos da economia comportamental, afirma: “*This is not to say that market prices do not respond quickly to certain kinds of information, or that prices are utterly divorced from reasonable estimates of value. But the evidence at this point does not support the close correlation between price and value predicted by orthodox efficient markets theory*” (STOUT, Lynn (2003). Op. cit. p. 39 e 40).

sustenta), mas também por ignorar todas as outras funções desempenhadas pelo regime informacional obrigatório que não se relacionam efetivamente com a precificação dos ativos e a tomada de decisão dos investidores.

Por outro lado, esses elementos, que de certa forma fragilizam aquela que recorrentemente é apontada como a principal (ou única) função do regime de *disclosure* não podem ser ignorados quando da definição do conteúdo das obrigações informacionais, devendo ser cuidadosamente ponderados no bojo da indispensável análise de custos e benefícios que envolve a estruturação do regime informacional.

Assim, é necessário reconhecer que parte dos benefícios oriundos da titularidade de determinadas informações úteis à avaliação dos fundamentos econômicos das companhias (e, conseqüentemente, à tomada de decisão de investimento e à adequada precificação dos valores mobiliários) serão mitigados por aspectos operacionais do próprio mercado e comportamentais dos agentes que nele atuam, tornando os custos associados à tentativa de aprimorar essa funcionalidade do regime de *disclosure* simplesmente impeditivos, sob pena de se comprometer a eficiência do regime regulatório e, no limite, o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

### 3.3 O INCENTIVO À DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES

Outro importante ponto de questionamento relacionado ao regime de divulgação de informações diz respeito a sua natureza mandatária.

Não se trata, obviamente, de negar a importância da informação à estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários, mas sim de indagar acerca da necessidade e/ou conveniência de intervenção regulatória a esse respeito, assumindo que existiriam grandes incentivos para que as informações de interesse dos investidores (ou pelo menos parte delas) fossem voluntariamente disponibilizadas.<sup>389</sup>

A necessidade de imposição das obrigações informacionais no âmbito do mercado de valores mobiliários, conforme explorado no Capítulo 2.4.3 acima, advém da aceitação de existe uma efetiva falha de mercado a esse respeito, de modo que os incentivos à retenção da informação pelos emissores, seus administradores e acionistas controladores tenderiam a ser maiores do que os benefícios a serem auferidos a partir de sua divulgação,

---

<sup>389</sup> Nesse sentido, ao referir-se ao mercado de valores mobiliários norte-americano, H. Kripke afirma: “*In the broad securities markets of today’s United States, where an issuer can seek equity or debt financing, not a country without any broad financial markets like Uganda or Namibia or even most Europe, the question is whether the insistent detailed disclosure still being mandated and cumulated by the SEC is necessary or whether market forces would cause adequate disclosure*” (KRIPKE, Homer (1979). Op. cit. p. 117).

considerando os já mencionados problemas de agência e a natureza de bem público associada à informação.

Não obstante essa seja a abordagem regulatória predominante no que diz respeito ao regime de *disclosure*, diversos são os argumentos apresentados em prol de sua desregulamentação (ainda que parcial), sob o pressuposto de que os incentivos à divulgação voluntária seriam superiores aos incentivos à retenção da informação, considerando a consequente redução do custo de capital dos emissores advinda da divulgação de informações de interesse dos investidores,<sup>390</sup> bem como o efeito sinalizador que a informação possui com relação à qualidade dos empreendimentos por eles desenvolvidos.<sup>391</sup>

Em que pese sua natureza de bem público,<sup>392</sup> a informação afeta aos emissores de valores mobiliários goza de uma particularidade específica, qual seja o fato dos seus

<sup>390</sup> Sobre os incentivos à divulgação voluntária de informações e a consequente redução do custo de capital dela resultante, S. Bainbridge afirma: “*Start with the perfectly plausible assumptions that investors value disclosure and that corporations desire to minimize their cost of capital. Or, more precisely, assume that the marginal benefit of an additional unit of disclosure (however measured) declines as more is produced, while the marginal cost of producing additional units rises as more are produced. Further assume that at  $t = 0$  the capital markets are in a disequilibrium state in which the marginal benefit of additional disclosure to investors exceeds the marginal cost to a firm of providing such disclosure. Under those conditions, potential gains from trade exist. Both investors and the firm will be better off if the latter provides additional disclosure. Absent some market failure, neoclassical economics predicts that the firm will voluntarily provide additional disclosures until an equilibrium is reached in which the marginal benefit of providing an additional unit of disclosure equals the marginal cost of producing that additional unit*” (BAINBRIDGE, Stephen. Op. cit. p. 1028-1029).

<sup>391</sup> A esse respeito, R. Romano afirma: “*Little tangible evidence exists to support the claim that the market under- produces corporate information or the corollary that the benefits to investors from information that firms do not produce in the absence of mandatory disclosure actually outweigh their costs. For instance, before the enactment of the federal securities laws in the 1930s, public corporations voluntarily disclosed financial statements, usually under a stock exchange listing requirement, that contained substantially all the information subsequently required under the federal laws. In addition, financial disclosures were typically audited: the vast majority of New York Stock Exchange firms’ financial statements were audited before the NYSE required the practice in 1932*” (ROMANO, Roberta. *The advantage of competitive federalism for securities regulation*. Washington D.C : The AEI Press, 2002. p. 16). A esse respeito, J. Benson conduziu, no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, polêmico e contestado estudo empírico sobre a efetividade do regime de *disclosure* implementado após a edição do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, concluindo que as companhias norte-americanas já disponibilizavam, em decorrência das regras de listagem da *New York Stock Exchange*, todas as informações importantes cuja divulgação passou a ser obrigatória após a edição dos referidos diplomas (Cf. BENSTON, George J. *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*. *American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, nº. 63, 1973, p. 132-155).

<sup>392</sup> S. Bainbridge considera que a constatação de que a informação possui características de bem público não é elemento suficiente para, *per se*, justificar a necessidade de intervenção regulatória no sentido de exigir sua prestação por parte dos emissores. A esse respeito, referido autor afirma: “*While it is conventional to treat information as a public good, slapping the public good label on securities-related information is not enough to justify government intervention. It must first be shown that firms in fact will not voluntarily disclose optimally and that government mandates will lead to efficient levels of disclosure. Those points are still controverted*” (BAINBRIDGE, Stephen. Op. cit. p. 1031).

destinatários possuírem algum poder de barganha com relação a ela,<sup>393</sup> o que não se verifica (pelo menos na mesma intensidade) em outras situações em que a falha de mercado associada à assimetria informacional tende a ocorrer.

Parece evidente que, no mercado primário de valores mobiliários, se um determinado emissor deixar de divulgar informações em um nível satisfatório, os investidores aplicarão um desconto no preço dos valores mobiliários de sua emissão, o que representa justamente essa desinformação sobre o futuro dos negócios a serem desenvolvidos, levando, portanto, a um aumento do custo de capital.<sup>394</sup>

Adicionalmente, um emissor que almeja obter o maior preço possível pelos valores mobiliários emitidos deverá necessariamente tomar todas as atitudes justificáveis, sob uma perspectiva de custo e benefício, para fazer com que os títulos por ele ofertados tornem-se valiosos no mercado secundário, considerando que os investidores que subscrevem os valores mobiliários no mercado primário têm a pretensão de vendê-los por preço maior no futuro, contando com sua valorização.<sup>395</sup>

Esse potencial de valorização depende, em grande parte, das informações a serem divulgadas em bases constantes pelo emissor, e influenciará o valor que os investidores estão dispostos a pagar pelo ativo no mercado primário.

Dessa forma, o emissor seria incentivado, também, a comprometer-se com a divulgação contínua de informação, uma vez que, caso contrário, os potenciais compradores dos valores mobiliários no mercado secundário aplicarão um desconto no respectivo preço (decorrente da falta de informações a seu respeito), e, conseqüentemente, o investidor inicial, que subscreveu o valor mobiliário no mercado primário, antecipando esse cenário, aplicaria esse desconto desde logo, mesmo que, naquele momento, as informações sejam devidamente prestadas.<sup>396</sup>

A questão, portanto, é justamente o sopesamento desses incentivos com os já mencionados incentivos à retenção da informação.

Outra frequente crítica ao caráter mandatório do regime de *disclosure* recai sobre a efetiva capacidade do Estado em definir o conteúdo das obrigações informacionais aplicáveis aos emissores de valores mobiliários, à luz da necessária análise de custos e benefícios associada a essa decisão, pois esse não conseguiria aferir nenhum desses dois

---

<sup>393</sup> Cf. KRIPKE, Homer (1979). Op. cit. p. 118.

<sup>394</sup> Cf. CHOI, Stephen. Op. cit. p. 25.

<sup>395</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Mandatory disclosure and the protection of investors. *Virginia Law Review*. Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 70, 1974, p. 694.

<sup>396</sup> Cf. CHOI, Stephen. Op. cit. p. 25.

elementos com a mesma precisão do que, respectivamente, fornecedor e destinatários das informações.<sup>397</sup>

Trata-se de questionamento pertinente, na medida em que a obrigação de divulgar informações além do nível ótimo representa desperdícios de recursos, impondo ônus aos emissores sem proporcionar qualquer benefício aos invidores e ao mercado, gerando ineficiência e afastando o mercado de valores mobiliários de seus objetivos principais.

O Estado evidentemente possui menos informações sobre as necessidades específicas dos emissores e dos investidores no tocante ao conteúdo das obrigações informacionais, bem como estaria sujeito, quanto a essa tomada de decisão, às mesmas limitações cognitivas, irracionalidades e enviesamentos que acometem os investidores quando da tomada de decisão de investimento.<sup>398</sup> Sem mencionar o risco de o regime de divulgação de informações ser orientado por elementos políticos e ficar sujeito a *rent-seeking*, não guardando correlação com as efetivas necessidades dos investidores e com os objetivos dos emissores.<sup>399</sup>

Por outro lado, em um regime de divulgação voluntária de informações, o emissor teria incentivos para divulgar informações até um determinado ponto de equilíbrio, em que o custo marginal da divulgação ainda é inferior ao benefício marginal por ela gerado.<sup>400</sup>

Considerando que o bem-estar financeiro da companhia influencia diretamente a situação financeira de seus administradores e acionistas controladores, esses teriam um incentivo genuíno no atingimento do *trade off* adequado entre redução de custo de capital e

<sup>397</sup> Ou, em outras palavras, determinar o nível ótimo de divulgação de informações, entendido como aquele em que o benefício marginal da informação experimentado pelos investidores excede os custos marginais suportados diretamente pelos emissores para promover a respectiva divulgação.

<sup>398</sup> Cf. BAINBRIDGE, Stephan. Op. cit. p. 1057-1058.

<sup>399</sup> Cf. BAINBRIDGE, Stephan. Op. cit. p.1058. Nesse sentido, é de se notar que referido desafio também foi reconhecido, no que diz respeito ao mercado de valores mobiliários norte-americano, na esfera do *Advisory Committee on Corporate Disclosure*, conforme se depreende a partir do seguinte trecho de seu relatório de trabalho: "*In the context of disclosure regulation, the SEC attempts to determine the amount and nature of corporate disclosure that would take place, absent the inefficiencies induced by the externalities. In the case where the prospective shareholders are free riders, this involves an attempt to determine their demand for information. In general, investor demand for information will be influenced by the wealth, risk preferences, and beliefs of investors, which is a nontrivial demand for information by the regulatory agency. Economic analyses which show the attainment of a more efficient solution via governmental regulation typically assume perfect knowledge on the part of the regulatory body, which is obviously an unrealistic assumption. Where it is too costly or simply infeasible to obtain the desired information, implementation error by the regulatory agency due to imperfect information may occur*" (ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. 629-630).

<sup>400</sup> Cf. BAINBRIDGE, Stephan. Op. cit. p. 1056. Nesse sentido, referido autor afirma que a divulgação insuficiente de prejudica os investidores, que são tolhidos de informações de que precisam, o que acarreta em aumento do custo de capital para os emissores. A divulgação de informações desnecessárias, além dos já comentado impacto decorrente do efeito do excesso de informações, também prejudica os investidores na medida em que representa na imposição de um custo para o emissor (e, indiretamente, para o próprio investidor) que não se justifica em face do benefício que gera (BAINBRIDGE, Stephan. Op. cit. p. 1056).

utilização de recursos na divulgação de informações, ao contrário do que ocorre com o Estado, que ao definir o conteúdo das obrigações informacionais, não possui incentivos da mesma natureza.<sup>401</sup>

Dessa forma, milita a favor da concepção de que um regime de divulgação de informações em bases voluntárias seria mais adequado, o fato de que as partes diretamente interessadas, quais sejam emissores e investidores, tenderiam a negociar de modo mais efetivo o conteúdo das informações consideradas úteis e cujos custos de produção e disseminação sejam inferiores aos benefícios gerados por sua detenção,<sup>402</sup> ao passo que a falta dessa perspectiva por parte do Estado quando da definição do conteúdo das obrigações informacionais, ou seu desinteresse em averiguar quais tipos de informações são exigidas e divulgadas em situações em que há negociação entre emissores e investidores,<sup>403</sup> poderia levar a ineficiências.

Entretanto, a ideia acima exposta pressupõe que o poder de barganha de que dispõe os investidores com relação às informações a serem disponibilizadas seja efetivo o suficiente para permitir uma real negociação a esse respeito com os emissores, ou que os custos de transação associados à essa negociação não sejam impeditivos.

Conforme já mencionado no Capítulo 2.4.3, em situações em que os custos de transação associados a uma determinada negociação são impeditivos, o Estado deveria intervir de modo a garantir o resultado que naturalmente seria obtido por meio dessa mesma negociação, caso a mesma fosse possível. A questão que se coloca, então, é

<sup>401</sup> Cf. BAINBRIDGE, Stephan. Op. cit. p. 1057

<sup>402</sup> Nesse sentido, sobre o mercado norte-americano, H. Kripke afirma: “*A disclosure will be supplied voluntarily by issuers interested in the capital markets when there is a consensus among suppliers of capital or other transactions in the capital markets that this information is necessary to them for lending and investment decisions. Issuers will supply it because the alternative is to forego access to the capital markets. If, on the other hand, it is material only under SEC conceptions, it will not be supplied unless SEC mandates its disclosure. If we assume an absence of SEC compulsion, those aspects of the SEC system that are considered material to their decisions will be required by lenders and investors without the Commission’s prompting, and will be furnished. Other parts will not be demanded*” (KRIPKE, Homer (1979). Op. cit. p. 119).

<sup>403</sup> A esse respeito, H. Kripke refere-se ao regime norte-americano das ofertas privadas de valores mobiliários (*private placements*), situação na qual não há interferência do Estado na delimitação do conteúdo informacional a ser disponibilizado pelo emissor, mas sim efetiva negociação com os potenciais investidores, afirmando: “*When there are market – i.e., negotiated – systems of disclosure side by side with the mandatory system, one would think that the governmentally mandated system would be carefully and frequently checked to see that it produces disclosures relevant to those negotiated from issuers by investors who are free to contract for what they wanted without governmental constraint. Alongside the Securities Act disclosure system for public offerings are systems of private placement for debt securities of institutional quality and for “venture capital” equity securities operating under the private placement (§ 4[2]) exemption. In both systems, investors and issuers freely negotiated for forty years the information to be furnished by the issuer to prospective investor. If the SEC really wanted to know what information investors demand and use and how securities decisions are made, and to what extent a mandatory system was necessary, it could have done no better than to study some of these private placements*” (KRIPKE, Homer (1979). Op. cit. p. 121).

justamente se essa é a hipótese da informação no mercado de valores mobiliários.

A defesa da desnecessidade de um regime informacional compulsório recai na ideia de que, não obstante a impossibilidade da coletividade de investidores negociar acerca das informações por eles desejadas junto ao emissor, existiriam mecanismos de garantir o mesmo efeito que resultaria dessa negociação por meios outros que não a intervenção do Estado, pelo menos no mercado primário, onde essa negociação poderia ser perfeitamente feita pelos intermediários das ofertas públicas.<sup>404</sup>

Em adição, a hipótese de que existem fortes incentivos à divulgação voluntária de informações (ainda que apenas de parte delas) é corroborada pelo comportamento dos emissores verificado no mercado de valores mobiliários.

É de se notar que nem toda a informação por eles divulgada é fruto da obrigatoriedade imposta pelo regime regulatório de prestação informacional,<sup>405</sup> e não raros são os episódios em que emissores voluntariamente se submeteram a um regime de prestação informacional mais rígido do que o exigido pela regulação a qual estavam sujeitos, em busca da diminuição de seu custo de capital<sup>406</sup> ou em atendimento aos anseios

---

<sup>404</sup> A esse respeito, H. Kripke afirma: *“I have argued that the market performs so well in providing desired information on a negotiated basis that there is no need for the mandated system. But this position rested on cases of information obtained from the issuer in private placements or developed by analysts. These users are strong enough to negotiate. What about the small investor? Must we invoke the economic view that when the negotiation or transaction cost would be too high, government may reasonable step in to achieve approximately the same result as negotiation? The average small investor could not negotiate effectively for information, and it might be argued that the mandated system is therefore necessary. But underwriters of a public issue mediating between issuer and investor have the same negotiating strength as the large institutional investors in an institutional private placement, or the group of ventures in a venture capital private placement. They have every reason to obtain and to furnish correct information because their reputations are on the line”* (KRIPKE, Homer (1979). Op. cit. p. 122-123). Sobre os já mencionados incentivos à divulgação voluntária de informação no mercado secundário, referido autor afirma: *“The problem of disclosure under continuous information system for the trading market is different. In contrast with a distribution, the issuer here seemingly does not want anything, and there is no clearly identified group of buyers with whom to bargain concerning disclosures. But the issuer does want a healthy market for its stock (...). The size of that equity can significantly affect the company’s borrowing power, the interest rate it pays on its borrowings, and the value of its ‘paper’ in mergers and acquisitions. The market value of the stock is also important to the management for personal reasons. The management typically has stock, stock options, phantom stock or stock appreciation rights”* (KRIPKE, Homer (1979). Op. cit. p. 123). Esse mesmos argumentos, entretanto, podem ser usados para justificar o eventual desincentivo que acometeria os administradores e acionistas controladores dos emissores com relação a divulgar informações importantes para os investidores e para o mercado, mas que podem impactar negativamente na cotação dos valores mobiliários de sua emissão. Por outro lado, existem mecanismos organizacionais de governança corporativa (e.g. comitê de auditoria e conselho de administração com composição majoritária de conselheiros independentes) que podem auxiliar no controle desse tipo de desvio na hipótese de um regime voluntário de divulgação de informações (Cf. KRIPKE, Homer (1979). Op. cit. p. 124).

<sup>405</sup> Cf. COX, James, et al. Op. cit. p. 254.

<sup>406</sup> A esse respeito, R. Romano afirma: *“The findings that SEC mandates have not produced positive price effects should not, upon reflection, be surprising. Because firms need capital and investors need information, firms have powerful incentives to disclose information if they are to compete successfully for funds against alternative investment opportunities. Consistent with that explanation, numerous studies have found that the*

dos investidores com relação à prestação informacional adequada.

Um importante exemplo desse fenômeno diz respeito aos emissores que voluntariamente adotaram os padrões contábeis norte-americanos, de modo a dar maior transparência às demonstrações financeiras, ainda que não obrigados a fazê-lo.<sup>407</sup> Existem evidências, também, de que emissores estrangeiros que possuem valores mobiliários negociados no mercado secundário norte-americano tendem a disponibilizar um nível de informações superior ao exigido pela regulação norte-americana,<sup>408</sup> embora o regime regulatório norte-americano deliberadamente conceda, inclusive, descontos regulatórios aos emissores estrangeiros.

A divulgação voluntária de informações já se mostrou presente de modo sistemático, inclusive, no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Basta lembrarmos que, durante a década de 1990, praticamente nenhuma oferta pública de distribuição de ações de uma companhia aberta brasileira ocorria sem a simultânea distribuição pública, devidamente registrada perante a *SEC*, de *American Depositary Receipts* nos Estados Unidos, que exigia o cumprimento com um regime informacional mais amplo e rígido que o brasileiro à época.<sup>409</sup>

Essa prática, em grande parte, não refletia apenas o anseio de alcançar o mercado de valores mobiliários norte-americano (visto que existem mecanismos para atingir esses investidores sem a necessidade de registrar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários no Estados Unidos e, portanto, ter de observar um regime informacional mais rígido),<sup>410</sup> mas principalmente para sinalizar aos investidores locais e estrangeiros que o emissor atenderia aos requisitos regulatórios informacionais do mercado de valores mobiliários norte-americano, em face da generalizada desconfiança dos investidores no arcabouço jurídico-regulatório brasileiro que predominava à época.

Fenômeno semelhante ocorre, ao redor do mundo, com relação às regras de

*quantity and quality of publicly traded firms' voluntary disclosures, such as earnings forecasts, are positively correlated with the issuance of prices. In other words, increased voluntary securities and stock disclosure reduces firms' cost of capital"* (ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 26).

<sup>407</sup> Cf. BAINBRIDGE, Stephen M. Op. cit. p. 1055.

<sup>408</sup> Cf. PALMITER, Alan R. Toward disclosure choice in securities offerings. *Columbia Business Law Review*. New York: Columbia Law Review Association, 1999, p. 22-23.

<sup>409</sup> Entre 1995 e 2002, 29 (vinte e nove) companhias abertas brasileiras realizaram tiveram programas de *American Depositary Receipts Level II* ou *Level III*, registrados perante a *SEC*, sujeitando-as ao cumprimento com o regime informacional obrigatório norte-americano. No período, foram realizadas 10 (dez) ofertas públicas de distribuição de *American Depositary Receipts Level III* lastreados em ações de companhias abertas brasileiras nos Estados Unidos. Fonte: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 jan. 2012.

<sup>410</sup> A *Regulation S* e a *Rule 144-A* da *SEC* permitem que investidores institucionais norte-americanos participem de ofertas públicas de valores mobiliários de emissores estrangeiros sem a necessidade de registro da oferta ou do emissor perante a *SEC*.

determinados segmentos de listagem das bolsas de valores que, muitas vezes, sujeitam os emissores a um regime de prestação informacional mais rígido em comparação com aquele exigido pela regulação, mas, em contrapartida, viabilizam uma melhor precificação de seus valores mobiliários pelos investidores, que valorizam e demandam essas informações adicionais.<sup>411</sup> Aqui, novamente, o mercado de valores mobiliários brasileiro serve de exemplo.

Em dezembro de 2000, a então Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou segmentos diferenciados de governança corporativa, denominados Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 de Governança Corporativa. Referidos segmentos, cuja adesão é absolutamente voluntária, sujeitam as companhias que os integram a obrigações adicionais em comparação ao exigido pela legislação e regulamentação aplicável, mormente no tocante à garantia de direitos aos acionistas não controladores, à adoção de algumas práticas diferenciadas de governança corporativa e, desde sua criação até o ano de 2011, a obrigações informacionais mais extensas,<sup>412</sup> principalmente no tocante à divulgação de informações sobre transações entre partes relacionadas, demonstrações financeiras e divulgação de negociações com os valores mobiliários da companhia realizadas pelos acionistas controladores.<sup>413</sup>

Outro exemplo de informações voluntariamente divulgadas pelos emissores são as projeções, que a par de sua utilidade na avaliação prospectiva dos fundamentos econômicos dos valores mobiliários negociados,<sup>414</sup> constituem também um importante elemento de sinalização para os investidores, pois é um meio de o emissor comunicar seu otimismo sobre sua posição e o futuro de seus negócios.<sup>415</sup>

A partir da ideia de que existiriam incentivos à divulgação voluntária de

---

<sup>411</sup> Cf. ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 27-28.

<sup>412</sup> Com o advento da ICVM 480 e da adoção do *IFRS* por todas as companhias abertas brasileiras, as obrigações informacionais adicionais até então exigidas pelos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 de Governança Corporativa passaram a integrar o regime regulatório de divulgação de informações.

<sup>413</sup> Das 133 ofertas públicas iniciais de ações de companhias abertas brasileiras havidas no Brasil desde 2004 até dezembro de 2012, 131 (cento e trinta e uma) contaram com a adesão a um dos referidos segmentos diferenciados de governança corporativa, sendo 105 (cento e cinco) ao Novo Mercado, 19 (dezenove) ao Nível 2 e 7 (sete) ao Nível 1 de Governança Corporativa. Fonte: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 10 jan. 2013.

<sup>414</sup> A divulgação de projeções será abordada em maiores detalhes no Capítulo 5.4.2.

<sup>415</sup> Nesse sentido, J. Cox afirma: “*Because companies are not required to offer financial forecasts, the self-selecting feature of forecasting ensures that those that do forecast have unique characteristics. These characteristics support the belief that the act of forecasting is an important form of signaling engaged in by managers to increase their firm's market value*” (COX. James D. Insider trading regulation and the production of information: theory and evidence. *Washington University Law Quarterly*. Washington DC: Washington University School of Law, v. 64, 1986, p. 493).

informações no âmbito do mercado de valores mobiliários, surgiram, na doutrina norte-americana, algumas propostas de alteração do paradigma regulatório tradicionalmente adotado com relação ao regime de *disclosure*, na tentativa de conferir maior flexibilidade ao referido regime e criar mecanismos regulatórios que incentivem a negociação voluntária entre investidores e emissores de valores mobiliários com relação ao conteúdo das obrigações informacionais. Passemos a analisá-las sucintamente.

### 3.3.1 A doutrina da “regulação do investidor”

A doutrina da “regulação do investidor” aborda a conveniência do reconhecimento regulatório de maneira ainda mais ostensiva dos diferentes graus de qualificação dos investidores que atuam no mercado de valores mobiliários.

De modo resumido, a doutrina da “regulação do investidor”, proposta por S. CHOI,<sup>416</sup> defende que a regulação do mercado de valores mobiliários seja estruturada com base em uma abordagem centrada nos próprios investidores, partindo do pressuposto de que o grau de intervenção regulatória no tocante ao regime de *disclosure* dependerá essencialmente do grau de capacitação do investidores autorizados a adquirir os valores mobiliários de um determinado emissor

De acordo com S. Choi, a regulação deveria ser orientada de modo a prever uma espécie de sistema de certificações diferenciadas para negociar determinados valores mobiliários, considerando basicamente o grau de capacitação de cada investidor, que autorizaria o investimento em determinados grupos de emissores, com base no nível de informações prestadas por esses.<sup>417</sup>

Dessa forma, a quantidade e qualidade de informações disponibilizadas seria definida pelo próprio emissor, de acordo com a base de investidores que esse pretenderia atingir, evitando, portando, a criação de ônus regulatórios exacerbados para emissores que objetivam captar recursos apenas de investidores extremamente qualificados (que prescindem de uma série de informações que seriam necessárias a investidores comuns),

---

<sup>416</sup> Cf. CHOI, Stephen (2000). Op. cit.

<sup>417</sup> A esse respeito, S. Choi afirma: “*Although against current wisdom, a securities regime that regulated investors would allow regulators to take a more market-driven approach toward investor protection, resulting in a less paternalistic regime. For those investors with good information on issuers in the market, for example, no mandatory regulations are necessary. Rather investors will contract for desired protections; those market participants failing to provide valued protections will receive less for their securities or services. As a result, market participants will voluntarily provide desired protections. The Article, therefore, proposes to classify investors based on their informational resources. Such classification frees those investors able to protect themselves to engage in a wide variety of investments while allowing regulators to focus their resources on investors less well equipped*” (CHOI, Stephen (2000). Op. cit. p. 3).

bem como a mobilização de esforços regulatórios por parte dos órgãos reguladores no sentido de fiscalizar o cumprimento dessas obrigações.<sup>418</sup>

Assim, emissores que se relacionam apenas com investidores extremamente especializados não estariam sujeitos a nenhuma obrigação informacional específica, sendo outorgada, portando, a possibilidade de escolha do regime informacional ao qual estão sujeitos.<sup>419</sup>

Ainda de acordo com a proposta de S. Choi, essa diferenciação entre investidores, de acordo com sua capacitação, dar-se-ia por meio de um sistema de licenciamento feito pelo órgão regulador, prévio e mandatório para realizar qualquer operação envolvendo valores mobiliários, e que determinaria os tipos de valores mobiliários que poderiam ser objeto de negócios realizados por esses investidores, considerando o regime informacional ao qual o respectivo emissor voluntariamente se sujeita.<sup>420</sup> Consequentemente, os investidores que não obtivessem a referida licença seriam considerados, para todos os efeitos, investidores não sofisticados; e poderiam participar do mercado de valores mobiliários apenas de modo indireto, por meio de investidores devidamente licenciados (fundos de investimento, fundos de pensão etc.).<sup>421</sup>

### 3.3.2 A doutrina da “competição regulatória”

Outra proposta questionadora do modelo tradicional de regulação das obrigações informacionais no mercado de valores mobiliários é conhecida por doutrina da “competição regulatória” ou “escolha do emissor”.

Em síntese, referida proposta baseia-se em sugestão feita por R. Romano<sup>422</sup> de que a abordagem regulatória referente ao mercado de valores mobiliários norte-americano deveria orientar-se por um “federalismo competitivo”.

---

<sup>418</sup> Nesse sentido, S. Choi afirma: “*Some investors lack the necessary information or expertise to make value-maximizing decisions; the imposition of regulatory oversight may increase the confidence of such investors and, thereby, their willingness to invest in the markets. This Article argues that, despite these benefits, the current regime is at best inconsistent and often flawed because of its lack of focus on the impact of regulation on the choices available to investors. If investor protection is the goal, why not structure regulations directly around investors?*” (CHOI, Stephen (2000). Op. cit. p. 5).

<sup>419</sup> Cf. CHOI, Stephen (2000). Op. cit. p. 8-9. O conceito por detrás dessa proposta, de que, nessa situação, as partes envolvidas teriam efetivas condições de negociar sobre o conteúdo das obrigações informacionais aplicáveis aos emissores é similar àquele que permeia, no âmbito norte-americano, os descontos regulatórios que se aplicam aos chamados *private placements*. A regulação desse tipo de operação será abordada no Capítulo 5.5.

<sup>420</sup> Cf. CHOI, Stephen (2000). Op. cit. p. 33.

<sup>421</sup> Ibidem.

<sup>422</sup> ROMANO, Roberta. Empowering investors: a market approach to securities regulation. *New Haven: The Yale Law Journal Co.*, v. 107, n. 8, 1998.

Nesse sentido, os Estados norte-americanos deveriam voltar a ter ampla competência regulatória no tocante ao mercado de valores mobiliários e os emissores poderiam escolher entre os sistemas regulatórios desses Estados, o sistema federal, ou até mesmo sistemas estrangeiros (o que exigiria, naturalmente, uma cooperação global nesse sentido), de acordo com sua melhor conveniência, estimulando, entre os reguladores, uma competição pela regulação que melhor atendesse as necessidades dos agentes de mercado, em um movimento análogo ao que acontece com as legislações societárias norte-americanas.<sup>423</sup>

Essa competição regulatória representaria uma maximização do valor dos ativos negociados, bem como permitiria aos emissores adotarem o regime regulatório mais adequado às suas necessidades e objetivos de captação, considerando as características de seus investidores-alvo. Segundo R. Romano, a referida abordagem resultaria na produção de uma regulação mais eficiente, principalmente no que diz respeito ao regime informacional, permitindo um melhor alinhamento entre os anseios dos investidores e as obrigações dos emissores, no que diz respeito ao conteúdo das obrigações informacionais.<sup>424</sup>

---

<sup>423</sup> Nesse sentido, R. Romano afirma: “*Corporations select which state’s code will govern their affairs by choosing their state of incorporation, a statutory domicile that is independent of physical presence in the state, from among the fifty states and the District of Columbia. Although one small state, Delaware, has come to predominate in the market for large corporations (for example, it is the domicile of over half of New York Stock Exchange-listed firms), corporate law is an area where competitive federalism is alive and well in the United States. States compete with Delaware for local firms’ charters in a dynamic process including innovation in legislation and administrative processing. The more responsive states’ corporation codes are to firms, the more states can increase financial revenues from incorporation fees. Moreover, a substantial literature on this particular manifestation of U.S. federalism indicates that shareholders have benefited from the federal system of corporate law by its production of corporate codes that, for the most part, maximize share value. It is a curious fact that the legal regimes for corporate and securities laws are organized along diametrically opposite lines, as they are largely directed at the same substantive issue, specification of the duties owed by the managers of a firm to its investors (...)*” (ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 12).

<sup>424</sup> A esse respeito, R. Romano afirma: “*The premise of competitive federalism is that if the market underproduces corporate information to investors’ detriment, then there would be a demand for, matched by supply of, mandated disclosure regulation in a regime of state competition for securities regulation, just as in the single-regulator system of the Securities and Exchange Commission. But mandated disclosure under competition will more closely follow investor preferences as firms, to reduce their cost of capital, will select the regulatory regime that investors prefer*” (ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 23-24). Em contrapartida, M. Fox rechaça essa posição, argumentado que uma abordagem regulatória que permitisse aos emissores a escolha da legislação com a qual cumprir levaria os órgãos reguladores do mercado de valores mobiliários a adotarem níveis de prestação informacional abaixo do nível ótimo socialmente desejável (*race to the bottom*), impactando negativamente no desenvolvimento do mercado (FOX, Meritt. Retaining mandatory securities disclosure: why choice is not investor empowerment. *Virginia Law Review*, v. 85, 1999, p. 1-3, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=201828>>. Acesso em: 16 mai. 2011). R. Romano rebate essas críticas afirmando que (i) evidências a partir do mercado institucional de dívida e de ações, bem como as práticas de dupla-listagem de valores mobiliários em diferentes mercados indicam que as escolhas voluntárias de divulgação de informações feitas pelos emissores são frequentemente mais rígidas do que os requisitos obrigatórios (ou seja, os reguladores não exigem de fato o conjunto de informações demandadas

Caso o nível de divulgação de informações exigido pela regulação de determinado local seja considerado insuficiente pelos investidores, estes deixarão de investir nos emissores que optam por sujeitar-se àquela regulação específica, fomentando a existência de uma competição regulatória, que, por sua vez, levaria ao aumento da qualidade da informação.<sup>425</sup> Os emissores, assim, selecionariam o regime regulatório preferido pelos investidores justamente para reduzir o custo de seu capital, e os reguladores poderiam avaliar a eficiência de suas opções regulatórias de acordo com o fluxo de companhias entre as diferentes localidades.<sup>426</sup>

Em outras palavras, a proposta gravita sob a ideia de outorgar ao próprio mercado o direito de escolher o regime de prestação informacional, de acordo com suas necessidades, em detrimento de uma abordagem na qual o Estado impõe o nível de informação a ser prestada pelos emissores, muitas vezes sem a prévia e fundamental checagem ou análise de custos e benefícios.

Nesse sentido, a “competição regulatória” seria desejável, pois no momento em que a escolha por um determinado investimento engloba uma multiplicidade de regimes distintos, os emissores e os intermediários responsáveis pela colocação de seus valores mobiliários junto ao público teriam um grande incentivo a escolher o regime regulatório que melhor atende aos anseios dos investidores.<sup>427</sup>

Dessa forma, R. Romano afirma que sob um regime de “competição regulatória” os recursos disponíveis para investimento seriam naturalmente alocados aos emissores sujeitos ao regime regulatório de preferência dos investidores, de modo que os múltiplos reguladores teriam um efetivo mecanismo de avaliação sobre a eficiência do regime por eles proposto, sobretudo sob uma perspectiva de custo-benefício.<sup>428</sup> Em reação a esse movimento, o sistema permite uma capacidade de constante autocorreção dos próprios regimes regulatórios, em direção de uma abordagem mais eficiente.<sup>429</sup>

R. Romano, afirma, também, que o regime de “competição regulatória” deveria

---

pelos investidores e os emissores, em resposta, disponibilizam informações adicionais (Cf. . ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 182).

<sup>425</sup> A esse respeito, R. ROMANO afirma, sobre a “competição regulatória”: *“It better aligns the incentives of issuers, and of regulators, with the interests of investors, and will thereby lead to the promulgation of rules that investors most prefer. That is so because issuers will be drawn to the regime preferred by investors to lower their cost of capital, and regulators will be able to discern the efficacy of their regulatory choices by the flow of firms into and out of jurisdictions”* (ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 21).

<sup>426</sup> Cf. ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 13.

<sup>427</sup> Cf. ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 53.

<sup>428</sup> Cf. ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 55.

<sup>429</sup> Cf. ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 56.

conceder aos emissores a faculdade de optar pela sujeição à regulação proposta por outros países, independentemente da localidade onde seus valores mobiliários são efetivamente negociados, possibilitando que a concorrência regulatória (e os benefícios dela decorrentes) ocorra em âmbito global.<sup>430</sup> Trata-se de proposta similar à feita por S. Choi e A. Guzman,<sup>431</sup> que em linha com a ideia de “competição regulatória” sugerem um regime de reciprocidade regulatória entre os diversos mercados de valores mobiliários ao redor do mundo, que reconheçam a aderência ao regime regulatório de um determinado país como suficiente para autorizar a negociação dos valores mobiliários desse mesmo emissor em diversos outros países, sem necessidade de registro (a qual denominam *portable reciprocity*).<sup>432</sup>

#### 3.4 OS CUSTOS DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

O regime de *disclosure* constitui um importante redutor dos custos de agência havidos na relação entre administradores, acionistas controladores e investidores, bem como de custos de transação concernentes às operações travadas no mercado de valores mobiliários, pois, ao coletivizar a aquisição de informações sobre um determinado emissor, o regime reduz o custo da procura individual pelas mesmas. Adicionalmente, ao diminuir os custos de aquisição da informação, o regime incrementa o grau de dispersão dessa, contribuindo para a eficiência informacional do mercado.<sup>433</sup>

No entanto, é inegável que, simultaneamente, a obrigatoriedade de divulgar determinadas informações no âmbito do mercado de valores mobiliários representa um novo conjunto de custos, a serem suportados, em um primeiro nível, principalmente pelo emissor e pelo regulador (responsável pela fiscalização da obrigação de divulgar) e pelos próprios investidores, quer seja enquanto titulares indiretos dos custos incorridos pelo emissor, quando detiverem valores mobiliários de sua emissão, quer seja individualmente, na tentativa de processar e interpretar as informações disponibilizadas. Na hipótese dos

---

<sup>430</sup> Cf. Cf. ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 182-183.

<sup>431</sup> Cf. CHOI, Stephen, GUZMAN; Andrew. Portable reciprocity: rethinking the international reach of securities regulation, 1997, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=10701>>. Acesso em: 01 out. 2012

<sup>432</sup> Cf. CHOI, Stephen, GUZMAN; Andrew. op. cit. p. 6. A esse respeito, referidos autores afirmam: “*Portable reciprocity is conceptually quite simple. Under a portable reciprocity regime, an issuer of securities may select the regulatory regime that will govern its securities. Once the regime is selected and the issuer has complied with its requirements, securities transactions may commence.70 Transactions may take place in any location. The firm, therefore, is able to select a regime and have the regime “travel” with the securities it issues. For this reason, we have termed the regime “portable” reciprocity*” (CHOI, Stephen, GUZMAN; Andrew. Op. cit. p. 21).

<sup>433</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 594-597.

ônus impostos pelo regime de *disclosure* superarem, globalmente, os benefícios gerados a partir do conjunto de informações disponibilizadas em seu cumprimento, a resultante será justamente o prejuízo ao desenvolvimento do próprio mercado de valores mobiliários (em decorrência do desperdício de recursos que não se justifica sob a ótica de custo-benefício).

Conforme também já mencionado, o regime informacional obrigatório tem por premissa que o emissor consegue produzir e disseminar informações a seu respeito a um custo inferior àquele que seria incorrido pelos investidores diretamente, caso buscassem individualmente a mesma informação, de modo que esses mecanismos representam, em tese, um saldo positivo para o mercado como um todo. Para que essa premissa seja válida, é essencial, portanto que o regime regulatório exija apenas a divulgação de informações que o emissor de fato está em condição de produzir a um menor custo. Caso contrário, a exigência deixará de se justificar sob uma análise de custo-benefício.

É importante ressaltar, também, que a imposição do dever de informar aos emissores não representa uma completa transferência a esses do custo associado à produção e disseminação da informação. Os investidores detentores dos valores mobiliários do referido emissor são os titulares, ainda que parcial ou indiretamente, dos custos incorridos com relação ao cumprimento de suas obrigações informacionais (sem mencionar, obviamente, seus próprios custos de processamento das informações), custo esse que se pressupõe inferior àquele que seria incorrido caso a obtenção das informações ficassem a cargo dos investidores.

Quanto à sua natureza, os custos gerados a partir do regime de *disclosure* podem ser basicamente divididos entre custos diretos e indiretos.<sup>434</sup>

Os custos diretos coincidem com aqueles indicados por R. Gilson e R. Kraakman,<sup>435</sup> quais sejam, os custos da aquisição (que incluem a elaboração e divulgação por parte dos emissores e o custo de oportunidade de todos os envolvidos no respectivo processo)<sup>436</sup> e processamento da verificação das informações.

Os custos indiretos, por sua vez, são potencialmente maiores e mais difíceis de mensurar.<sup>437</sup>

Em primeiro lugar, há de se reconhecer que a divulgação de informações consideradas sensíveis ou estratégicas, não obstante sua utilidade com relação à avaliação

---

<sup>434</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 310.

<sup>435</sup> Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 594-597.

<sup>436</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R.. Op. cit. p. 310.

<sup>437</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Op. cit. p. 310.

dos fundamentos econômicos do emissor (e, conseqüentemente, à tomada de decisão de investimento e à precificação dos seus valores mobiliários) pode gerar custos significativos ao emissor (e, conseqüentemente, aos seus investidores, enquanto titulares indiretos desses custos), na medida em que podem representar (i) uma grande desvantagem competitiva com relação ao desenvolvimento de determinados produtos ou serviços, ou à adoção de uma determinada estratégia empresarial; e (ii) um desincentivo natural à busca pela inovação, uma vez que o emissor será obrigado a divulgar informações que tornarão seu retorno efetivamente menor.<sup>438</sup>

A questão que se coloca, portanto, é justamente se o Estado, ao intervir na organização do mercado de valores mobiliários por meio da imposição da exigência de divulgação de informações por parte dos emissores, bem como pela definição no conteúdo e da extensão das referidas obrigações informacionais, leva em consideração toda essa gama de custos e, sobretudo, é capaz de aferir em que medida esses se justificam diante dos benefícios marginais deles decorrentes, principalmente em face da fragilidade que acomete função do regime de *disclosure* relativa à tomada de decisão dos investidores e à precificação dos valores mobiliários em virtude dos mencionados aspectos operacionais do mercado e comportamentais dos investidores.

### 3.5 PROPOSTA DE ANÁLISE: PONDERAÇÃO DAS DIVERSAS FUNÇÕES DO REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES

Não obstante as considerações apresentadas neste Capítulo não sejam suficientes para invalidar a utilidade do regime de *disclosure* e a seu *status* de pilar regulatório do mercado de valores mobiliários, principalmente diante da pluralidade de funções que justificam sua existência, essas não podem ser ignoradas na construção do regime informacional e na análise de sua adequação e eficiência.

Em primeiro lugar, não se pode negar que as insuficiências da teoria da escolha racional e da hipótese dos mercados eficientes enquanto teorias explicativas, respectivamente, do real comportamento dos investidores e do funcionamento do mercado com relação à incorporação das informações aos preços dos valores mobiliários, fragilizam a efetividade do regime de *disclosure* com relação àquela que é costumeiramente considerada sua primordial função, qual seja, a viabilização da tomada de consciente de decisão por parte dos investidores e da adequada precificação dos valores mobiliários.

---

<sup>438</sup> Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 140-141.

Essa fragilidade deve sempre ser considerada quando da definição do conteúdo das obrigações informacionais, cujos custos, por um lado, podem ser significativos, e a respectiva utilidade na avaliação dos fundamentos econômicos das companhias (e, conseqüentemente, na criação de uma melhor condição para a tomada de decisão de investimento e no incremento da eficiência informacional do mercado), por outro, pode ser mitigada por aspectos comportamentais dos investidores e operacionais do mercado de valores mobiliários.

Assim, não parece adequado que a política regulatória privilegie desmedidamente (como costumeiramente ocorre) essa funcionalidade do regime de *disclosure*, principalmente em decorrência dos custos indiretos associados à divulgação de determinadas informações que, em abstrato, seriam importantes à avaliação dos fundamentos econômicos dos empreendimentos subjacentes aos valores mobiliários negociados.

Isso porque essas informações, cuja divulgação teoricamente diminuiriam a discrepância entre os preços de mercado e o valor intrínseco dos valores mobiliários, são justamente aquelas que, uma vez tornadas públicas podem prejudicar a posição dos emissores com relação aos seus concorrentes, fornecedores, clientes, ou até mesmo prejudicar ou desincentivar a busca por inovações em seus negócios (como, por exemplo, informações estratégicas sobre o plano de negócios, desenvolvimento de novos produtos e serviços etc.).

Tratam-se, portanto, de informações cuja divulgação envolve custos indiretos extremamente altos (prejudicando principalmente os próprios investidores, uma vez que podem levar à perda de valor de seus próprios investimentos) e benefícios mitigados pela fragilidade do regime de *disclosure* com relação à garantia de melhores decisões de investimento e da eficiência informacional do mercado, que são limitadas pelos aspectos acima mencionados.<sup>439</sup>

Nesse aspecto, não se pode ignorar, também, o crescimento da participação dos chamados investidores de alta frequência (*high frequency traders – HFT*) nos mercados ao redor do mundo.

Grande parte dos volumes financeiros negociados nos mercados secundários de

---

<sup>439</sup> A discussão sobre a inclusão de informações estratégicas no âmbito do regime de *disclosure* será abordada no Capítulo 5.4.2.

valores mobiliários desenvolvidos ao redor do mundo<sup>440</sup> é, atualmente, resultado de negociações realizadas por *HFT's* que, grosso modo, são sistemas eletrônicos que enviam milhares de ordens de compra e vendas de valores mobiliários por segundo com base em complexos cálculos matemáticos que ditam estratégias automáticas de investimento orientadas apenas pela variação dos preços dos valores mobiliários em determinados lapsos temporais, buscando obter pequenos ganhos por negócio a partir das oscilações havidas.<sup>441</sup>

Tratam-se, portanto, de investidores que negociam sem considerar qualquer fundamento econômico associado aos valores mobiliários a partir das informações divulgadas por seus emissores, mas apenas com base nas oscilações de preço dentro de pequenos lapsos temporais.<sup>442</sup>

Para esses, portanto, as informações que têm como fonte os emissores de valores mobiliários e que dizem respeito aos seus fundamentos econômicos, têm valor apenas indireto, ou seja, a partir de seu reflexo nas decisões de investimento (e, conseqüentemente, no preço dos valores mobiliários) dos investidores que efetivamente delas fazem uso<sup>443</sup> (que vêm sendo chamados de investidores de “baixa frequência”, em

<sup>440</sup> A partir da sistematização de diversos estudos analisados por P. GOMBER et. al. (Cf. GOOMBER, Peter et. al. *High-Frequency Trading*, 2011, p. 72-73, Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1858626>>. Acesso em: 20 dez. 2012), G. CIALLELLA infere que os negócios realizados por *HFT's* nos mercados secundários de valores mobiliários de renda variável (*equity*), representam aproximadamente 70% (setenta por cento) do volume financeiro negociado nos mercados norte-americanos e entre 30% (trinta por cento) e 50% (cinquenta por cento) do volume financeiro negociado nos mercados europeus (Cf. CIALLELLA, Giuseppe. *High frequency trading and listed companies: the shrinking role of disclosure*, 2012, p. 7, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2179681>>. Acesso em: 20 dez. 2012). No mercado de valores mobiliários brasileiro, a participação de *HFT's* no volume financeiro negociado na BM&FBOVESPA – Segmento BOVESPA (que engloba ações e seus derivativos), ao longo do ano 2012, oscilou entre 8,4% (oito por cento e quatro décimos) e 10,3% (dez por cento e três décimos) (Fonte: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/>>. Acesso em: 10 jan. 2013).

<sup>441</sup> Apesar das dificuldades que envolvem o estabelecimento de um conceito para “investidores de alta-frequência” C. LATTEMANN et al. apresentam a seguinte definição genérica: “*In general, HFT is defined as real-time computer-generated decision making in financial trading, without human interference and based on automatized order generation and order management. HFT encompasses short-term trading strategies, which – in extreme cases – operate in the range of microseconds using minimal price differences. HFT thus results in minimal profit margins per transactions and exhibits very short holding periods of securities positions*” (LATTEMANN, Christoph et al. High frequency trading: costs and benefits in securities trading and its necessity of regulations. *Business & Information Systems Engineering*. v. 2, 2012, p. 93, Disponível em: <<http://www.springerlink.com/content/e11x1n63514r4862/>>. Acesso em: 20 dez. 2012).

<sup>442</sup> Nesse sentido, C. Lattemann et al afirmam: “*Fundamental data on the value of the respective securities or currencies are of no, or only subordinate, importance for HFT algorithms*” (LATTEMANN, Christoph et al. Op. cit. p. 100).

<sup>443</sup> Trata-se daquilo que R. Gilson e R. Kraakman denominaram, bem antes do aparecimento dos *HFT's* de negociação desinformada (*uninformed trading*), feita apenas com base nos preços dos valores mobiliários, emprestando-se da precificação feita pelos investidores informados com base nos fundamentos econômicos depurados a partir do processamento das informações divulgadas pelo emissor (Cf. GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 579-588).

contraposição aos *HFT's*),<sup>444</sup> o que também contribui para o distanciamento entre preços de mercado e os fundamentos econômicos dos valores mobiliários.<sup>445</sup>

Porém, conforme já dito, reconhecer as fragilidades do regime de *disclosure* no tocante à tomada de decisão de investimento e precificação dos valores mobiliários e a existência de altos custos associados à tentativa de se incrementá-las, não significa concluir que essa funcionalidade do regime informacional deva ser simplesmente abandonada.<sup>446</sup>

Não se deve, portanto, negar a existência de uma importante relação entre informação, tomada de decisão dos investidores e formação dos preços no mercado de valores mobiliários, mas apenas aceitar que essa relação é menos intensa do que os regimes regulatórios costumam reconhecer (alçando-a a função maior, senão única, do regime de *disclosure*).

Assim, não se trata de abandonar completamente o anseio de aprimorar a eficiência informacional do mercado de valores mobiliários, mas reconhecer a existência de diversas barreiras (associadas a aspectos operacionais do mercado e comportamentais dos investidores) e altos custos associados à perseguição desse objetivo, que podem gerar ineficiências significativas.<sup>447</sup>

<sup>444</sup> Sobre os impactos causados no regime de *disclosure* pela participação dos investidores de alta-frequência no mercado de valores mobiliários, G. Ciallella afirma: “(...) even if sometimes high frequency share-traders might perform a valuable role (for instance the synchronization of prices across fragmented markets) their characteristics are likely to impair, to a considerable extent, the role of disclosure, thereby endangering in the first place the price-formation process. In fact, a vast and increasing number of transactions taking place on the equity market, is not based on the information released by listed companies to comply with the obligations aimed at enhance disclosure of price-relevant information. This seems to be particularly unfair for listed companies and low frequency investors. In legal terms it is reasonable to argue that, if not the efficiency, at least the effectiveness of the mandatory disclosure should be preserved, since it still represents the principal (and expensive) set of dispositions thought to guarantee a sound price-formation process” (CIALLELLA, Giuseppe. *High frequency trading and listed companies: the shrinking role of disclosure*, 2012, p. 31, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2179681>>. Acesso em: 20 dez. 2012).

<sup>445</sup> A esse respeito, C. Lattemann et Al. afirmam: “A market that is mainly dominated by HFT is also a market where most orders have lost all connection to fundamental factors. And this correlation between price and fundamental value is what should, in the main, determine the quality of a market” (LATTEMANN, Christoph et al. Op. cit. p. 101).

<sup>446</sup> Nesse sentido, J. Coffee e H. Sale afirmam: “Even if there is an element of irrationality in investors behavior, this does not mean that we should abandon the goal of an efficient market. Thus, an alternative perspective sees the SEC’s mandatory disclosure system as the best answer to this problem. From this perspective, the SEC’s system of mandatory disclosure operates essentially as a means of economizing on information costs. By collectivizing the acquisition of securities information, the securities laws reduce potentially duplicative and socially wasteful investments by private parties” (Cf. COFFE, Jonhn; SALE, Hillary. Op. cit. p. 227).

<sup>447</sup> A esse respeito, G. La Blanc e J. Rachlinski afirmam: “Faith in the securities market requires that its participants believe that markets are moderately efficient. That is, there are no severe asymmetries of information, but there is enough asymmetry to allow for advantageous trading. Since we can’t all be winners in the latter world, we must all believe ourselves to be the ones in possession of the relevant information. Our collective delusion must be that of a Lake Woebegone market, where we are all above average. The policy implication is that the purpose of the SEC may have less to do with ensuring the allocation of information

Considerando-se que essa fragilidade do regime de *disclosure* não impacta de forma substancial em suas outras funções (conforme apresentadas no Capítulo 2.5), é necessário equacioná-la em face dos seus demais atributos, para que se possa desenvolver uma abordagem capaz de auxiliar no entendimento global do regime informacional, em contraponto à abordagem tradicionalmente adotada pelos órgãos reguladores do mercado de valores mobiliários, que costumam restringi-lo à sua função associada à tomada de decisão dos investidores e promoção da eficiência informacional, ou ao menos supervalorizá-la.

É preciso considerar, também, que a capacidade do Estado em determinar um conteúdo do regime de *disclosure* que efetivamente se justifique sob uma ótica de custo-benefício é limitada. Apesar de reconhecer-se a existência de uma falha informacional no âmbito do mercado de valores mobiliários (que, justifica, portanto, a intervenção por meio da regulação), não se pode negar por completo os incentivos existentes à divulgação voluntária de informações, que resultam muitas vezes em um nível de *disclosure* superior ao exigido pela regulação.

Não obstante o radicalismo das propostas que sugerem uma verdadeira desregulamentação do regime de *disclosure*, parece viável reconhecer que o Estado deve limitar-se a exigir a divulgação das informações indispensáveis ao ingresso e a permanência dos emissores no mercado de valores mobiliários, deixando espaço para que o incremento desse patamar se dê naturalmente, por meio de genuína transação entre as

---

*and more to do with promoting beliefs about the allocation of information. The (relatively) efficient markets hypothesis may be the Noble Lie of a successful securities market. A corollary to the Noble Lie of efficient markets is the Noble Lie of fundamental valuation. There is no reason to believe that the value of a security must always regress to its underlying fundamental valuation in term of discounted cash flow or dividends”* (LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Op. cit. p. 557). Em sentido diverso, L. Stout afirma que a busca pela eficiência informacional não deve sequer ser considerada um objetivo a ser perseguido pela política regulatória do mercado de valores mobiliários. Isto porque, segundo a referida autora, a relação entre os preços dos valores mobiliários no mercado secundário e a eficiência alocativa da economia seria pequena, ao contrário do recorrentemente alegado, sob o argumento de que ineficiências na precificação das ofertas públicas primárias, onde ocorre efetivamente a alocação de recursos em direção aos emissores, não decorrem da precificação imprecisa no mercado secundário, bem como a partir do argumento de que o mercado primário de valores mobiliários (principalmente o mercado acionário) não seria uma fonte relevante de financiamento das companhias, de modo que os custos para obter-se a plena eficiência informacional seriam provavelmente seria superiores aos benefícios dela decorrentes. (Cf. STOUT, Lynn A. Unimportance of being efficient- an economic analysis of stock market pricing and securities regulation. *Michigan Law Review*. Ann Arbor: University of Michigan, v. 87, 1989). Em contrário, J. Coffee e H Sale afirmam: “*Even if the securities market is as inefficient as Professor Stout contends, it does not follow that society should give up on the pursuit of greater efficiency (both to protect investors, to promote allocative efficiency, and to reduce the cost of capital). Indeed, any strategy that successfully reduces the cost of capital would produce real macroeconomic benefits for the entire society, not just investors. From this perspective, the SEC’s mandatory disclosure system may represent the lowest cost means of correcting the private market’s failure to provide adequate securities research and verification”* (Cf. COFFE, Junho; SALE, Hillary. Op. cit. p. 227).

partes envolvidas que terão incentivos maiores a chegar ao nível informacional ótimo, que, inclusive, pode variar de acordo com o estágio de desenvolvimento do emissor, sua atividade, e as características de sua base de investidores.

Ademais, quanto maior for a capacidade das partes transacionarem a respeito do conteúdo das obrigações informacionais, menor deverá ser a ingerência do Estado na definição de seu conteúdo.

Trata-se da lógica que fundamenta, por exemplo, isenções de registro de emissores ou de ofertas de valores mobiliários ou a existência de exigências informacionais diferenciadas dentro de um mesmo regime regulatório, quando a sofisticação e/ou quantidade de investidores envolvidos permite a presunção de que esses terão plenas condições de transacionar acerca do nível de informações necessárias que efetivamente atenda a uma análise de custo-benefício, sob pena de não disponibilizar seus recursos àquele emissor específico, frustrando sua capitalização por meio do mercado de valores mobiliários.

Dessa forma, a abordagem analítica proposta, que será utilizada adiante para realizar um diagnóstico acerca da eficiência do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras, sobretudo em relação capacidade do mesmo atender às múltiplas funções do aludido regime, será orientada de acordo com as seguintes premissas:

(i) o regime informacional aplicável aos emissores de valores mobiliários possui diversas funções igualmente importantes e cujo atendimento, em alguns casos, pode ser conflitante, na medida em que o favorecimento de uma função específica pode comprometer alguma outra, ou, ainda, a funcionalidade global do sistema;

(ii) a função concernente à tomada de decisão de investimento e à precificação dos valores mobiliários é fragilizada em função de aspectos (a) operacionais do mercado de valores mobiliários que influenciam a velocidade e a forma com que as informações são incorporadas aos preços dos valores mobiliários; e (b) associados ao comportamento dos investidores, que possuem limitações cognitivas, utilizam-se de processos heurísticos na tomada de decisão de investimento e estão sujeitos a efeitos adversos advindos do excesso de informação; não podendo ser sobreposta às demais (sob pena de causar um desbalanceamento na funcionalidade global do regime), pois as medidas destinadas à sua maximização podem gerar custos que não se justificam em face dos benefícios obtidos;

(iii) reconhecer a fragilidade acima descrita não significa ignorar a funcionalidade do regime de *disclosure* com relação à viabilização de uma melhor tomada de decisão de investimento e à incrementação da eficiência informacional do mercado de

valores mobiliários, mas apenas efetivamente contemplar suas limitações quando da realização da necessária análise de custo-benefício associada à definição de seu conteúdo;

(iv) os elementos que fragilizam a funcionalidade do *disclosure* acima indicada não causam impactos significativos nas demais funções por ele exercida, de modo que não são suficientes para inviabilizar a funcionalidade global do sistema de divulgação de informações;

(v) os custos, especialmente os indiretos, associados à divulgação de informações, devem ser considerados quando da definição do conteúdo das obrigações informacionais, pois a exigência de informações desnecessárias ao atendimento das funções do regime informacional desempenham desperdício de recursos tanto para emissores quanto para investidores, bem como a exigência de informações estratégicas, ainda que absolutamente úteis à avaliação dos fundamentos econômicos dos emissores, pode prejudicar sua posição competitiva ou desincentivar a inovação no desenvolvimento de novos produtos e serviços, levando à perda de valor para o emissor e, conseqüentemente, para seus investidores, gerando, portanto, ineficiências e prejudicando o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários; e

(vi) não obstante a existência de falhas de mercado que justifiquem a obrigatoriedade da imposição de um regime informacional e da definição de seu conteúdo mínimo por parte dos órgãos reguladores, existem evidências de que a divulgação voluntária é feita quando possibilita um aumento na capacidade de captação de recursos ou na redução do custo de capital dos emissores, de modo que esse elemento deve ser considerado pela regulação, principalmente quando há efetiva possibilidade de negociação entre emissores e investidores pela informação a ser divulgada (como, por exemplo, no caso de ofertas de valores mobiliários destinadas apenas a investidores sofisticados), situação em que a intervenção estatal quanto a definição do conteúdo das obrigações informacionais não se justifica.

Assim, o regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras<sup>448</sup> será, adiante, analisado à luz dos elementos acima indicados, buscando identificar sua efetividade no atendimento das diversas funções que justificam sua existência, bem como as respectivas deficiências e oportunidades de aprimoramento.

---

<sup>448</sup> Embora algumas considerações feitas até aqui tenham se referido genericamente aos emissores de valores mobiliários, a análise que se segue será restrita às companhias abertas, não englobando outras entidades aptas a emitir valores mobiliários de acordo com a legislação e regulamentação da matéria no Brasil. Adicionalmente, a análise considerará os requisitos informacionais aplicáveis às companhias abertas cujo registro perante a CVM autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários de sua emissão.



## **CAPÍTULO 4 – O REGIME DE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES APLICÁVEL ÀS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

### **4.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS**

Antes de se proceder a análise acerca da funcionalidade do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras, é necessário apresentar uma visão panorâmica de sua evolução, dos elementos políticos-regulatórios que orientaram sua construção e desenvolvimento, bem como das principais obrigações informacionais que o compõe.

É bem verdade que, no Brasil, a definição do conteúdo das obrigações informacionais aplicáveis às companhias abertas foi sabiamente atribuída à CVM, que o faz por meio do exercício de seu poder normativo a ela atribuído pela LMVM. Consequentemente, é importante alertar que o conteúdo específico do regime de *disclosure* padece da potencial perecibilidade que caracteriza as normas infralegais, estando sujeito a rápidas e bruscas alterações.

Contudo, diante da ampla reforma regulatória havida no final de 2009, que alterou de modo substancial a estrutura e o conteúdo do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras, acredita-se que as normas que o definem, ainda que infralegais, gozam de perenidade suficiente (pelo menos com relação à estrutura do regime) para permitir a análise que será feita a seguir.

### **4.2 O DESENVOLVIMENTO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS E DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO**

Historicamente, a utilização de estruturas jurídicas de organização da atividade empresarial com características semelhantes às sociedades por ações (dotadas de limitação de responsabilidade e de capital social representado por títulos negociáveis), desde sua origem, teve por objetivo viabilizar a captação da poupança disponível para a consecução de determinados empreendimentos que, por sua vultosidade e riscos e eles associados, exigiam um grande volume de recursos.<sup>449</sup>

---

<sup>449</sup> Nesse sentido. T. Ascarelli afirma: “*A sociedade anônima apresentou-se como instrumento típico da grande empresa capitalística e, com efeito, surgiu e se desenvolveu com este sistema econômico e em relação às suas exigências; meio para a mobilização das economias de vastas camadas da população e para a conseguinte difusão da inversão, instrumento jurídico para a realização dos projetos de uma economia que*

Não obstante a origem das sociedades anônimas seja objeto de controvérsia histórica, costuma-se afirmar que o *Banco di San Giorgio*, constituído em Gênova em 1407, foi a primeira organização que corporificou os elementos essenciais desse tipo societário.<sup>450</sup> Todavia, foi com o advento das grandes navegações e com o surgimento das companhias coloniais nos séculos XVII e XVIII que surge o modelo no qual a sociedade anônima moderna se inspira.<sup>451</sup>

Com o surgimento das Companhias da Índias Orientais, em 1602, introduziu-se um novo modelo de organização que permitia a comunhão de esforços mútuos entre Estado e particulares, em prol do desenvolvimento de um empreendimento extremamente vultoso, qual seja a exploração das grandes navegações, capaz de ser realizado apenas com uma enorme mobilização de capitais que os empreendedores particulares ou o Estado, individualmente, não dispunham.<sup>452</sup>

Os grandes pilares do modelo de organização societária que então se propunha era justamente a responsabilidade limitada e a possibilidade de comunhão de capitais incorporados por quotas transmissíveis (materializadas em títulos livremente negociáveis e que rapidamente passaram a ser negociados nas bolsas existentes à época) e sujeitos ao princípio da maioria, configurando, portanto, a existência de uma sociedade para praticar atividades comerciais sem um comerciante determinado.<sup>453</sup>

Em sua origem, a utilização desse modelo societário era extremamente restrito, principalmente em decorrência do benefício da responsabilidade limitada de que gozava, que subvertia o princípio geral obrigacional vigente até então de que o credor deveria responder com todo seu patrimônio pelos débitos contraídos. Dessa forma, a constituição de organizações que dispusessem do aludido benefício era permitida apenas para o

---

*se ia renovando de maneira radical*" (Cf. ASCARELLI, Túlio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001, p. 457).

<sup>450</sup> Cf. MIRANDA VALVERDE, Trajano de. *Sociedades por Ações: Comentários ao decreto-lei 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 3ª ed. rev. Rio de Janeiro: Forense, v. 1., 1959, p. 10. Conforme lembra T. Ascarelli, os títulos representativos da dívida pública das cidades italianas da Renascença eram facilmente circuláveis e seus titulares costumavam-se reunir em associações que, por sua vez, obtinham a administração ou a propriedade dos bens destinados a garantir os referidos títulos, de modo que esses, apesar de formalmente constituírem títulos obrigacionais, em substância passavam a representar títulos de participação na gestão dos bens que os garantiam, administrados por próprios credores. Assim, referidos títulos, na prática, eram títulos de participação em uma determinada gestão comercial ou industrial, mas com responsabilidade limitada dos seus titulares e o *Banco di San Giorgio* constituiu o mais célebre exemplo desse fenômeno, cujos títulos chegaram a ter cotação em mercado (Cf. ACARELLI, Túlio. Op. cit. p. 454).

<sup>451</sup> Cf. MIRANDA VALVERDE, Trajano de. Op. cit. p. 10-11.

<sup>452</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo. A sociedade por Ações e a Empresa. In: LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 9-10.

<sup>453</sup> *Ibidem*.

desenvolvimento de atividades específicas consideradas de elevado risco e grande interesse social, dependendo de autorização especial concedida pelo Estado, por meio da edição de atos próprios a esse fim.<sup>454</sup>

Com o advento do Código Napoleônico, em 1807, essa concepção foi alterada, pois referido diploma passou a, ineditamente, prever um regime legal para a constituição da sociedade anônima.<sup>455</sup> Embora a constituição da sociedade anônima ainda dependesse de autorização do Estado, essa passou a ter natureza eminentemente administrativa (não sendo mais considerada um ato especial por meio do qual o Estado concedia um privilégio específico), tornando-se uma forma societária que configurava típico instituto de direito privado.<sup>456</sup>

Posteriormente, ao longo do século XIX, a constituição das sociedades anônimas passa, ao redor do mundo, a superar a necessidade de autorização individualizada do Estado, passando a condicionar-se, exclusivamente, ao atendimentos dos requisitos legais aplicáveis.<sup>457</sup> A partir de então, passa a vigor a liberdade de constituição das sociedades anônimas.<sup>458</sup>

No Brasil, a criação de sociedades anônimas esteve dependente da edição de leis especiais até 1849.<sup>459</sup> Nesse ano, foi editado o Decreto n° 575, que institui no país regime similar àquele proposto pelo Código Napoleônico, substituindo-se o sistema do privilégio pelo chamado sistema de concessão ou autorização.<sup>460</sup> Referido diploma, entretendo, não

<sup>454</sup> Cf. ACARELLI, Túlio. Op. cit. p. 457. Nesse sentido, sobre as sociedades anônimas, referido autor afirma: “*Já pelo fato de basear-se, no início da sua evolução, em um ato legislativo especial, numa ‘carta’, o seu uso estava naturalmente reservado à grande empresa; não constituía um instrumento geral da economia e, muito menos, um meio para a transformação de negócios individuais em negócios sociais de responsabilidade limitada, que continuassem a atividade do comerciante isolado que os fundara. Predominava o conceito de que a sociedade encontrava, na carta que lhe autorizava a constituição, e em que assentava a responsabilidade limitada dos sócios, a sua própria disciplina, com a conseqüente impossibilidade de modificações estatutárias, independentemente do consentimento da autoridade para a modificação da carta*” (Cf. ACARELLI, Túlio. Op. cit. p. 457).

<sup>455</sup> Cf. ACARELLI, Túlio. Op. cit. p. 458.

<sup>456</sup> Ibidem.

<sup>457</sup> Ibidem.

<sup>458</sup> Ibidem. Referidos requisitos, já nessa época, incluíam questões associadas à divulgação de informações por parte dessas sociedades, conforme asseverado por T. Ascarelli: “*Triunfam, na metade do século XIX, em material de sociedade anônima, os princípios do liberalismo econômico. A sociedade anônima (em 1818, no Estado de Nova York; em 1844, na Inglaterra; de início e sob um aspecto particular, em 1863, depois e de um modo geral, em 1867, na França) supera a necessidade de autorização governamental para cada caso; passa a poder ser constituída, em princípio, com a observância de determinadas normas legais e de publicidade, independentemente de um controle de mérito pelas autoridades publicadas em cada constituição*” (Cf. ASCARELLI, Túlio. Op. cit. p. 458).

<sup>459</sup> A primeira sociedade anônima brasileira de que se tem notícia foi a Companhia da Junta do Comércio para o Estado do Brasil, constituída em 10 de março de 1649 (Cf. ANDREZO, Andréia; LIMA, Iran. Op. cit. p. 113).

<sup>460</sup> Cf. MIRANDA VALVERDE, Trajano de. Op. cit. p. 20.

mencionava as características essenciais das sociedades anônimas (capital social dividido em ações transferíveis e responsabilidade limitada dos sócios), elementos que foram reconhecidos na legislação apenas com o advento do Código Comercial de 1850<sup>461</sup> em seus artigos 297 e 298.<sup>462</sup>

O Código Comercial, contudo, ainda manteve o sistema de autorização para a constituição das sociedades anônimas, que apenas foi superado sob a batuta do então Ministro da Fazenda Rui Barbosa, com a edição da Lei n° 3.150/1882, que instituiu, em seu artigo 1º<sup>463</sup> a liberdade de constituição das sociedades anônimas no Brasil, regendo a constituição e funcionamento desse tipo societário até 1940.

Foi esse diploma, também, que estabeleceu, em seus artigos 6º e 16, § 2º, a primeira obrigação informacional aplicável às companhias abertas brasileiras, qual seja, a publicação do balanço anual, das alterações estatutárias, da lista de transferências de ações ocorridas no ano antecedente, entre outros documentos.

Após diversas tentativas de modernizar o aludido tipo societário, o então Ministro da Justiça Francisco Campos incumbiu, em 1939, Trajano de Miranda Valverde da tarefa de elaborar um anteprojeto da nova legislação aplicável às sociedades por ações, que segundo o próprio autor, foi estruturado com base nos princípios da publicidade e da responsabilidade.<sup>464</sup> O trabalho resultou na edição do Decreto-lei 2.627, de 26 de setembro de 1940 (DL 2.627), que regeu as sociedades anônimas até a edição da legislação atualmente vigente.

A exposição de motivos do anteprojeto, que culminou com a edição do DL 2.627, deixou claro que a reforma motivava-se, em parte, pela anemia das bolsas de valores existentes à época e no intuito de conferir às sociedades anônimas uma estrutura que inspirasse confiança por parte do público.<sup>465</sup> Note-se, portanto, desde esse momento, a

---

<sup>461</sup> Cf. MIRANDA VALVERDE, Trajano de. Op. cit. p. 22.

<sup>462</sup> “Art. 297 - O capital das companhias divide-se em ações, e estas podem ser subdivididas em frações. As ações podem ser exaradas em forma de título ao portador, ou por inscrições nos registros da companhia: no primeiro caso opera-se a transferência por via de endosso: no segundo só pode operar-se por ato lançado nos mesmos registros com assinatura do proprietário ou de procurador com poderes especiais; salvo o caso de execução judicial.

Art. 298 - Os sócios das companhias ou sociedades anônimas não são responsáveis a mais do valor das ações, ou do interesse por que se houverem comprometido.”

<sup>463</sup> “Art. 1º As companhias ou sociedades anonyms, quer o seu objecto seja commercial quer civil, se podem estabelecer sem autorização do Governo.”

<sup>464</sup> Cf. MIRANDA VALVERDE, Trajano de. Op. cit. p. 35.

<sup>465</sup> Cf. ANDREZO, Andréia; LIMA, Iran. Op. cit. p. 21.

associação feita entre o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e a necessidade de construção de estruturas jurídicas que inspirem confiança no mesmo.

Adicionalmente, o diploma inovou ao prever a possibilidade de constituição de sociedade anônima por meio de subscrição pública, mediante a publicação de prospecto que contivesse a exposição clara e precisa das bases da sociedade e dos motivos ou razões que pelos quais os fundadores confiavam no êxito do empreendimento.<sup>466</sup>

Nota-se, portanto, já nessa época, uma preocupação com relação ao estabelecimento de um mercado primário de valores mobiliários no país. Não obstante tenha-se notícia de que a constituição do primeiro Banco do Brasil, em 1808, (primeira sociedade anônima de economia mista de que se tem notícia no país),<sup>467</sup> tenha contado com a subscrição de seu capital por diversos comerciantes e capitalistas, em um esforço que mobilizou toda a estrutura governamental da época,<sup>468</sup> a alocação direta da poupança popular no desenvolvimento de empreendimentos empresariais nunca foi uma constância por prolongados períodos da história brasileira.

Em que pese a existência no país de um mercado secundário de títulos relativamente organizado desde a criação da Junta dos Corretores de Fundos Públicos da Corte, em 1848 (apontada como o embrião da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro<sup>469</sup>, a primeira do país), referido mercado não se desenvolveu a contento (não obstante alguns períodos de exacerbado furor),<sup>470</sup> sendo marcado por fortes movimentos especulativos e concentração de liquidez em poucos títulos.

Apesar da edição do DL 2.627, a institucionalização do mercado de valores mobiliários brasileiro se deu apenas vinte e quatro anos depois, com a edição da Lei nº 4.728, de 15 de julho de 1965.

O fortalecimento institucional do mercado de valores mobiliários se inseria no chamado Plano de Ação Econômica do Governo, lançado no início do regime militar, na tentativa de reverter a situação econômica negativa da época, marcada pelo baixo

---

<sup>466</sup> Cf. artigos 40 e 41 do DL 2.627.

<sup>467</sup> Cf. MIRANDA VALVERDE, Trajano de. Op. cit. p. 43.

<sup>468</sup> Cf. BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO. *Bolsa de Valores do Rio de Janeiro 150 anos: A história de um Mercado*. Rio de Janeiro: Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, 1995, p. 18.

<sup>469</sup> Sobre a criação e desenvolvimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, ver LEVY, Maria Bárbara. *A História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

<sup>470</sup> É de se destacar que durante o Encilhamento, no final do século XIX, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro experimentou momentos de extrema euforia, chegando a contar, em 1890, com 114 (cento e catorze) companhias listadas (Cf. LEVY, Maria Bárbara. Op. cit. p. 172).

crescimento e inflação galopante.<sup>471</sup>

Nesse intuito, o aludido diploma tratou de criar uma estrutura institucional para o mercado de valores mobiliários brasileiro, que até então inexistia,<sup>472</sup>, atribuindo ao Conselho Monetários Nacional (CMN) e ao Banco Central do Brasil (BACEN), recém-criados pela Lei n° 4.595, de 31 de dezembro de 1964, a regulamentação e fiscalização, respectivamente, do referido mercado.

A pedido do Ministro da Fazenda Roberto Campos, o advogado José Luiz Bulhões Pedreira elaborou projeto de lei que atendesse à demanda acima referida, englobando (i) a definição de um panorama institucional que servisse à criação de sistemas de distribuição de títulos no mercado de capitais;<sup>473</sup> (ii) a criação de condições para formação de um mercado de obrigações privadas (e.g. títulos de dívida corporativa); (iii) a regulamentação e fiscalização das operações travadas em mercado, nos moldes do instituído pelo modelo regulatório norte-americano na década de 1930 com a criação da *SEC*; (iv) inovações na legislação aplicável às debêntures e às sociedades por ações, adequando-as ao mercado de capitais; (v) alterações na legislação fiscal (principalmente do imposto sobre a renda).<sup>474</sup>

A Lei n° 4.728/1965, que logo passou a ser conhecida como Lei do Mercado de Capitais, prestou-se a diversos propósitos,<sup>475</sup> dentre eles o reconhecimento do regime

<sup>471</sup> Cf. TRUBEK, David, M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; DE SÁ, Paulo Fernandes. *Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: 1965-1970*. 2ª ed. São Paulo, Saraiva, 2010, p. 116-117).

<sup>472</sup> Cf. TRUBEK, David, et al. Op. cit. p. 166-167.

<sup>473</sup> A esse respeito, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “O objetivo de organizar um sistema de distribuição de títulos formado por bancos de investimentos, distribuidoras e corretoras traduzia o reconhecimento de que era impraticável desenvolver o mercado de capitais sem uma rede de intermediação que desempenhasse a função de colocar as emissões primárias entre grande número de pessoas. No esquema delineado na lei cabia aos bancos e às distribuidoras o papel de negociantes de títulos por conta própria, respectivamente por atacado e a varejo, e às corretoras a intermediação nos mercados secundários. A lei disciplinou cada uma dessas entidades, cujas atividades ficaram sujeitas ao regime de controle administrativo, e criou condições para que os serviços de corretagem pudessem ser prestados por empresas, em vez de profissionais autônomos” (Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. *A lei das S.A. pressupostos, elaboração e modificação*. v. 1., 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 123).

<sup>474</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 123.

<sup>475</sup> A esse respeito D. Trubek et al. afirmam que a Lei do Mercado de Capitais: “Em primeiro lugar, introduziu uma espécie de codificação, consolidando uma quantidade excessiva de leis, decretos e regulamentos que tinham, anteriormente, regido o assunto. Em segundo lugar, eliminou ou modificou regras que tinham servido para bloquear o desenvolvimento do mercado. Em terceiro, introduziu uma série de novos conceitos, instrumentos financeiros e instituições, que os reformadores acreditavam necessários ao desenvolvimento do mercado. Em quarto lugar, a lei continha dispositivos concebidos com a intenção de modernizar as instituições existentes, mediante a liberação de forças dinâmicas, que tinham sido freadas por regulamentos anteriores. Em quinto lugar, a Lei do Mercado de Capitais adotou uma filosofia de regulamentação, através da plena revelação ou divulgação e adoção de um novo sistema legal, pelo qual normas de disciplina do Mercado de Capitais vão evoluindo, conforme as necessidades. Finalmente, como consequência desta ampla operação de limpeza e de inovações energéticas que trouxe, a Lei teve um impacto profundo na opinião pública brasileira, e, assim, atraiu a atenção para o mercado. A Lei não foi

informativo obrigatório como principal pilar regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiros,<sup>476</sup> passando a exigir o registro dos emissores e das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, condicionando-os à adequada prestação de informações, cuja definição do conteúdo e extensão ficou a cargo do CMN.<sup>477</sup>

Conjuntamente com a reforma estrutural do mercado de valores mobiliários promovida pela Lei nº 4.728/1965, o Programa de Ação Econômica do Governo pretendia, também, fomentar seu desenvolvimento por meio de uma política de incentivos fiscais que beneficiasse tanto as companhias abertas quanto os investidores.<sup>478</sup>

Em um primeiro momento, essa política fiscal mostrou resultados, materializados em um aumento significativo do número de companhias com ações admitidas à negociação nas bolsas de valores e um considerável aumento no volume de negócios com elas.<sup>479</sup>

Porém, esse crescimento demonstrou-se relativamente artificial, dado o acentuado movimento de queda que acometeu o mercado de valores mobiliários brasileiro, a partir do segundo semestre de 1971, que causou o afastamento definitivo de grande parte dos investidores e das companhias.<sup>480</sup> Uma quantidade significativa de pessoas perdeu grande parte ou todo seu patrimônio naquilo que à época se chamou de “jogo da Bolsa”, e esses passaram a atribuir seus prejuízos à exploração do mercado por intermediários, empresários e administradores de companhias maliciosos, bem como à incapacidade do BACEN de fiscalizar o mercado de valores mobiliários.<sup>481</sup> Tratou-se, portanto, de uma

*uma mera codificação: foi uma varredura, uma autorização em aberto ao Banco Central, no sentido de que baixe instruções em amplas áreas; não é de surpreender que tenha desencadeado um debate sobre mercado de capitais, que tem crescido de intensidade ao longo dos anos”* (TRUBEK, David, et al. Op. cit. p. 167).

<sup>476</sup> O artigo 2º, I da Lei nº 4.728/65 estabeleceu, desde logo, que o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil deveriam exercer suas atribuições legais concernentes ao mercado de valores mobiliários com a finalidade de facilitar o acesso ao público às informações acerca dos valores mobiliários distribuídos e seus emissores:

*“Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:*

*I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;*

*II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários;*

*III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado;*

*IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários;*

*V - disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários;*

*VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.”*

<sup>477</sup> Cf. artigos 19, 20 e 21 da Lei nº 4.728/65.

<sup>478</sup> A esse respeito, ver TRUBEK, David, et al. Op. cit. p. 129-165.

<sup>479</sup> Cf. ANDREZO, Andréia; LIMA, Iran. Op. cit. p. 83.

<sup>480</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 127).

<sup>481</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 128.

grande crise de confiança nas estruturas regulatórias do mercado que, naquele momento, contribuiu determinantemente para sua estagnação e posterior retração.

Esses acontecimentos contribuíram para fortalecer e difundir a ideia de substituir o BACEN por um regulador especializado dedicado ao mercado de valores mobiliários, bem como aumentar a proteção legal dos acionistas minoritários e do público investidor, por meio de uma ampla reforma da legislação aplicável às sociedades anônimas.<sup>482</sup>

Nesse diapasão, o Instituto de Planejamento Econômico e Social tomou a iniciativa de, em outubro de 1971, promover a elaboração de um anteprojeto de reforma da lei das sociedades por ações, que, entretanto, não prosperou, pois à época estava em discussão a elaboração do novo Código Civil que tinha por objetivo promover a unificação do direito privado, incluindo uma nova regulamentação das sociedades anônimas.<sup>483</sup>

No entanto, após a eleição do Presidente Ernesto Geisel, o então Ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, e o então Ministro do Planejamento, João Paulo dos Reis Velloso propuseram, por meio da Exposição de Motivos do Conselho de Desenvolvimento Econômico de nº 14, de 25 de junho de 1974, que fosse destacado do anteprojeto do Código Civil o regime das sociedades por ações para que uma nova lei especial sobre a matéria fosse elaborada, alertando para a inconveniência de sujeitar o tema à inflexibilidade dos códigos.<sup>484</sup>

Referido documento indicava, ainda, as diretrizes a serem seguidas na elaboração da nova legislação aplicável às sociedades por ações, dentre elas a manutenção de um único diploma aplicável a quaisquer sociedades anônimas, contendo, entretanto, dispositivos que regulassem especificamente as companhias abertas, abrangendo, entre outros aspectos, o fortalecimento das obrigações informacionais, a regulação do sistema de administração colegiada (com um conselho eleito pela assembleia, que, por sua vez, nomearia a diretoria), e o reforço da autoridade pública na fiscalização dessas

---

<sup>482</sup> Ibidem.

<sup>483</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 131.

<sup>484</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 132-133 A esse respeito, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam que referida proposta foi fundamentada com base nos seguintes elementos “*inconveniência de ficarem sujeitas à inevitável inflexibilidade dos códigos as normas relativas às sociedades empresariais em geral, e, muito especialmente, às sociedades anônimas; a importância da Lei das S.A. como instrumento de política econômica; a significação da Lei das S.A. como forma de organização da grande empresa, essencial no processo de desenvolvimento econômico brasileiro, e a necessidade de sua integração com a legislação que disciplina os mercados de valores mobiliários; e a conveniência de preservar a flexibilidade de adaptação da lei às frequentes transformações de uma economia em rápido desenvolvimento e das economias modernas, que revelam evidente tendência para homogeneização do regime legal, incompatível com o esforço de codificação, que supõe a permanência no tempo*” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 133).

sociedades.<sup>485</sup>

Foi decidido, também, que simultaneamente ao desenvolvimento do anteprojeto da nova legislação aplicável às sociedades anônimas seria elaborado um outro, que tinha por objetivo promover a reforma da estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários instituída pela Lei nº 4.728/65, atendendo, sobretudo, aos anseios atinentes à criação de um órgão governamental dedicado exclusivamente à regulação do mercado de valores mobiliários.<sup>486</sup>

Um dos grandes elementos que levou à necessidade de elaboração de um novo diploma aplicável às sociedades por ações no Brasil foi justamente o fato de o Decreto-lei nº 2.627/40 ter por modelo principal a companhia fechada, tornando-se impróprio para enfrentar os desafios econômicos que começavam a se impor em meados da década de 1970.<sup>487</sup>

Conforme já mencionado, o próprio surgimento das sociedades anônimas está associado à viabilização da canalização da poupança popular para o financiamento da atividade empresarial, estando, portanto, intimamente ligado ao mercado de valores mobiliários e a seu objetivo mediato, qual seja a promoção do desenvolvimento econômico. Entretanto, as vantagens estruturais desse tipo societário levaram ao fenômeno de sua adoção mesmo quando não existe a intenção, por parte de seus instituidores, de captar qualquer recurso publicamente.<sup>488</sup>

Apesar dos principais mecanismos estruturais de funcionamento de uma companhia fechada e de uma companhia aberta serem os mesmos,<sup>489</sup> o regime jurídico aplicável a ambas as espécies de sociedades por ações difere,<sup>490</sup> basicamente, em três aspectos

<sup>485</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 133.

<sup>486</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 134.

<sup>487</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. *A Lei das S.A. Pressupostos, Elaboração e Modificação*. v. 1., 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 128.

<sup>488</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 83-84.

<sup>489</sup> A esse respeito, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “*Os mecanismos básicos de funcionamento interno das companhias abertas e fechadas são os mesmos, mas, nas relações com o público as companhias abertas assumem obrigações relevantes e específicas com os participantes dos mercados de valores mobiliários, e o público em geral. Com efeito, a diferença mais importante entre a companhia fechada e aberta é que esta, além das relações (internas) com os investidores de mercado que são seus acionistas, mantém – pelo fato de participar do mercado como emissora dos valores mobiliários negociados mediante oferta pública, relações com todos os investidores do mercado – inclusive os que não são titulares de valores de sua emissão, mas apenas adquirentes em potencial desses valores*” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 84).

<sup>490</sup> Sobre as diferenças principiológicas entre as companhias abertas e as companhias fechadas, A. Lamy Filho afirma: “*Com efeito, entre a S/A fechada – mera técnica de estruturar um negócio, que poderia eventualmente revestir qualquer outra forma societária – e a S/A aberta – cujos títulos alimentam o mercado de capitais, que apela para o público em busca do capital de risco de que necessita (como vai à rede*

principais, quais sejam:

(i) nos direitos protetivos daqueles que investem seus recursos, na medida em que o investidor de uma companhia aberta, que realiza seu investimento no mercado primário ou secundário de valores mobiliários, possui menor poder de barganha com relação aos seus direitos, em comparação com aqueles que dispõem de seus recursos para a formação de uma companhia fechada;

(ii) no regime informacional aplicável às companhias abertas, em decorrência de sua inserção no mercado de valores mobiliários; e

(iii) na existência de uma maior quantidade de regras cogentes aplicáveis às companhias abertas.<sup>491</sup>

---

*bancária obter o financiamento em capital empréstimo) – a diferença não é apenas de tamanho ou de grau, é de natureza. Quando uma S/A resolve abrir seu capital ela não pratica, apenas, mero ato de economia interna da empresa: ela aciona mecanismos de crédito público, por cuja idoneidade e regular funcionamento deve responder o Governo, como 'Minister Dei in bonum', na velha expressão tomística. Altera-se, por via de consequência, todo o relacionamento interno da sociedade, no mesmo passo em que a sociedade assume responsabilidades que concernem, diretamente, com o interesse público. Enquanto a S/A é fechada, os acionistas se conhecem, ou sabem quem são, a assembleia geral é o órgão máximo da sociedade porque é a reunião dos donos, o próprio poder constituinte em ação, e os administradores ou são os próprios donos ou seus prepostos, isto é, pessoas cujas relações se exaurem num âmbito relativamente limitado e estritamente privado de mecanismos jurídicos. Mais ainda, os sócios confiam nos detentores da maioria, ou se entendem por cima da assembleia, em contatos pessoais, em que a armadura societária é mero ritual desprovido de expressão (convocações, atas, reuniões de diretoria, livros de registro, relatórios de diretoria, emissão de ações, etc., etc.). (...) Projete-se, agora, a mesma sociedade que abre o seu capital, e vai ao público oferecer suas ações: tudo aqui transmuda. É que então os sócios passam a meros prestadores de capital (na linguagem que o velho C. Com. usava, e, impropriamente, para os comanditários), desinteressam-se pela vida da empresa como tal, para só se importarem com os reflexos da Bolsa que apresentam os títulos, tornando-se, com isso, muito mais vulneráveis em sua boa-fé; as assembleias, à míngua de acionista presentes, perdem sua importância para a administração que se torna, ela sim, o órgão máximo da sociedade; a vida da empresa e o comportamento de sua administração passam a interessar diretamente ao crédito público, pois não apenas pelo tamanho (geralmente grandes empresas) mas pelos reflexos que produz na vida financeira do país, a má gestão pode provocar uma crise e repercutir intensamente em muitos outros setores; as facilidades abertas para o levantamento de recursos – desde o apelo ao mercado de capitais até o progressivo autofinanciamento – exigem, então, a fiscalização pública e impõe o dever de uma intensa publicidade em favor do sócio ('disclosure'); novos mecanismos – como opções de compra de ações, debêntures conversíveis e outros – passam a ter ampla utilização, para motivar o investidor, ou mobilizar o administrador mais competente; o direito de voto perde expressão, o mesmo ocorrendo com o direito de preferência (quando a ação é vendida ou comprada em Bolsa, por valor de mercado), etc." (LAMY FILHO. Alfredo. Texto sobre a Reforma da Lei de S.A. In: LAMY FILHO. Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 39-41).*

<sup>491</sup> Conforme anotado por J. Armour, H. Hansmann e R. Kraakman, grande parte das normas de direito societário possuem caráter dispositivo, que regerão as relações societárias apenas caso as partes não disponham de forma diversa, em oposição às normas cogentes, que são utilizadas quando existe algum elemento que dificulta ou impossibilita a negociação das estruturas entre as partes envolvidas sem que alguma delas sofra algum prejuízo (ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKAMAN, Reinier. *What is Corporate Law?*. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. Op. cit. p. 20-22). Dessa forma, é de se notar que o regime normativo aplicável às companhias abertas é composto por uma maior quantidade de regras cogentes, em comparação às companhias fechadas, sendo comum, inclusive, que determinadas regras consideradas dispositivas para a segunda espécie sejam cogentes para a primeira. A natureza predominantemente cogente de parte das regras especiais aplicáveis às companhias abertas (e a maior intervenção estatal em sua organização) pode ser justificada, também, pelo interesse público que envolve

É bem verdade que, com a edição da Lei nº 4.728/65, estabeleceram-se, pela primeira vez no país, regras específicas aplicáveis às companhias abertas, sobretudo relativas à previsão de obrigações informacionais diferenciadas. Porém, faltava sistematicidade ao referido regramento, o que se procurava obter com as reformas legislativas então propostas.

Assim, um dos grandes objetivos da instituição de um novo regime para as sociedades anônimas (e da reforma na estrutura regulatória aplicável ao mercado de valores mobiliário que o acompanhou), foi justamente criar um modelo adequado à organização e funcionamento da grande empresa privada, bem como definir um regime específico aplicável às companhias abertas, que contribuísse, novamente, para aumentar a confiança e o interesse dos investidores no mercado de valores mobiliários brasileiro, que, entretanto, seria definido no mesmo diploma legal aplicável às companhias fechadas,<sup>492</sup> buscando-se, sobretudo, o desenvolvimento de um mercado primário de valores mobiliários no país.<sup>493</sup>

Nesse sentido, um dos elementos essenciais da proposta era justamente o fortalecimento das normas de divulgação de informações, com inspiração no sistema norte-americano (pautado pela “liberdade com publicidade”), bem como o estabelecimento de normas contábeis que permitissem um esclarecimento adequado ao público investidor sobre o andamento dos negócios da sociedade.<sup>494</sup>

Referida empreitada, como se sabe, culminou com a edição da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários – LMVM), e da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações – LSA).

---

estas sociedades, dada a sua capacidade de canalizar a poupança popular. Nesse sentido, M. Carvalhosa afirma: “No plano contratual, a diferença de disciplina legal opera-se tanto na organização como no funcionamento da sociedade. Assim, a estrutura estatutária da companhia aberta é fundamentalmente mais complexa do que a da companhia fechada. Também a atividade empresarial da companhia é submetida a um sistema especial de publicidade e revelação dos seus resultados, envolvendo administração, operações patrimoniais etc. A par de dispositivos contratuais que distinguem o seu regime, a lei estabelece uma série de controles estatais sobre a organização e funcionamento da companhia aberta, em face de seu interesse nitidamente institucional. Essa ingerência do Poder Público sobre as companhias abertas funda-se no princípio da tutela do interesse coletivo representado pelo investimento da poupança privada nos valores mobiliários emitidos por aquelas. Desde que se volte, sob quaisquer formas, ao público investidor para a obtenção de recursos de financiamento, deve a companhia submeter-se a uma permanente disciplina normativa por parte do Estado. Esse regime de tutela inspira-se no pressuposto geral de proteção da poupança privada alocada em operações e em investimentos de terceiros ou administrados por eles” (CARVALHOSA, Modesto. Op. cit. v. 1, p. 49).

<sup>492</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 134-135.

<sup>493</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. Op. cit. p. 143.

<sup>494</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo. Texto sobre a Reforma da Lei de S.A. In: LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 63.

#### 4.3 A ORIENTAÇÃO GERAL DO REGIME INFORMACIONAL PREVISTO NAS LEIS Nº 6.385/76 E 6.404/76

Conforme dito, um dos objetivos declarados da LMVM e da LSA era justamente criar um ambiente jurídico capaz de fomentar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, principalmente por meio da instauração da confiança dos investidores em suas estruturas legal e regulatória regedoras do referido mercado,<sup>495</sup> de modo que o estabelecimento do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas teve nesse objetivo um de seus fios condutores.<sup>496</sup>

---

<sup>495</sup> A esse respeito, a Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda, que instruiu o projeto da Lei das Sociedades por Ações, estabeleceu o seguinte objetivo, reputado como a base institucional do diploma: "4. O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade" (MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos nº. 196, de 24 de junho de 1976, Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404\\_Exposicao.asp](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp)>. Acesso em: 30 set. 2012). Na mesma esteira, a Exposição de Motivos nº 197, de 02 de agosto de 1976, do Ministério da Fazenda, que instrui o projeto da Lei nº 6.385/76, reformadora da estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários e criadora da CVM, indicou: " 2. O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas. 3. O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal - a Comissão de Valores Mobiliários - com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas. 4. A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito" (MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos nº. 197, de 02 de agosto de 1976, Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/E\\_M\\_n\\_197.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/E_M_n_197.pdf)>. Acesso em: 30 set. 2012)

<sup>496</sup> A esse respeito, E. L. Teixeira e J. A. Tavares Guerreiro afirmam: "Evidentemente, nenhuma lei poderia eliminar os riscos inerentes a qualquer investimento. Mas era preciso criar pelo menos as condições mínimas necessárias à definição das prerrogativas concretas das minorias acionárias, evitando, na medida do possível, a irresponsabilidade e o discricionarismo das maiorias. A Lei nº 6.404 visou atender a esse propósito. Para tornar viável a formação da grande empresa privada nacional, procurou restaurar a confiança dos investidores no sistema societário através, principalmente, de uma adequada tutela aos acionistas minoritários. Não será exagero dizer-se que, tecnicamente, essa tutela é a pedra de toque da reforma do regime do anonimato, em torno da qual gravitam muitas das mais notáveis inovações que a Lei veio introduzir em nosso ordenamento positivo. (...) Especial ênfase foi dada ao regime de informação aos acionistas, mediante a determinação de padrões explícitos e mais amplos para as demonstrações financeiras (arts. 176 a 188), inclusive com a obrigatoriedade, em certos casos, de demonstrações consolidadas (arts. 249 e 250), sob a égide do princípio do 'full disclosure'. Novas oportunidades de acesso a informações relevantes são abertas nos arts. 134, §1º, 157 e 164, em relação aos administradores, fiscais e auditores independentes" (TEIXEIRA. Egberto Lacerda; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. v. 1. São Paulo, José Bushatsky, 1979, p. 10-11. No mesmo sentido, F. COMPARATO afirma: "Na Lei de Sociedades por Ações, que foi o outro grande instrumento de

Adicionalmente, optou-se por, à luz da estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários norte-americano, criar a CVM, um órgão governamental especializado e exclusivamente dedicado à regulação do mercado de valores mobiliários, sob a orientação do CMN, que, por sua vez, teve suas competências concernentes ao mercado de valores mobiliários detalhadas de modo preciso na LMVM.

Nesse sentido, a LMVM tratou de indicar os princípios gerais que devem nortear a atividade regulatória a ser exercida pelo CMN e pela CVM, estabelecendo o verdadeiro mandato desses órgãos com relação ao mercado de valores mobiliários, no qual se inclui expressamente a garantir o acesso do público investidor às informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.<sup>497</sup>

Reservou-se, ademais, ao CMN, entre outras, a competência para definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários e fixar a orientação geral a ser observada pela recém-criada CVM no exercício de suas atribuições (previstas no mesmo diploma), o que abrange, necessariamente, o regime de *disclosure*.<sup>498</sup>

À CVM, por sua vez, atribuiu-se competência para regulamentar, com observância da política definida pelo CMN, as matérias expressamente previstas na LMVM e na LSA, bem como para administrar os registros instituídos pela LMVM, destacando-se, entre eles, o registro de companhias abertas e o registro de oferta pública de distribuição de valores

*reformulação do mercado de capitais em 1976, o princípio da informação completa ao mercado estendeu-se muito além das fases de constituição das companhias, das deliberações de seus órgãos ou do esquema de publicidade das contas sociais. A 'full disclosure' passou a ser, realmente, um dos pilares em que se assenta o sistema normativo das companhias" (COMPARATO, Fábio. Konder (1990). Op. cit. p. 337).*

<sup>497</sup> "Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

*I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;*

*II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;*

*III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;*

*IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:*

*a) emissões irregulares de valores mobiliários;*

*b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.*

*c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.*

*V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;*

*VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;*

*VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;*

*VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional."*

<sup>498</sup> Cf. artigo 3º da LMVM.

mobiliários.<sup>499</sup> Consequentemente, a LMVM atribuiu à CVM ampla competência para definir os requisitos informacionais aplicáveis à concessão desses registros, bem como o conteúdo das demais obrigações informacionais aplicáveis às companhias abertas registradas.

O diploma estabelece que à CVM compete fixar:

(i) as normas concernentes ao procedimento do registro de ofertas públicas de valores mobiliários, bem como especificar as informações que devam instruir seu pedido, inclusive sobre (a) a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas; (b) as características da emissão e a aplicação a ser dada aos recursos dela provenientes; (c) o vendedor dos valores mobiliários, se for o caso; e (d) os participantes na distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor, podendo exigir, também, que sejam divulgadas quaisquer outras informações que julgar necessárias para proteger os interesses do público investidor;<sup>500</sup> e

(ii) as normas concernentes ao registro de companhia aberta (incluindo a definição das informações e documentos que devem ser apresentados pela companhia para a obtenção do referido registro),<sup>501</sup> bem como aquelas acerca das obrigações informacionais contínuas aplicáveis às companhias abertas após a obtenção de seu registro.<sup>502</sup>

Com relação a estas últimas, a LMVM estabelece algumas orientações sobre seu conteúdo, determinando que as mesmas devem versar sobre:

(i) a natureza das informações que as companhias abertas devem divulgar e a periodicidade da divulgação;

(ii) o conteúdo do relatório da administração e das demonstrações financeiras, elaborados anualmente;

(iii) a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações mantidas em tesouraria;

(iv) os padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes;

(v) informações que devem ser prestadas por administradores, membros do

---

<sup>499</sup> Cf. artigo 8º da LMVM.

<sup>500</sup> Cf. artigo 19, §5º, II e §6º da LMVM.

<sup>501</sup> Cf. artigo 21, §6º da LMVM.

<sup>502</sup> Cf. artigo 22, §1º da LMVM.

conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidos pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras;

(vi) a divulgação de deliberações da assembleia geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia; e

(vii) a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e respostas aos esclarecimentos que lhes forem solicitados.

São esses dispositivos que, portanto, atribuem à CVM sua ampla competência para definir a estrutura e o conteúdo do regime de *disclosure*, dentro dos parâmetros por eles estabelecidos.

À parte dessa competência da CVM, a própria LSA trata de também estabelecer algumas obrigações informacionais. É bem verdade que parte delas têm por destinatários iniciais apenas os acionistas da companhia, com base no direito à informação e fiscalização que esses detêm com relação às companhias da qual são sócios, aplicando-se inclusive às companhias fechadas.

Contudo, é evidente que com relação às companhias abertas, as informações e documentos disponibilizados em cumprimento dessas obrigações são amplamente difundidos, beneficiando todo o mercado de valores mobiliários.

As obrigações informacionais contidas na LSA podem ser genericamente divididas nas seguintes categorias:

- (i) informações necessárias ao exercício de direitos advindos da condição de acionista;
- (ii) informações econômico-financeiras;
- (iii) informações sobre os administradores; e
- (iv) informações sobre atos e fatos relevantes (aplicáveis apenas às companhias abertas).

As informações necessárias ao exercício de direitos pelos acionistas incluem aquelas divulgadas, genericamente quando da realização de assembleias gerais. Ademais, a LSA estabelece a necessidade de informações específicas quando da realização de

operações de reorganização societária<sup>503</sup> e aquisição de outras sociedades por companhias abertas.<sup>504</sup>

Nesse sentido, a LSA, estabelece a necessidade de publicação prévia dos editais de convocação das assembleias gerais, seu prazo (diferenciando, nesse ponto, as companhias abertas das fechadas), bem como seu conteúdo mínimo (local, data, hora, ordem do dia e, no caso de reforma estatutária, a indicação das matérias).<sup>505</sup>

Quando da realização de assembleias gerais ordinárias, o diploma estabelece, ainda, a necessidade de disponibilização dos documentos considerados fundamentais ao exercício do direito de voto com relação às suas matérias objeto.<sup>506</sup> O mesmo se aplica às assembleias gerais extraordinárias.<sup>507</sup>

Não obstante essas obrigações informacionais associadas à realização de assembleias gerais se apliquem igualmente às companhias abertas e fechadas, no caso das primeiras, a divulgação dada aos documentos e informações disponibilizados (por meio dos sistemas eletrônicos de divulgação de informações mantidos pela CVM) permite uma ampla difusão dessas informações, inclusive entre aqueles que não são acionistas da companhia (e, portanto, seus destinatários primários).<sup>508</sup>

A segunda categoria de obrigações informacionais derivadas da LSA refere-se às informações financeiras, cujas regras gerais sobre seu conteúdo e forma de elaboração são determinadas pelo diploma.<sup>509</sup>

Tratam-se, novamente, de obrigações que se aplicam, em grande parte, tanto às companhias abertas quanto às fechadas, constituindo o regime geral acerca da matéria, sendo garantida, entretanto, a competência da CVM de estabelecer regras especiais aplicáveis a elaboração das demonstrações financeiras das companhias abertas.<sup>510</sup>

A LSA estabelece que as demonstrações financeiras devem exprimir com clareza a

---

<sup>503</sup> Cf. artigos 122, 221, 227, 228, 229, 252 da LSA.

<sup>504</sup> Cf. artigo 256 da LSA.

<sup>505</sup> Cf. artigo 124 da LSA.

<sup>506</sup> Cf. artigo 133 da LSA. São eles (i) o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo; (ii) a cópia das demonstrações financeiras; (iii) o parecer dos auditores independentes, se houver; (iv) o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver; e (v) os demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.

<sup>507</sup> Cf. artigo 135 da LSA.

<sup>508</sup> Essas matérias foram regulamentadas pela ICVM 481, que será abordada no Capítulo 4.6.1. Ademais, com relação especificamente às companhias abertas, o artigo 124, §5º, I, da LSA confere poder à CVM, a pedido de qualquer acionista e ouvida a companhia, para aumentar o prazo de antecedência de convocação da assembleia geral, quando essa tiver por objeto operações complexas que exijam mais tempo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas.

<sup>509</sup> Cf. artigos 176 a 188 e 247 a 250 da LSA.

<sup>510</sup> Cf. artigo 22, § 1, II e IV da LMVM e artigo 177, §§ 3º e 5º da LSA.

situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício a que se referem<sup>511</sup>, devendo necessariamente incluir:

(i) o balanço patrimonial,<sup>512</sup> no qual as contas serão classificadas segundo os elementos do patrimônio que registrem e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia;

(ii) a demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados no exercício;<sup>513</sup>

(iii) a demonstração do resultado do exercício;<sup>514</sup>

(iv) a demonstração dos fluxos de caixa da companhia, indicando as alterações ocorridas, durante o exercício, no saldo de caixa e equivalentes de caixa, segregadas, no mínimo, em fluxos de operações, financiamento e investimentos;<sup>515</sup> e

(v) no caso específico das companhias abertas, a demonstração do valor adicionado, entendido como o valor da riqueza gerada pela companhia, sua distribuição entre aqueles que contribuíram para sua geração, tais como empregados, financiadores, acionistas, governo e outros, bem como a parcela da riqueza não distribuída.<sup>516</sup>

As demonstrações de cada exercício devem ser publicadas com a indicação dos valores correspondentes das demonstrações do exercício anterior, possibilitando aos seus destinatários a possibilidade de apreciar a evolução econômico-financeira da companhia,<sup>517</sup> bem como acompanhadas, obrigatoriamente, por notas explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessários para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício a que se refere.<sup>518</sup>

Ainda a respeito das demonstrações financeiras, a LSA estabelece:

(i) que os investimentos da companhia em coligadas ou em controladas e em outras sociedades que façam parte de um mesmo grupo ou esteja sob controle comum deverão ser avaliados pelo método da equivalência patrimonial no balanço da companhia, de acordo com as regras a esse respeito estabelecidas no diploma;<sup>519</sup> e

(ii) que a companhia aberta que tiver mais de trinta por cento do valor de seu patrimônio líquido representado por investimentos em sociedades controladas deverá

<sup>511</sup> Cf. artigo 176 da LSA.

<sup>512</sup> Elaborada na forma prevista nos artigos 178 a 184-A da LSA.

<sup>513</sup> Elaborada na forma prevista no artigo 186 da LSA.

<sup>514</sup> Elaborada na forma prevista no artigo 187 da LSA.

<sup>515</sup> Elaborada na forma prevista no artigo 188, I da LSA.

<sup>516</sup> Elaborada na forma prevista no artigo 188, II da LSA.

<sup>517</sup> Cf. artigo 176, § 1º da LSA.

<sup>518</sup> Cf. artigo 176, § 4º da LSA.

<sup>519</sup> Cf. artigo 248 da LSA.

elaborar e divulgar, juntamente com suas demonstrações financeiras, demonstrações consolidadas, de acordo com as regras a esse respeito estabelecidas no diploma.<sup>520</sup>

A terceira categoria de informações exigidas no termos da LSA englobam determinadas informações a serem prestadas pelos administradores quando de sua posse ou a pedido da assembleia geral, na esfera de seu dever de informar,<sup>521</sup> imposto pelo referido diploma em contrapartida ao direito essencial de fiscalização de que gozam os acionistas das companhias,<sup>522</sup> recaindo sobre a revelação de determinados detalhes da situação patrimonial dos administradores associadas.

No cumprimento desse dever, o administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular, devendo, também, comunicar à CVM e às bolsas de valores ou entidade do mercado de balcão organizado, conforme o caso, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

Trata-se de regra que tem por objetivo esclarecer a extensão do interesse do administrador na companhia que extrapola a relação existente em decorrência do cargo que ocupa, notadamente inspirada na *Section 16* do *Securities Exchange Act* de 1934.<sup>523</sup>

Adicionalmente, o administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem cinco por cento ou mais do capital social.<sup>524</sup>

(i) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;

(ii) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício

---

<sup>520</sup> Cf. artigos 249 e 250 da LSA.

<sup>521</sup> Cf. artigo 157, §§ 1º, 2º 3º e 6º da LSA.

<sup>522</sup> Cf. artigo 109, III da LSA. Nesse sentido, M. Carvalhosa afirma: “O dever de informar dos administradores corresponde ao direito de ser informado dos acionistas em geral e dos acionistas minoritários em especial. Tal direito inclui-se entre os essenciais, previstos no art. 109 da lei, qual seja o de fiscalizar. Trata-se de prerrogativa que não admite restrição” (CARVALHOSA, Modesto. Op. cit. v. 3, p. 331).

<sup>523</sup> Cf. SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Conselho de administração e diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, v. 1., 2009, p. 1171. Essa obrigação é regulamentada pela ICVM 358, que será objeto do Capítulo 4.5.

<sup>524</sup> Essas informações também são objeto de divulgação ao mercado nos termos das Instruções CVM nº 358/02 e 480/09, que serão discutidas adiante. Porém, é de se notar que quando da divulgação ao mercado, essas informações são tornadas públicas de modo consolidado, considerando cada órgão da administração, e não individualmente, com relação a cada administrador.

anterior;

(iii) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

(iv) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e

(v) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

A LSA determinada expressamente que a revelação dos atos ou fatos acima apenas poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.<sup>525</sup> Assim, referida informação deverá ser utilizada em consideração ao interesse do acionista como tal, e não em seu interesse pessoal desvinculado da relação societária com a companhia.<sup>526</sup>

É importante destacar, também, que os atos ou fatos relevantes havidos nas atividades da companhia cujo esclarecimento pode ser solicitado pelos acionistas quando da realização das assembleias gerais e nas condições acima indicadas não se confundem com aqueles objetos de divulgação imediata nos termos do artigo 157, § 4º da LSA.

Trata-se, aqui, do direito que assiste aos acionistas de obterem esclarecimentos, detalhamentos e informações sobre o andamento dos negócios sociais durante o último exercício, a partir de informações já divulgadas, desde que não configurem fatos relevantes para efeito da obrigação prevista no artigo 157, § 4º da LSA<sup>527</sup>, ressalvado que esses esclarecimentos, quando solicitados, poderão deixar de ser prestados quando a referida prestação possa por em risco o legítimo interesse da companhia<sup>528</sup> (assim como ocorre com os fatos relevantes divulgados por força do artigo 157, § 4º da LSA).

A quarta categoria de obrigações informacionais advindas da LSA, que também estão associadas ao dever de informar dos administradores, diz respeito à divulgação de atos e fatos relevantes concernentes à companhia aberta.<sup>529</sup>

<sup>525</sup> Cf. artigo 157, §§ 2º e 3º da LSA. Nesse sentido, L. A. de Sampaio Campos afirma: “*Parece clara a devida preocupação do legislador de que – considerando a realidade da companhia aberta e, especialmente, da grande companhia aberta, e do evidente distanciamento entre os acionistas e a companhia propriamente, tão em voga nos estudos econômicos do chamado ‘custo de agência’ – não seria prudente deixar os acionistas sem acesso a informação sobre as remunerações, benefícios e vantagens diretos e indiretos atribuídos aos administradores da companhia e aos executivos de alto nível, sem que isso exponha esses administradores e executivos indevidamente*” (SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Op. cit. p. 1175).

<sup>526</sup> Cf. SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Op. cit. p. 1178.

<sup>527</sup> Cf. SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Op. cit. p. 1176.

<sup>528</sup> Cf. artigo 157, § 5º da LSA.

<sup>529</sup> Cf. artigo 157, §§4º e 5º da LSA.

Considerado como o coroamento do princípio da ampla divulgação de informações pelas companhias abertas brasileiras, referido dispositivo estabelece a regra de que os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou qualquer fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia, podendo deixar de fazê-lo apenas caso a divulgação coloque em risco interesse legítimo da companhia.

Trata-se, em verdade, de um dos maiores ineditismos do ordenamento societário introduzido pela LSA,<sup>530</sup> reconhecendo, explicitamente, a institucionalização do regime de *disclosure* enquanto princípio saneador do mercado de valores mobiliários e superando a destinação primária das obrigações informacionais previstas na legislação societária ao interesse dos acionistas, direcionando-a para o mercado como um todo.<sup>531</sup>

Não obstante as obrigações informacionais – cujos destinatários originários são os acionistas – beneficiem todo o mercado, na medida em que a própria LSA submete grande parte dos atos ao registro público do comércio e ao regime de publicação obrigatória, e, em se tratando de companhias abertas, essa divulgação é ampliada pelo regime regulatório que as incorpora aos sistemas de divulgação de informações instituído pela CVM, a obrigação da acima comentada divulgação de atos e fatos relevantes destaca-se por orientar-se, primária e globalmente, ao mercado de valores mobiliários.<sup>532</sup>

Ademais, trata-se da regra que garante a completude do regime informacional vigente no mercado de valores mobiliários.

Apesar das companhias abertas estarem sujeitas a um rol exaustivo de obrigações informacionais, cujo conteúdo é delimitado pelo regime regulatório informacional

---

<sup>530</sup> Importante ressaltar, entretanto, que, no regime anterior, a Resolução CMN 88/68 já exigia, quando do registro dos emissores de valores mobiliários, o compromisso de divulgação de informações consideradas relevantes que possuíam o condão de afetar no preço dos valores mobiliários ou influenciar nas decisões de investimento.

<sup>531</sup> A esse respeito, L. A. de Sampaio Campos afirma: “*A divulgação de fato relevante representa o deslocamento da relação companhia-acionista, do ponto de vista informacional, para um relacionamento companhia e o público em geral, que vem a ser a filosofia do ‘disclosure’, bem mais ampla do que a satisfação do direito de informação ao acionista*” (SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Op. cit. p. 1181).

<sup>532</sup> Nesse sentido, J. L. Bulhões Pedreira e A. Lamy Filho afirmam que a obrigação contida no artigo 157, §4º da Lei nº 6.404/76 constitui a “*institucionalização do dever de divulgação, de forma a alcançar o público em geral, e o mercado de títulos, em particular, constitui-se, nas últimas décadas no ponto basilar da política legislativa em relação às companhias abertas*” (Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. O dever de divulgar fato relevante e a obrigação de manter sigilo na oferta pública para aquisição de controle. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis. *A Lei das S.A. Pareceres*. v. 2., 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 380).

estabelecido pela CVM por força da competência a ela atribuída pela LMVM, a obrigação de divulgar atos e fatos relevantes prevista na LSA possui natureza principiológica, tendo imensa serventia no preenchimento das lacunas eventualmente existentes diante da impossibilidade do regulador prever, exaustiva e taxativamente, todas as informações que possam ser de interesse do mercado de valores mobiliários.

Garante-se, assim, uma abordagem regulatória equilibrada para o regime de *disclosure*, baseada simultaneamente em regras que indicam uma lista extensiva das informações a serem divulgadas, a forma e momento oportuno para sua divulgação, bem como em um princípio geral que garante que informações reputadas relevantes serão divulgadas imediatamente ao mercado.

Entretanto, a definição de relevância contida na LSA é condicionada a seu impacto na precificação dos valores mobiliários, denotando a influência que a hipótese dos mercados eficientes exerceu na construção do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras, bem como a supervalorização de sua funcionalidade relacionada à tomada de decisão dos investidores e à precificação dos valores mobiliários.

Nesse sentido, vale notar que, pela definição na LSA, qualquer informação que seja útil à administração dos conflitos de agência inerentes às sociedades por ações mas que, por outro lado, não possuam o condão de impactar imediatamente na tomada de decisão dos investidores ou no preço dos valores mobiliários da companhia, não configurará fato relevante para fins da LSA e, portanto, não precisará ser obrigatoriamente divulgada.<sup>533</sup>

#### 4.4 O SISTEMA DE REGISTROS DE EMISSORES E OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A opção por condicionar a admissão à negociação de valores mobiliários em mercados secundários e a realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários ao registro, respectivamente, do emissor e da oferta pública perante o órgão regulador, na forma como determinado pela LMVM e pela LSA,<sup>534</sup> é consequência lógica da opção regulatória que permeia a instituição de um regime informacional obrigatório em alternativa a uma regulação meritória, por parte do Estado, acerca da qualidade dos empreendimentos subjacentes aos valores mobiliários ofertados e/ou negociados

---

<sup>533</sup> A análise efetiva da extensão da obrigação prevista no artigo 157, §4º e do conceito de fato relevante previsto na legislação brasileira será feita no Capítulo 4.5, no âmbito da análise da ICVM 358, que regulamenta referido dispositivo legal.

<sup>534</sup> Cf. artigo 4º, §§1º e 2º da LSA.

publicamente.

A implementação do regime de *disclosure* efetiva-se por meio de um sistema de registros administrados pela CVM por força do previsto na LMVM,<sup>535</sup> cuja concessão possui a serventia de atestar que as informações exigidas pelo regime regulatório foram prestadas na extensão e na qualidade desejada,<sup>536</sup> sem implicar, entretanto, em qualquer opinião meritória sobre os valores mobiliários em questão.

Daí decorre a natureza instrumental do registro de emissores e de ofertas públicas de valores mobiliários administrado pela CVM: ambos consistem em meios (instrumentos) pelos quais se procede a prestação de informações à CVM, objetivando sua divulgação aos investidores.<sup>537</sup>

A opção regulatória brasileira foi, em linha com as práticas internacionais e notadamente inspirada no regime norte-americano, estabelecer políticas informacionais voltadas tanto às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (principalmente no mercado primário)<sup>538</sup> quanto ao mercado secundário, consubstanciadas, entretanto, em

---

<sup>535</sup> Cf. artigo 8º, II, 19 e 21 da LMVM.

<sup>536</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 141.

<sup>537</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 142. A esse respeito, o Voto nº 426 de 21 de dezembro de 1978 do CMN, que aprovou os fundamentos e princípios da regulação do mercado de valores mobiliários, quando do início do funcionamento da CVM estabeleceu, com relação ao sistema de registros: “*A diretriz básica que orienta esta opção é a de exigir o encaminhamento de certas informações para registro junto ao órgão regulador, que, por sua vez, estabelece sistemas diretos e indiretos para fazer com que tais informações estejam disponíveis publicamente. Paralelamente, a entidade reguladora exige alguns compromissos por parte das companhias que captaram recursos no mercado, prevendo a manutenção de um determinado fluxo de informações para os investidores potenciais. As exigências da CVM por ocasião do registro serão norteadas por essa diretriz básica quanto à divulgação de informações e ainda pelas seguintes considerações: a) a sistemática de registros estabelecerá os elementos mínimos de informações com base nas quais decisões de investimento possam ser adequadamente tomadas; b) ao autorizar a negociação de determinado valor mobiliário através da concessão do registro, a CVM não garante o sucesso da empresa emissora nem a conduta ética ou a capacidade técnica dos administradores. Nesse sentido, o sistema de divulgação de informações serve apenas como proteção para os investidores, não se constituindo em atestado de qualidade dos empreendimentos. O uso da informação e a decisão de comprar ou vender um valor mobiliário cabe a cada indivíduo. Evidentemente, a CVM considerará o estágio em que o mercado brasileiro se encontrará a cada momento, criando algumas salvaguardas para minimizar as possibilidades de fornecimento de informações inverídicas ou ambíguas; c) a implementação do sistema de divulgação de informações poderá ser feita por normatização específica, por princípios gerais de regulação e pelo aproveitamento dos usos e costumes vigentes no mercado. A flexibilidade do sistema dependerá do grau de utilização desses três procedimentos; d) o propósito da regulação específica sobre o registro é o de prover uma certa proteção aos investidor, inclusive através da verificação da legitimidade da emissão de valores mobiliários e da legalidade dos atos societários que lhe deram origem, sem, porém, impedir o mercado de funcionar adequadamente, contrabalançando os direitos do investidor e as obrigações dos emissores e demais agentes de mercado*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979, p. 16).

<sup>538</sup> Como se sabe, as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários podem ter natureza eminentemente secundária, tendo por objeto apenas valores mobiliários já existentes, de titularidade, por exemplo, do acionista controlador da companhia.

regimes de registro diversos, embora complementares.<sup>539</sup>

Essa escolha pautou-se por dois motivos principais, quais sejam, (i) a especial relevância econômica associada às novas emissões para as companhias, que promovem efetivamente sua capitalização; e (ii) a diferença de posições em que se encontra o adquirente de valores mobiliários em uma oferta pública de distribuição e no mercado secundário, haja vista que no âmbito das primeiras existe um enorme esforço de venda, capitaneado por intermediários remunerados para tal e com o emprego de métodos mais intensos de propaganda.<sup>540</sup>

Por outro lado, é de se reconhecer que não obstante essas peculiaridades existentes na esfera das ofertas públicas de distribuição, os volumes negociados mensalmente no mercado secundários são imensamente superiores ao volume de qualquer oferta, sendo fundamental, portanto, garantir um fluxo contínuo de informações ao mercado enquanto os valores mobiliários de emissão da companhia forem admitidos à negociação em mercados públicos.<sup>541</sup> E, conforme já dito, se assim não fosse, os investidores aplicariam naturalmente um desconto no preço dos valores mobiliários desde sua subscrição, a título de antecipação da falta de informações contínuas a seu respeito.

Passemos a analisar, a seguir, os regimes regulatórios que orientam o registro de emissores e de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

#### *4.4.1 O registro de emissores de valores mobiliários e seu regime informacional: a Instrução CVM nº 480/09 e o Formulário de Referência*

Não obstante o DL 2627 não fizesse qualquer diferenciação entre companhias abertas e fechadas, não possuindo, conseqüentemente, regras especiais aplicáveis às

<sup>539</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979, p. 17. Ainda sob a égide da Lei nº 4.728/65, já havia previsão de registros diversos para emissores e ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos termos dos artigos 19 e 21 da referida lei.

<sup>540</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979, p. 17

<sup>541</sup> Ibidem. Nesse sentido, a Nota Explicativa CVM nº 15/79 estabeleceu: “O primeiro ponto a tratar refere-se à necessidade de se diferenciar os conceitos de Registro de Companhia e de Registro de Emissão Pública. É certo que ambos os Registros preocupam-se em assegurar ao público um certo volume mínimo de informações para a tomada de decisão de investimento. A diferença básica é a de que o Registro de Emissão Pública preocupa-se com a situação específica em que há um esforço e uma pressão de venda característica, não encontrada na situação em que o investidor se dirige, por sua própria iniciativa e na ocasião em que julga oportuno, ao mercado, para comprar ou vender valores mobiliários. Entre uma situação e outra, portanto, deve haver diferenças no processo de informação, seja com relação ao conteúdo da informação, seja com relação à disseminação e à disponibilidade da informação” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS., de 11 de outubro de 1979, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em: 13 set. 2012).

diferentes espécies de sociedades anônimas, a Lei nº 4.728/65 estabeleceu a necessidade de registro perante o BACEN das companhias cujos valores mobiliários fossem negociados em bolsas de valores,<sup>542</sup> ficando a cargo do CMN estabelecer as normas aplicáveis ao aludido registro, incluindo a extensão e conteúdo das informações necessárias à sua concessão, bem como aquelas que deveriam ser periodicamente divulgadas, para sua manutenção.<sup>543</sup>

Em cumprimento ao comando legal acima mencionado, o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução CMN nº 88, de 30 de janeiro de 1968, que disciplinava o registro das pessoas jurídicas de direito privado perante o BACEN, incluindo as sociedades de economia mista e emissores de valores mobiliários negociáveis em bolsas de valores.<sup>544</sup>

Além dos procedimentos atinentes ao aludido registro, a Resolução CMN nº 88/68 estabelecia que a concessão do registro dependia do envio ao BACEN de diversos documentos,<sup>545</sup> incluindo (i) um compromisso formal de divulgar prontamente ao público as decisões tomadas pela diretoria ou pela assembleia geral com relação a dividendos ou direitos de subscrição ou outros elementos relevantes que pudessem afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão da companhia ou influenciar as decisões dos investidores; e (ii) formulários específicos, que reuniam o conjunto básico de informações exigidas das companhias abertas à época do registro, ficando facultado ao Banco Central, periodicamente ou quando julgasse necessário, solicitar a atualização das informações

<sup>542</sup> Cf. artigo 19 da Lei nº 4.728/65.

<sup>543</sup> “Art. 20. Compete ao Conselho Monetário Nacional expedir normas gerais sobre o registro referido no inciso II do artigo anterior, e relativas a:

*I – informações e documentos a serem apresentados para obtenção do registro inicial;*

*II – informações e documentos a serem apresentados periodicamente para a manutenção do registro;*

*III – casos em que o Banco Central poderá recusar, suspender ou cancelar o registro.*

§ 1º *Caberá ainda ao Conselho Monetário Nacional expedir normas a serem observadas pelas pessoas jurídicas referidas neste artigo, e relativas a:*

*a) natureza, detalhe e periodicidade da publicação de informações sobre a situação econômica e financeira da pessoa jurídica, suas operações, administração e acionistas que controlam a maioria do seu capital votante;*

*b) organização do balanço e das demonstrações de resultado, padrões de organização contábil, relatórios e pareceres de auditores independentes registrados no Banco Central;*

*c) manutenção de mandatários para a prática dos atos relativos ao registro de ações e obrigações nominativas, ou nominativas endossáveis.*

§ 2º *As normas referidas neste artigo não poderão ser aprovadas antes de decorridos 30 (trinta) dias de sua publicação para receber sugestões.”*

<sup>544</sup> A Resolução CMN nº 88/68 tratava, simultaneamente, do registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, que será objeto do Capítulo 4.4.

<sup>545</sup> Nos termos do Item VI da Resolução CMN nº 88/68, esses documentos incluíam, também, (i) cópia das demonstrações financeiras (englobando balanço geral, demonstrações de resultado do exercício, demonstração de lucros ou prejuízos em suspenso e notas explicativas da diretoria) correspondentes ao três últimos exercícios sociais; (ii) cópia autenticada dos estatutos consolidados; e (iii) outros informes que a companhia julgue necessário.

prestadas por meio desses documentos.<sup>546</sup>

Em 1977, a CVM passou a oficialmente exercer<sup>547</sup> a competência normativa a ela atribuída pela LMVM e a primeira regulamentação acerca do registro de companhias abertas editada no exercício de sua competência acerca do tema foi a Instrução CVM nº 09, de 11 de outubro de 1979 (ICVM 09), que estabeleceu princípios que nortearam a regulamentação da matéria por vários anos, dos quais alguns permanecem até hoje.

Na ocasião, a CVM estabeleceu que o objetivo da regulamentação do registro de companhias abertas era definir o fluxo mínimo de informações (incluído seu conteúdo, forma de disseminação e prazo) que assegurasse, de modo contínuo, ao público investidor, a tomada de decisão racional acerca de seus investimentos<sup>548</sup>, deixando claro, portanto, a influência da teoria da escolha racional em sua política regulatória, bem como a preponderância dessa funcionalidade do regime de *disclosure*.

Adicionalmente, a CVM também esclareceu sua opção de condicionar o registro de companhia aberta a um conteúdo mínimo de informações independentemente do porte da companhia e do mercado (bolsa ou mercado de balcão) em que os seus valores mobiliários seriam admitidos à negociação. Assim, apesar de instituir, por meio da referida regulamentação, registros distintos para companhias abertas, em função do mercado em que seus valores mobiliários seriam admitidos à negociação (bolsa ou mercado de balcão), sistemática que perdurou até 2009, os requisitos estabelecidos para a concessão de ambos eram iguais. O que se seguiu, desde então, foi o aperfeiçoamento da regulamentação atinente ao registro de companhias abertas, buscando ampliar o rol de informações continuamente disponíveis aos investidores no mercado secundário, bem como adaptar o regime de *disclosure* às inovações tecnológicas que, de certa forma, revolucionaram os mecanismos de divulgação das informações no mercado de valores mobiliários, tornando-a praticamente instantânea.

---

<sup>546</sup> Cf. item VI da Resolução CMN nº 88/68. Não obstante a previsão de registros diversos para emissores e ofertas públicas de valores mobiliários, os formulários que instruíam ambos os pedidos eram os mesmos. Referidos formulários foram atualizados por meio da Resolução CMN nº 214/72, sendo substituídos por um modelo de prospecto que era exigido tanto nos pedidos de registro de emissores, quanto nos pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição.

<sup>547</sup> Por meio da Resolução CMN nº 435, de 20 de julho de 1977.

<sup>548</sup> “A regulamentação do Registro de Companhia para negociação em Bolsa ou no Mercado de Balcão objetiva definir o fluxo mínimo de informações (aí considerados os aspectos de conteúdo, forma de disseminação e seu prazo) que assegure ao público, ao longo do tempo, a possibilidade de tomada de decisão racional. Nos termos da Instrução nº 9, ao se registrar e, portanto, ao assumir a condição de aberta, a companhia se obriga a gerar um fluxo contínuo de informações considerado o mínimo necessário à tomada de decisões por parte do público investidor” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Nota Explicativa nº 15, de 11 de outubro de 1979*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 set. 2012.

Dessa forma, os normativos que substituíram a ICVM 09 na regulamentação do registro das companhias abertas (e, conseqüentemente, na definição das obrigações informacionais contínuas a que estavam sujeitas a partir de então), quais sejam, a Instrução CVM nº 32, de 16 de março de 1984 (ICVM 32), a Instrução CVM nº 60, de 14 de janeiro de 1987 (ICVM 60) e a Instrução CVM nº 202, de 06 de dezembro de 1993 (ICVM 202), consolidaram as linhas mestras dos requisitos informacionais necessários à entrada e à permanência das companhias abertas no mercado de valores mobiliários, principalmente:

- (i) a elaboração e divulgação de demonstrações financeiras em periodicidade trimestral;
- (ii) a elaboração anual de formulário reunindo as principais informações sobre as companhias abertas (que ficou conhecido como Formulário de Informações Anuais – IAN);
- (iii) o estabelecimento de um rol de documentos e informações periódicas e eventuais a serem prestadas continuamente pelas companhias abertas; e
- (iv) a necessidade de indicação de um diretor estatutário a cargo de exercer a função de relações com investidores, sendo responsável por toda a prestação informacional a qual a companhia está sujeita.

A iniciativa de se promover uma reforma ampla e estrutural nas regras atinentes ao registro de companhias abertas surgiu apenas com o advento da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que promoveu significativas alterações na LMVM e na LSA.

A partir da aludida reforma, a LSA passou a atribuir<sup>549</sup> competência expressa para a CVM classificar as companhias abertas em categorias distintas, de acordo com as espécies e classes dos valores mobiliários por elas emitidos e negociados no mercado, estabelecendo normas específicas (inclusive obrigações informacionais) a cada uma delas.<sup>550</sup>

---

<sup>549</sup> Cf. artigo 4º, §3º da LSA.

<sup>550</sup> Sobre a disciplina das companhias abertas em vigor até então, M. Carvalhosa e N. Eizirik afirmam: “Promulgada a Lei n. 6.404/76, todas as companhias abertas passaram a ser submetidas a um mesmo tratamento legal e regulamentar, independentemente dos valores mobiliários de sua emissão que estavam sendo objeto de distribuição no mercado. Tal disciplina uniforme para todas as companhias revelou-se, depois de algum tempo, inadequada, por duas razões básicas: não se compatibilizavam as normas regulamentares, particularmente as referentes à divulgação de informações, com as reais necessidades dos investidores, que variam em função das diferentes espécies de valores mobiliários; com tal procedimento, custos desnecessários eram impostos às companhias emissoras. Conforme vem sendo demonstrado, a regulação do mercado de capitais, particularmente no que se refere às exigências de ‘disclosure’, deve visar a um nível ótimo, que significa a maior proteção possível aos investidores ao menor custo para as emissoras de valores mobiliários; assim, dada a competição para a captação de recursos, em escala global, verifica-se crescente tendência no sentido da redução dos custos da regulação. Com o novo regime legal trazido pela

É bem verdade que a LMVM já admitia, ainda que implicitamente, a possibilidade da CVM estabelecer regras diferenciadas para o registro de companhias abertas em função do mercado no qual seus valores mobiliários fossem admitidos à negociação, embora a autarquia tenha optado, desde o princípio, por não o fazer, conforme já exposto.<sup>551</sup>

Em adição, a leitura sistemática dos artigos 21, §6º e 22, §1º da LMVM sempre permitiu a interpretação de que a CVM gozaria de ampla liberdade para administrar os registros de sua competência, prevendo descontos regulatórios ou hipóteses de dispensa em função não apenas da espécie ou classe dos valores mobiliários e de seus mercados de negociação, mas inclusive do porte do emissor e da qualificação dos investidores titulares dos respectivos valores mobiliários ou destinatários das ofertas públicas de distribuição que os têm por objeto.

Todavia, a alteração da LSA acima mencionada tornou explícita a possibilidade de criação de regimes distintos de registro para as companhias abertas, cujo projeto de regulamentação foi logo iniciado.<sup>552</sup>

A ideia inicialmente aventada era justamente combinar a inovação trazida pela LSA com a competência regulatória já atribuída à CVM nos termos da LMVM, estabelecendo uma gama de categorias de companhias em função do tipo de valor mobiliário emitido, do mercado de sua negociação, do porte da companhia emissora, do perfil dos seus investidores e até de eventual limitação regional da oferta pública de distribuição, estabelecendo, simultaneamente, descontos regulatórios nos casos justificáveis, e ampliação das obrigações informacionais para as companhias abertas com ações amplamente negociadas em bolsas de valores.<sup>553</sup>

A proposta de reforma, que veio a público ao final de 2008, por meio do Edital de Audiência Pública 07/2008, que instruiu a minuta da regulamentação que viria a se tornar a Instrução CVM 480, de 7 de dezembro de 2009 (ICVM 480), foi menos ambiciosa,

---

*Lei n. 10.303/2001, rompe-se com a dicotomia absoluta entre companhias abertas e companhias fechadas, admitindo-se níveis diferenciados de regulação entre as companhias abertas, bem como adequando-se a regulação aos tipos de valores mobiliários objeto de negociação pública” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das S/A. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 39-40).*

<sup>551</sup> A Instrução CVM nº 245/96 chegou, inclusive, a estabelecer alguns descontos regulatórios para companhias abertas cujo faturamento bruto anual consolidado fosse inferior a R\$ 100.000.000,00, principalmente com relação à elaboração de informações financeiras e dispensa de algumas publicações exigidas pela autarquia mas não pela LSA; entretanto, as medidas eram pouco relevantes.

<sup>552</sup> Cf. AZAVEDO, Simone. A nova 202. *Revista Capital Aberto*. São Paulo, nº 15, nov./2004, p. 42-46.

<sup>553</sup> Cf. AZAVEDO, Simone. Estágio para bolsa de valores. *Revista Capital Aberto*. São Paulo, nº 1, set./2003, p. 24-27.

limitando-se a prever apenas três categorias diversas de companhias abertas, em função do tipo de valor mobiliário e de seu mercado de negociação.

Contudo, a proposta tinha por intuito, também, promover uma ampla reforma no sistema de registro de companhias abertas e do próprio regime informacional a que se sujeitam, implementando uma modernização substancial do regime de *disclosure* brasileiro na tentativa, inclusive, de aproximá-los das práticas internacionais.

Os objetivos declarados da CVM com a nova regulamentação eram:<sup>554</sup>

- (i) consolidar todas as regras aplicáveis ao registro de emissor de valores mobiliários;
- (ii) criar distintas categorias de emissores de valores mobiliários de acordo com os tipos de valores mobiliários emitidos e os mercados em que são admitidos à negociação, estabelecendo regimes informacionais diferenciados;
- (iii) melhorar a qualidade das informações periódicas prestadas, assegurando um padrão uniforme entre as informações continuamente prestadas pelos emissores de valores mobiliários e aquelas que à época eram exigidas nos prospectos das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, substancialmente mais detalhadas; e
- (iv) possibilitar que determinados emissores, desde que atendessem a certos pré-requisitos, tivessem seus pedidos de registro de ofertas de distribuição aprovados com maior celeridade.

De modo geral, a intenção da CVM quando da elaboração regra foi adotar um modelo de registro de emissores de valores mobiliários denominado *IOSCO* como *shelf registration system*.<sup>555</sup>

Referido modelo sugere que todas as informações relativas a um determinado emissor (atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre tais dados, valores mobiliários emitidos, operações com partes relacionadas etc.) sejam consolidadas em um único documento, arquivado quando do registro do emissor e atualizado regularmente.<sup>556</sup>

---

<sup>554</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 2, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>555</sup> Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration System*, 2001, Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>556</sup> “The basic structures of most shelf systems share several common features. They permit issuers to disclose certain information in a core disclosure document (referred to in this report as a ‘shelf document’) that is updated on a regular basis, usually once a year. This shelf document provides basic information about the company’s business, management and capital structure. The shelf document also may contain financial

Posteriormente, quando o emissor pretender realizar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, basta elaborar um documento informando as características principais da oferta e dos valores mobiliários ofertados, não sendo necessário disponibilizar novamente as informações acerca do emissor, na medida em que essas serão mantidas permanentemente atualizadas.<sup>557</sup>

Assim, foi proposta a criação de um novo documento informacional, denominado Formulário de Referência, que substituiria, simultaneamente, o Formulário de Informações Anuais – IAN e as seções dos prospectos das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários destinadas à prestação de informações sobre os emissores, servindo tanto ao envio periódico de informações, quanto à prestação de informações no momento da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, por meio de sua incorporação por referência ao prospecto.<sup>558</sup>

A proposição do Formulário de Referência enquanto documento aglutinador das principais informações atinentes às companhias abertas brasileiras, constituindo, portanto, o cerne do regime de *disclosure* a elas aplicável, surgiu a partir do sentimento de que existia uma injustificada discrepância entre a exigência das obrigações informacionais aplicável às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e aquelas cuja divulgação deveria ser permanente, no mercado secundário, dando-se, novamente, extrema ênfase à função exercida pela informação quanto à tomada de decisão de investimento e a adequada precificação dos valores mobiliários negociados.<sup>559</sup>

---

*information in the form of historical financial statements, as well as management's commentary on those historical results. The shelf document is filled with or submitted to the applicable securities regulatory authority. When the issuer wishes to offer securities, it files a relatively brief supplemental document (referred to in this report as an 'offering note') that provides information about the specific securities being offered and details of the offering process. These two documents -- the shelf document and the offering note -- together provide all the information that would be contained in a conventional prospectus"* (Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration System*, 2001, p. 2, Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>557</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 5, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>558</sup> *Ibidem*.

<sup>559</sup> Nesse sentido, durante audiência pública que antecedeu a edição da ICVM 480, a CVM afirmou: “*Embora a Instrução CVM no 400, de 2003, tenha trazido as informações prestadas no momento da distribuição de valores mobiliários a níveis satisfatórios, as informações permanentemente à disposição dos investidores permanecem aquém do desejável. Esta deficiência prejudica o bom funcionamento dos mercados secundários. Isto porque, a falta de informações de qualidade no decorrer da vida do emissor ou do papel vai sendo gradativamente descontada do preço. Ademais, papéis cujo nível de informação é insatisfatório tendem a ser menos líquidos. As informações periódicas são, portanto, uma fonte primordial de dados sobre o emissor e os seus valores mobiliários que já estejam admitidos à negociação nos mercados. Elas viabilizam a correta precificação dos títulos durante sua permanência no mercado secundário. Por isso, elas constituem componente fundamental no processo de tomada da decisão de investimentos, tanto no mercado*

Apesar dos objetivos declarados da CVM e da expressa supervalorização da funcionalidade acima mencionada, grande parte da discussão sobre as novas obrigações informacionais aplicáveis às companhias abertas girou em torno de um conjunto de informações primordialmente associadas à funcionalidade do regime de *disclosure* atinente à administração dos conflitos de agência, mais especificamente sobre a remuneração dos administradores das companhias abertas, conforme será explorado no Capítulo 5.4.3.

A proposta pretendia não apenas aumentar a extensão do regime informacional, mas também aprimorar a qualidade das informações prestadas. Nessa tentativa, a CVM buscou propor medidas efetivas para:<sup>560</sup>

(i) aprofundar as informações prestadas pelos emissores, em especial, aquelas relativas à administração e monitoramento de riscos financeiros, à baila dos eventos catastróficos que acometeram algumas companhias no curso da crise financeira de 2008;

(ii) melhorar a forma de apresentação das informações, de modo que fossem organizadas de uma maneira que facilitasse a comparação e o entendimento por parte do investidor;<sup>561</sup>

(iii) assegurar maior qualidade das informações prestadas pelos emissores, permitindo uma atuação mais incisiva (inclusive na seara sancionadora) da CVM com relação à qualidade das informações; e

(iv) incentivar um maior rigor no processo de elaboração e atualização das informações periódicas.

Com relação às diferentes categorias de emissores, a proposta inicial da CVM, como dito, contemplava a criação de três classificações distintas. Eram elas:<sup>562</sup>

(i) emissores “capital/bolsa”, autorizados a negociar quaisquer valores mobiliários em quaisquer mercados (bolsa ou mercado de balcão);

---

*primário, quanto no secundário. O modelo proposto pela Minuta tenta corrigir o problema da qualidade das informações periódicas existente na estrutura atual”* (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 10, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010).

<sup>560</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 11-12, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>561</sup> “(...) sempre que adequado, a Minuta exige que as informações sejam fornecidas no Formulário de Referência na forma de tabela, o que tende a facilitar a comparação das variações ano a ano ou período a período, bem como as comparações de emissor para emissor. A Minuta solicita que, conjuntamente às tabelas, sejam apresentadas, em texto livres, quaisquer informações necessárias à compreensão dos dados ali divulgados. Em suma, o objetivo da Minuta é permitir que o investidor ou analista de valores mobiliários possa, sem dificuldades, compreender a evolução da situação do emissor e compará-la com a de outros emissores” (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 12, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010).

<sup>562</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 8, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

(ii) emissores “capital/balcão”, autorizados a negociar quaisquer valores mobiliários em mercados de balcão, organizados ou não, e valores mobiliários de dívida e investimento coletivo em quaisquer mercados; e

(iii) emissores “dívida e investimento coletivo”, autorizados a negociar valores mobiliários de dívida e investimento coletivo em quaisquer mercados.

Porém, durante o processo de audiência pública da norma, a CVM concluiu que os descontos regulatórios a serem concedidos à categoria emissores “capital/balcão” não eram significativos, optando por extingui-la (incorporando-a à categoria “capital/bolsa”, que passou a ser denominada “categoria A”) e ampliando, simultaneamente o rol de descontos regulatórios concedidos aos emissores da categoria “dívida” (que passou a ser denominada “categoria B”) no Formulário de Referência.<sup>563</sup>

Dessa forma, após o processo de audiência pública, foi editada a ICVM 480, que passou a regulamentar o sistema de registro de emissores e, conseqüentemente, estabelecer os requisitos informacionais básicos aplicáveis às companhias abertas brasileiras. Seus principais aspectos serão apresentados a seguir.

#### 4.4.1.1 Tipos societários e categorias de emissor

A ICVM 480 estabelece a necessidade de os emissores de valores mobiliários constituírem-se na forma de sociedades por ações,<sup>564</sup> exceto nas hipóteses expressamente indicadas, em que outras formas societárias de organização são admitidas (o que é permitido, nos termos do artigo 2º, § 3º, I, da LMVM).<sup>565</sup>

Adicionalmente, a norma exclui expressamente do regime por ela instituído os fundos de investimento (que são objeto de regulamentação própria e específica, a depender

<sup>563</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Parte II – Regras sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados*. Audiência Pública 07/2008, p. 8, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>564</sup> Cf. artigo 1º da ICVM 480.

<sup>565</sup> Nesse sentido, o artigo 33 da ICVM 480 estabelece (i) que os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e cédula de crédito bancário – CCB, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada; e (ii) que emissores que emitam exclusivamente notas comerciais do agronegócio – NCA, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima, sociedade limitada ou cooperativa agrícola. A ICVM 480 estabelece, ainda, em seu artigo 7º, que estão automaticamente dispensados do registro de emissor de valores mobiliários e das obrigações nela previstas: (a) os emissores estrangeiros cujos valores mobiliários sejam lastro para programas de certificados de depósito de ações – BDR Nível I, patrocinados ou não; (b) os emissores de certificados de potencial adicional de construção; (iii) emissores de certificados de investimento relacionados à área audiovisual cinematográfica brasileira; (iv) as empresas de pequeno porte; (v) as microempresas; e (vi) emissores de letras financeiras distribuídas no âmbito de Programa de Distribuição Contínua, regulamentado pela ICVM 400, os quais, entretanto, devem observar diversas regras informacionais previstas na ICVM 480.

de sua modalidade), os clubes de investimento e as sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.

Com relação às categorias de emissores, conforme já dito, a regulamentação estabeleceu duas categorias distintas, quais sejam, (i) “categoria A”, que autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor ; e (ii) “categoria B”, que autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor, exceto ações, certificados de depósito de ações e valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir ações ou certificados de depósito de ações, em consequência de sua conversão ou do exercício dos direitos a ele inerentes.<sup>566</sup>

O Anexo 3 da ICVM 480 apresenta, por sua vez, as informações e documentos que deve instruir o pedido de registro de emissor.<sup>567</sup>

#### 4.4.1.2 Obrigações do emissor

Conforme acima mencionado, a ICVM 480 trouxe previsões expressas sobre a forma como as informações devem ser divulgadas, buscando o incremento da qualidade da prestação informacional e conferindo ao regulador poder sancionador com relação à prestação da informação que não atenda aos princípios estabelecidos, determinando<sup>568</sup>:

(i) que o emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro, bem como que essas sejam sempre

---

<sup>566</sup> Cf. artigo 2º da ICVM 480.

<sup>567</sup> Incluindo (a) requerimento de registro de emissor de valores mobiliários, assinado pelo diretor de relações com investidores, indicando a categoria de registro pretendida; (b) ata da assembleia geral (ou documento equivalente, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima) que houver aprovado o pedido de registro; (c) ato societário que houver designado o diretor de relações com investidores; (d) estatuto social, consolidado e atualizado (ou documento equivalente, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima), acompanhado de documento que comprove: a) aprovação dos acionistas, cotistas, cooperados ou pessoas equivalentes; e b) aprovação prévia ou homologação do órgão regulador do mercado em que o emissor atue, quando tal ato administrativo seja necessário para a validade ou a eficácia do estatuto; (e) formulário cadastral e formulário de referência apropriado para a categoria de registro pretendida; (f) demonstrações financeiras referentes aos três últimos exercícios sociais, elaboradas de acordo com as normas contábeis aplicáveis ao emissor nos respectivos exercícios; bem como as demonstrações financeiras especialmente elaboradas para fins de registro, incluindo os comentários da administração sobre as diferenças entre ambas, se for o caso; (g) atas de todas as assembleias gerais de acionistas (ou documentos equivalentes, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima) realizadas nos últimos doze meses; (h) cópia dos acordos de acionistas ou de outros pactos sociais arquivados na sede do emissor; (i) cópia do contrato mantido com instituição para execução de serviço de valores mobiliários escriturais, se houver; (j) formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP, referente ao último exercício social e formulário de informações trimestrais – ITR, referentes aos três primeiros trimestres do exercício social em curso, desde que transcorridos mais de quarenta e cinco dias do encerramento de cada trimestre; (k) política de divulgação de informações e política de negociação de ações, se houver; (l) cópia dos termos de posse dos administradores do emissor, nos termos das normas específicas a respeito do assunto; (m) declarações a respeito dos valores mobiliários do emissor detidos pelos administradores, membros do conselho fiscal, e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, nos termos das normas específicas a respeito do assunto.

<sup>568</sup> Cf. artigos 14 a 19 da ICVM 480.

escritas em linguagem simples, clara,<sup>569</sup> objetiva e concisa;

(ii) que o emissor deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado;

(iii) que as informações fornecidas pelo emissor devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos;<sup>570</sup>

(iv) que sempre que a informação divulgada pelo emissor for válida por um prazo determinável, tal prazo deve ser indicado; e

(v) que as informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas e, sempre que possível e adequado, acompanhadas da indicação de suas fontes.

O artigo 21 da ICVM 480 estabelece o rol de informações periódicas<sup>571</sup> que devem ser prestadas pelos emissores, que se aplica a ambas as categorias instituídas pela norma, diferindo, entretanto, com relação ao conteúdo do Formulário de Referência, considerando a dispensa de algumas informações para os emissores “categoria B”. Além da divulgação anual do Formulário de Referência, destaca-se a obrigatoriedade de divulgação do Formulário de Informações Trimestrais – ITR, das demonstrações financeiras e do Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP.

As informações eventuais<sup>572</sup>, por sua vez, são elencadas nos artigos 30 e 31 da ICVM 480 e, com relação a essas, a regulamentação estabeleceu efetivos descontos regulatórios para os emissores “categoria B”, dispensando-os de algumas informações.

A CVM, possui, ainda, amplos poderes para solicitar modificações ou correções nos documentos apresentados pelas companhias abertas em cumprimento das obrigações periódicas e eventuais,<sup>573</sup> o envio de informações e documentos adicionais aos exigidos pela ICVM 480, bem como solicitar esclarecimento sobre informações e documentos

<sup>569</sup> Sobre a clareza das informações divulgadas pelas companhias abertas, F. Comparato afirma: “*O problema da falta de clareza nas informações prestadas ao público investidor não é resolvido pela supressão de elementos técnicos no conteúdo das informações, mas antes pela obediência a uma linguagem e a um tipo de informes técnicos padronizados. (...) Em suma, a clareza se obtém não pela ausência de técnica, mas pela sua utilização adequada e uniforme*” (COMPARATO. Fábio Konder (1990). Op. cit. p. 335).

<sup>570</sup> Aqui, novamente, fica evidenciada a supervalorização conferida à funcionalidade do regime de *disclosure* associada à tomada de decisão dos investidores e à precificação dos seus valores mobiliários, condicionando a utilidade da informação à avaliação dos valores mobiliários por ela emitidos, e negligenciando, em contrapartida, a utilidade da informação com relação ao monitoramento da conduta dos acionistas controladores e administradores das companhias abertas.

<sup>571</sup> As informações periódicas a serem divulgadas nos termos da ICVM 480 são apresentadas na Tabela 4.4.1.2 (A).

<sup>572</sup> As informações periódicas a serem divulgadas nos termos da ICVM 480 pelos emissores “categoria a” são apresentadas na Tabela 4.4.1.2 (B).

<sup>573</sup> Cf. artigo 57 da ICVM 480.

enviados.<sup>574</sup> Caso a autarquia entenda que as essas informações e documentos adicionais são relevantes ou diferentes daquilo que anteriormente foi divulgado pelo emissor, a CVM pode determinar que o emissor divulgue tal informação ou documento, ressalvada a prerrogativa de o emissor pedir tratamento sigiloso aos mesmos, apresentando as razões pelas quais a revelação ao público de tais informações ou documentos colocaria em risco legítimo interesse do emissor.

#### 4.4.1.3 Formulário de Referência

O Formulário de Referência, considerado a maior inovação introduzida pela ICVM 480, é o documento que reúne as principais informações exigidas das companhias abertas como requisito para concessão e manutenção de seu registro perante a CVM.

Com conteúdo bastante abrangente, composto por vinte e dois grupos distintos de informações,<sup>575</sup> o Formulário de Referência ampliou o conteúdo das obrigações informacionais aplicáveis às companhias abertas, em comparação com aquelas exigidas pelo formulário de Informações Anuais – IAN, nos termos da ICVM 202. O documento também passou a substituir as seções relativas às informações do emissor nos prospectos de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, exigidas até então pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (ICVM 400). Ademais, o conteúdo do Formulário de Referência difere de acordo com a categoria do emissor, dispensando os emissores “categoria B” de algumas informações que não são associadas diretamente à situação financeira do mesmo.

A Tabela 4.4.1.3 contém análise comparativa entre o conteúdo do Formulário de

---

<sup>574</sup> Cf. artigo 56 da ICVM 480.

<sup>575</sup> As informações exigidas no Formulário de Referência, nos termos do Anexo 24 da ICVM 480, são, genericamente, divididas nas seguintes categorias: (i) identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário; (ii) auditores; (iii) informações financeiras selecionadas, parcialmente dispensadas para os emissores “categoria B”; (iv) fatores de risco, parcialmente dispensada para os emissores “categoria B”; (v) riscos de mercado, parcialmente dispensados para os emissores “categoria B”; (vi) histórico do emissor; (vii) atividades do emissor, dispensada para os emissores “categoria B”, que precisam apenas apresentar uma breve descrição; (viii) grupo econômico; (ix) ativos relevantes, dispensada para os emissores “categoria B”; (x) comentários dos diretores, com alguns poucos itens dispensados para os emissores “categoria B”; (xi) projeções, facultativas tanto para “categoria A” quanto para a “categoria B”; (xii) assembleia geral e administração, parcialmente dispensados para os emissores “categoria B”; (xiii) remuneração dos administradores, dispensada para os emissores “categoria B” (exceto com relação às informações que são exigidas pela LSA e pelas regras contábeis); (xiv) recursos humanos, dispensada para os emissores “categoria B”; (xv) estrutura de controle, parcialmente dispensados para os emissores “categoria B”; (xvi) transações com partes relacionadas; (xvii) capital social, parcialmente dispensados para os emissores “categoria B”; (xviii) valores mobiliários, parcialmente dispensados para os emissores “categoria B”; (xix) planos de recompra e valores mobiliários em tesouraria, dispensada para os emissores “categoria B”; (xx) política de negociação de valores mobiliários, dispensada para os emissores “categoria B”; (xxi) política de divulgação de informações; e (xxii) negócios extraordinários.

Referência exigido dos emissores “categoria A”, nos termos da ICVM 480, o conteúdo do formulário de Informações Anuais – IAN, nos termos da ICVM 202, conforme alterada, e o conteúdo mínimo dos prospectos com relação às informações sobre os emissores, exigido nos termos da ICVM 400, anteriormente às alterações promovidas nesta última pela Instrução CVM nº 482 de 5 de abril de 2010 (ICVM 482), que adaptou-a às reformas estruturais no regime de *disclosure* implementadas pela ICVM 480.

A ICVM 480 estabelece que o Formulário de Referência deverá ser entregue no momento da formulação do pedido de registro de emissor perante a CVM, atualizado anualmente, até o final do mês de maio, e reentregue na data de qualquer pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários.<sup>576</sup> Outra importante inovação instituída pela norma foi a previsão de obrigatoriedade de atualização de algumas seções do Formulário de Referência no prazo de sete dias úteis, diante da ocorrência de alguns eventos específicos.<sup>577</sup>

#### *4.4.2 O registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários: a Instrução CVM nº. 400/03 e o prospecto*

Conforme mencionado, a Lei nº. 4.728/65 já estabelecia, também, a necessidade de registro das ofertas públicas de valores mobiliários,<sup>578</sup> atribuindo competência ao CMN para definir as informações a serem prestadas no referido pedido de registro, o que era feito por meio da já comentada Resolução CMN nº. 88/1968.

Com o advento da LMVM e a posterior criação da CVM, foi editada a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980 (ICVM 13), que estabelecia regras aplicáveis ao aumento de capital por subscrição de ações e ao registro de distribuição de ações mediante

---

<sup>576</sup> Cf. artigo 24 da ICVM 480.

<sup>577</sup> No caso dos emissores “categoria A”, são eles (nos termos do artigo 24, §3º da ICVM 480): (i) alteração de administrador ou membro do conselho fiscal do emissor; (ii) alteração do capital social; (iii) emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente; (iv) alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos; (v) alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias iguais ou superiores a cinco por cento de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor; (vi) quando qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse atinja participação, direta ou indireta, igual ou superior a cinco por cento de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração, ou tenha sua posição acionária aumentada ou diminuída nesse percentual; (vii) incorporação, incorporação de ações, fusão ou cisão envolvendo o emissor; (viii) alteração nas projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas; (ix) celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte referente ao exercício do direito de voto ou poder de controle do emissor; e (x) decretação de falência, recuperação judicial, liquidação ou homologação judicial de recuperação extrajudicial.

<sup>578</sup> Cf. artigo 21 da Lei nº. 4.728/65.

subscrição pública (aplicando-se, no que coubesse, a emissão de outros valores mobiliários).

A ICVM 13, entretanto, limitava-se a regulamentar as ofertas públicas primárias de distribuição de valores mobiliários, nada dispondo acerca das ofertas públicas secundárias, ou seja, de blocos substanciais de valores mobiliários já existentes, para as quais o registro perante a CVM também seria necessário, nos termos da LMVM.<sup>579</sup> Não obstante a autarquia tenha reconhecido, desde sua criação, a importância do registro de ofertas públicas secundárias de distribuição de valores mobiliários,<sup>580</sup> as regras a esse respeito foram editadas apenas oito anos depois, por meio da Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988 (ICVM 88).<sup>581</sup>

Ao longo da segunda metade da década de 1990, iniciou-se um movimento para modernização da regulamentação e dos procedimentos atinentes às ofertas públicas de distribuições de valores mobiliários, principalmente no tocante a qualidade das informações divulgadas nessas operações, à baila das recomendações feitas pela *IOSCO* por meio da edição de um documento intitulado *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, destinado a estabelecer padrões informacionais uniformes aplicáveis às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários em diversos mercados internacionais, facilitando, assim, a listagem e a

---

<sup>579</sup> Cf. artigo 19, §2º da LMVM.

<sup>580</sup> Nesse sentido, o Voto nº 426 de 21 de dezembro de 1978 do CMN versou sobre a necessidade de registro de distribuições secundárias, que teria por função “(...) *prover informações, em certas situações, de distribuição de valores mobiliários no mercado secundário, caracterizadas, seja por se tratar de um lote substancial de títulos, cuja origem leve o investidor a necessitar de maiores esclarecimentos, seja pela forma que se pretenda adotar para sua colocação junto ao público. Dada a existência de um registro atualizado sobre a companhia, cabe apenas prover informações sobre a distribuição em si. A exigência desse registro será efetivada gradualmente, à medida que for solicitado, pelas condições vigentes no mercado*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e rincipios*. Rio de Janeiro, 1979, p. 18).

<sup>581</sup> Sobre a necessidade de tutela da colocação de sobras de aumento de capital privado não integralmente subscrito pelos atuais acionistas, a CVM estabeleceu, quando da definição de seus princípios gerais norteadores da política de divulgação de informações: “*No caso de a emissão não ser totalmente subscrita pelos acionistas, dois são os métodos de colocação das sobras: rateio entre os acionistas interessados e/ou leilão em Bolsa. Em qualquer dos casos é importante que a assembleia ou o órgão societário competente que deliberar sobre a emissão dos valores mobiliários pela companhia, faça referência ao procedimento a ser adotado, para que acionistas e terceiros interessados saibam desde logo como se disporá de eventuais sobras. A CVM não exigirá o registro para a colocação de sobras de emissão com colocação privada pelo método do rateio. O mesmo procedimento será adotado para os casos de venda de direitos de subscrição através de leilão em Bolsa, quando as sobras forem de valor relativamente pequeno em função do capital e/ou da percentagem dos valores mobiliários em circulação. Já quando houver leilão de grandes volumes de sobras, a CVM entende que cabe uma divulgação de informações ao mercado, semelhante a um registro de emissão, cujo conteúdo será estabelecido em conjunto com as Bolsas de Valores. Tal divulgação deverá ser efetuada antes do leilão em Bolsa e após decorrido o prazo do exercício dos direitos de preferência pelos antigos acionistas*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Políticas de Divulgação de Informações*. Rio de Janeiro, 1979, p. 27-28).

realização de ofertas públicas em jurisdições estrangeiras.<sup>582</sup>

Parte das recomendações foi incorporada ao Código de Autorregulação para Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários, editado pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) em janeiro de 1999, que estabeleceu melhores práticas a serem adotadas pelos bancos de investimento filiados à referida entidade quando do desempenho da função de instituição intermediária de ofertas públicas primárias ou secundárias de distribuição de valores mobiliários, contemplando procedimentos relativos à elaboração e ao conteúdo dos prospectos e à estrutura dessas operações.

Esse documento incorporou diversas práticas internacionais relacionadas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários que não eram até então exigidas pelas Instruções CVM nº 13/80 e 88/88, que passaram a ser obrigatórias nas ofertas que contavam com a participação de bancos de investimentos associados à ANBID, contribuindo significativamente para o incremento da qualidade das informações prestadas nessas operações.<sup>583</sup>

A partir daí, diante da constatação da necessidade de atualização da regulamentação aplicável às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, que haviam sido pouco alteradas desde o início de sua vigência, iniciaram-se os esforços par reforma. Assim, foi submetida à audiência pública, em 4 de novembro de 2002, a proposta de nova regulamentação para as oferta públicas de distribuição de valores mobiliários.<sup>584</sup>

A proposta pretendia regulamentar no mesmo normativo as regras aplicáveis ao registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários primárias e secundárias,

---

<sup>582</sup> Nesse sentido, referido documento estabelecia: “*The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) believes it is important for securities regulators to facilitate cross border offerings and listings by multinational issuers by enhancing comparability of information, while ensuring a high level of investor protection. An important factor in achieving these goals is the development of a generally accepted body of non-financial statement disclosure standards that could be addressed in a single disclosure document to be used by foreign issuers in cross-border offerings and initial listings, subject to the host country review or approval processes. These International Disclosure Standards have been issued by IOSCO, with a recommendation that IOSCO members accept in their respective home jurisdictions a disclosure document containing the information set forth in the Standards. Additional actions may be needed in some jurisdictions to implement the Standards, and issuers are encouraged to verify that the Standards are in effect in the host country jurisdiction prior to their use. The International Disclosure Standards provide alternative standards for the preparation of a single disclosure document by foreign issuers, but do not necessarily replace a jurisdiction’s existing disclosure requirements for foreign or domestic issuers or preclude foreign issuers from complying with those existing requirements if permitted by the host jurisdiction*” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *International Disclosure Standards For Cross-Border Offerings And Initial Listings By Foreign Issuers*, 1998, p. 3, Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>>. Acesso em: 11 nov. 2012.

<sup>583</sup> Cf. PROENÇA, José Marcelo. Op. cit. p. 103 .

<sup>584</sup> O respectivo edital de audiência pública foi publicado no Diário Oficial da União, Seção 3, em 04 set. 2002.

alterando a sistemática vigente até então que tratava das duas modalidades de ofertas em regras distintas.

De fato, em razão da natureza instrumental do registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, cuja função é garantir a adequada prestação informacional no âmbito dessas operações, a unificação das regulamentações proposta foi uma medida eficiente, na medida em que, sob a perspectiva dos investidores e das justificativas da necessidade de registro desse tipo de operação (que contam com um esforço efetivo de colocação perante o público investidor), a modalidade da oferta, se primária ou secundária, é irrelevante, apesar de possuírem finalidades econômicas diversas.<sup>585</sup>

De modo geral, as principais alterações da proposta, em comparação com o regime vigente até então, foram.<sup>586</sup>

(i) o aperfeiçoamento dos procedimentos concernentes à prospecção de investidores e a coleta de intenção de investimento anteriormente à concessão do registro da oferta pública de distribuição;

(ii) a possibilidade das companhias que já possuíam valores mobiliários admitidos à negociação apresentarem à CVM um programa de distribuição, com duração de dois anos, por meio do qual seria possível à companhia emissora contar com prazos mais céleres de análise das ofertas públicas submetidas a registro;

(iii) a disciplina da distribuição de lote suplementar de valores mobiliários nas ofertas públicas de distribuição (conhecido como *green shoe*);

(iv) a possibilidade de procedimento de análise preliminar confidencial de pedidos de registro, em determinadas circunstâncias;

(v) a previsão de hipóteses especiais de dispensa de registro ou de alguns de seus requisitos, como, por exemplo, em ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados, desde que observados procedimentos que assegurassem acesso às informações normalmente disponíveis numa oferta pública;

---

<sup>585</sup> A esse respeito, N. EIZIRIK afirma: “A distinção entre ofertas primárias e secundárias, contudo, é relevante apenas em termos econômicos, tendo em vista as diferentes finalidades por elas visadas. Juridicamente, não há distinção entre estas duas modalidades de ofertas públicas, já que a Lei n° 6.385/1976 e a regulamentação expedida pela CVM (Instrução CVM n° 400/2003) tratam, de maneira uniforme, a oferta de novos valores mobiliários pela companhia emissora e a oferta de valores mobiliários de emissão da companhia já existentes” (Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 140).

<sup>586</sup> Cf. edital de audiência pública foi publicado no Diário Oficial da União, Seção 3, em 04 set. 2002.

(vi) possibilidade de realização de distribuição parcial, quando a demanda pelos valores mobiliários ofertados assim exigisse;

(vii) a previsão de responsabilidade do ofertante e da instituição intermediária líder pela veracidade das informações contidas no prospecto e nas demais informações divulgadas com relação à oferta pública de distribuição, bem como o estabelecimento de padrões mais rígidos concernentes ao dever de diligência dos intermediários com relação à verificação das informações prestadas pelo emissor;

(viii) reformulação do conteúdo mínimo do prospecto, com base no *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers* emitido pela *IOSCO*; e

(ix) possibilidade expressamente indicada de a CVM solicitar a divulgação de informações adicionais no âmbito das ofertas públicas de distribuição, quando julgar necessário.

A proposta converteu-se na ICVM 400, e não obstante tenha sido editada ao final de um ano de estagnação quase completa das ofertas públicas de distribuição,<sup>587</sup> a nova regulamentação veio acompanhada de um crescimento acentuado das operações dessa natureza.

Dessa forma, ao contrário do ocorrido com suas antecessoras, que permaneceram praticamente inalteradas ao longo de sua vigência, a ICVM 400 foi objeto de várias alterações desde sua edição, que buscaram adaptá-la às experiências praticadas, vivenciadas no mercado de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários ao longo da década de 2000.<sup>588</sup>

Entretanto, a mais ampla alteração do regime aplicável ao registro de ofertas públicas de distribuição ocorreu por meio da ICVM 482, cujo objetivo principal foi compatibilizar o regime dessas operações à nova estrutura aplicável ao registro de emissores em virtude da entrada em vigor da ICVM 480.

A partir da adoção do Formulário de Referência, o prospecto passa a ser, quando da

---

<sup>587</sup> Em 2003, foram realizadas apenas 7 (sete) ofertas públicas de distribuição de ações de companhias brasileiras, das quais apenas 2 (duas) foram ofertas iniciais. Fonte: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 22 dez. 2012.

<sup>588</sup> Em 2009, o regime das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários foi alterado, também, por meio da edição da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, que criou uma nova modalidade de oferta, não sujeita às regras e procedimentos previstos na ICVM 400, denominada ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, para as quais o registro de emissor e da própria oferta são expressamente dispensados pelas CVM. Essa regra e as inovações por ela trazidas serão analisadas no Capítulo 5.5.

realização de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, apenas um documento suplementar, contendo as informações sobre o valor mobiliário ofertado e as características e condições da oferta, incorporando, por referência, as informações atualizadas a respeito do emissor contidas no Formulário de Referência.<sup>589</sup>

Outra importante inovação foi a previsão de um regime especial de registro automático de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários para os chamados emissores com grande exposição ao mercado, notadamente inspirado no regime instituído no mercado de valores mobiliários norte-americano para os *Well-Known Seasoned Issuers*.

Adicionalmente, aproveitou-se a oportunidade para aprimorar outros pontos da regulamentação aplicável às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, entre eles:<sup>590</sup>

(i) a previsão de novos limites para as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas por micro e pequenas empresas com dispensa automática de registro;

(ii) a restrição das hipóteses em que o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser instruído com o estudo de viabilidade econômico-financeira;

(iii) o aprimoramento de aspectos relacionados ao período de silêncio que precede ofertas públicas; e

(iv) a alteração das regras aplicáveis às operações de formação de mercado.

Passemos, então, a analisar os principais aspectos do procedimento de registro e da realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, principalmente no tocante aos requisitos informacionais a elas aplicáveis.

#### 4.4.2.1 A caracterização das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários

A ICVM 400 estabelece, como regra geral, que toda oferta pública de distribuição

---

<sup>589</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 2-3, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>590</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 4, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010. A ICVM 400 sofreu ainda outras alterações após a reforma acima descrita, por meio da edição da Instrução CVM nº 488, de 16 de dezembro de 2010 (que tratou introdução de um regime para a oferta pública de distribuição de letras financeiras), da Instrução CVM nº 507, de 29 de setembro de 2011 (que simplificou o procedimento de autorização do uso de material publicitário em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários) da Instrução CVM nº 525, de 10 de setembro de 2012 (que harmonizou os prazos de concessão do registro de emissores e de ofertas públicas de distribuição) e da Instrução CVM nº 528, de 23 de outubro de 2012 (que introduziu novos procedimentos para as operações de formador de mercado de cotas de fundo de investimento).

de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na CVM.<sup>591</sup>

A caracterização de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários decorre do previsto no artigo 19, §§1º e 3º da LMVM, que por sua vez é regulamentado pela ICVM 400. O referido dispositivo legal não apresenta um conceito claro de oferta pública de distribuição, tampouco distingue esse tipo de operação das ofertas privadas,<sup>592</sup> limitando-se a indicar alguns elementos objetivos que possuem o condão de configurar uma distribuição pública de valores mobiliários.<sup>593</sup> Essa técnica sem dúvidas traz significativas incertezas quanto à possível caracterização de uma determinada operação como uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, sujeita, portanto, a registro perante a CVM.

---

<sup>591</sup> Cf. artigo 2º da ICVM 400. O Anexo II da ICVM 400/03 contém a lista de documentos e informações necessárias ao registro de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, quais sejam (i) contrato de distribuição de valores mobiliários; (ii) contratos de estabilização de preços e/ou de garantia de liquidez, se houver, que deverá ser objeto de aprovação específica da CVM; (iii) outros contratos relativos à emissão ou subscrição, inclusive no que toca à distribuição de lote suplementar, se houver; (iv) modelo de boletim de subscrição ou recibo de aquisição, o qual deverá conter, obrigatoriamente, a) previsão para identificação de sua numeração; b) espaço para a assinatura do subscritor ou adquirente; c) condições de integralização, subscrição ou aquisição de sobras, se for o caso; e d) declaração do subscritor ou adquirente de haver obtido exemplar do Prospecto Definitivo; (v) quatro exemplares da minuta do Prospecto Definitivo ou quatro exemplares do Prospecto Preliminar e, quando disponíveis, três exemplares da versão final do Prospecto Definitivo; (vi) cópia da deliberação sobre a aprovação de programa ou sobre a emissão ou distribuição dos valores mobiliários tomada pelos órgãos societários competentes do ofertante e das decisões administrativas exigíveis, com todos os documentos que fizeram ou serviram de base para as referidas deliberações, bem como dos respectivos anúncios de convocação, se for o caso; (vii) minuta do Anúncio de Início de Distribuição; (viii) minuta do Anúncio de Encerramento de Distribuição; (viii) modelo do certificado de valores mobiliários ou cópia do contrato com instituição prestadora de serviço de valores mobiliários escriturais, se for o caso; (x) escritura de emissão de debêntures e do relatório emitido por agência classificadora de risco, se houver; (xi) declaração de que o registro de companhia aberta está atualizado perante a CVM, se for o caso; (xii) prova de cumprimento de todas as demais formalidades prévias em virtude de exigências legais ou regulamentares para a distribuição ou emissão dos valores mobiliários, que não decorram da ICVM 400, caso aplicável; (xiii) comprovante de pagamento da taxa de fiscalização; (xiv) declaração assinada pelos representantes legais do ofertante e da instituição líder, atestando a veracidade das informações contidas no prospecto; (xv) declaração, quando for o caso, da bolsa de valores ou da entidade do mercado de balcão organizado informando do deferimento do pedido de admissão à negociação do valor mobiliário, condicionado apenas à obtenção do registro perante a CVM; e (xvi) outras informações ou documentos exigidos pela CVM em regulação específica.

<sup>592</sup> No mercado de valores mobiliários norte-americano, há uma farta produção jurisprudencial e regulatória que definem com clareza as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários das ofertas privadas (*private placements*), isentas de registro perante a SEC, a partir do precedente jurisprudencial *SEC v. Ralston Purina Co.* Adicionalmente há uma farta produção normativa sobre ofertas públicas restritas, que também são isentas de registro perante a SEC em decorrência do pequeno valor envolvido ao das características dos seus destinatários. Estas regras conferem segurança na distinção entre operações que estão ou não sujeitas a registro na SEC e, conseqüentemente, que imporão ao emissor dos valores mobiliários as obrigações decorrentes do regime de *disclosure*, e serão abordadas em maior detalhe no Capítulo 5.5.

<sup>593</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 140.

Segundo a ICVM 400,<sup>594</sup> são atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

(i) a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

(ii) a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados em desconformidade com as regras previstas a esse respeito na ICVM 400;

(iii) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

(iv) a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente por meio de veículos de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou por meio de terceiros que atuem por conta do ofertante ou do emissor, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

Tratam-se, evidentemente, de um rol exemplificativo de elementos objetivos que contribuem para a configuração de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, sendo evidente que a utilização de quaisquer outros meios de apelo à poupança popular com o objetivo de distribuir valores mobiliários pode, também, caracterizar uma oferta dessa natureza.<sup>595</sup>

Não obstante a legislação e a regulamentação apresentem alguns elementos associados à forma de colocação dos valores mobiliários como fundamentais à configuração de uma oferta pública de distribuição, sua caracterização pode ser

---

<sup>594</sup> Cf. artigo 2º da ICVM 400.

<sup>595</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 151.

influenciada, ainda, por um segundo elemento, qual seja, as características pessoais de seu público-alvo.<sup>596</sup>

A caracterização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários está intimamente ligada à constatação de que a mesma destina-se ao público em geral. É de suma importância, portanto, a definição de “público em geral” para fins da configuração ou não de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

A ICVM 400<sup>597</sup> estabelece que, para os efeitos da caracterização de uma oferta pública de distribuição, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nessa qualidade. Note-se que a ausência de qualquer parâmetro numérico também confere insegurança com relação à configuração ou não de uma determinada operação como uma oferta pública de distribuição.

Porém, a definição de “público em geral” contida na ICVM 400 excepciona expressamente dessa qualificação aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.

Dessa forma, uma oferta destinada a pessoas que possuam relações dessa natureza com o emissor dos valores mobiliários não será considerada uma oferta pública de distribuição, ainda que se utilize das formas de colocação indicadas na ICVM 400. Isso porque a norma presume que pessoas nessa situação terão acesso a todas as informações que seriam exigidas por meio do processo de registro perante a CVM, em virtude de sua relação com a companhia, permitindo a adequada avaliação dos riscos associados a oferta.<sup>598</sup>

#### 4.4.2.2 A flexibilização do processo de registro

A ICVM 400 contém diversas regras que têm por objetivo flexibilizar o processo de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, contemplando hipóteses de (i) dispensa de registro ou de alguns de seus requisitos, a pedido do emissor; (ii) dispensa automática de registro; (iii) concessão automática de registro; e (iv) processo

---

<sup>596</sup> Ibidem.

<sup>597</sup> Cf. artigo 3º, §1º da ICVM 400.

<sup>598</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 153. Para que essa presunção seja válida, é necessário que a relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista a suportar a não qualificação de uma operação como uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários seja estreita e eventual, conforme indicado no artigo 3º, §1º da ICVM 400. Assim, uma relação comercial de massa, como, por exemplo, uma relação de consumo, justamente por não ser estreita, não poderá justificar a não qualificação de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários. O Colegiado de CVM, inclusive, já adotou posicionamento similar em se tratando de relacionamento entre bancos e seus clientes (Processo Administrativo CVM RJ nº 2006/8566, Rel. Diretora Maria Helena Santana, julgado em 26 de fevereiro de 2007).

simplificado de análise no processo de registro.

Fazendo uso da prerrogativa atribuída à CVM no artigo 19, §5º, I da LMVM, a ICVM 400<sup>599</sup> estabeleceu a possibilidade da autarquia, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários ou de alguns dos requisitos, considerando as características específicas da oferta em questão, a pedido do ofertante.<sup>600</sup>

No exercício dessa prerrogativa, a CVM deverá considerar, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida:

- (i) o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta;
- (ii) o plano de distribuição dos valores mobiliários;
- (iii) o fato da distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais;
- (iv) as características da oferta de permuta, se for o caso;
- (v) o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; e
- (vi) o fato da oferta ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

A ICVM 400<sup>601</sup> contempla, também, situações em que o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários é automaticamente dispensado, sem a necessidade de formulação de pedido específico nesse sentido. São elas:

- (i) as situações de que trata a Instrução CVM nº 286, de 31 de julho de 1998, que dispõe sobre alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público;
- (ii) a hipótese de colocação de lote único e indivisível de valores mobiliários;
- (iii) a hipótese de distribuição pública de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei, ressalvado que a utilização dessa dispensa de registro por uma mesma emissora está limitada a ofertas de até

---

<sup>599</sup> Cf. artigo 4º da ICVM 400.

<sup>600</sup> O Anexo I da ICVM 400 que qualquer pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição ou de algum de seus requisitos deverá (i) identificar o nome da companhia emissora dos valores mobiliários e de todas as pessoas envolvidas na operação; (ii) limitar-se à questão objeto da dispensa pleiteada, evitando contemplar possíveis situações que podem ocorrer no futuro; (iii) ser conciso e objetivo, não obstante conter todos os fatos e documentos necessários para se concluir sobre a dispensa; (iv) conter opinião fundamentada do requerente sobre a legalidade do pedido. A CVM poderá, nesses casos, conceder tratamento confidencial para o pedido, desde que solicitado e fundamentado pelo requerente.

<sup>601</sup> Cf. artigo 5º da ICVM 400.

dois milhões e quatrocentos mil reais, em cada período de doze meses.

A ICVM 400<sup>602</sup> prevê, ainda, o registro automático de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissor com grande exposição ao mercado, mediante pedido especificamente formulado e o cumprimento de todos os requisitos aplicáveis às ofertas públicas de distribuição previstos na ICVM 400, que produzirão efeitos cinco dias úteis após a formulação do respectivo pedido.

A ICVM 480<sup>603</sup> estabelece que um determinado emissor gozará do *status* de emissor com grande exposição ao mercado (podendo beneficiar-se, portanto, do registro automático acima mencionado), quando, cumulativamente:

- (i) tiver ações negociadas em bolsa há, pelo menos, três anos;
- (ii) tiver cumprido tempestivamente com todas as suas obrigações informacionais periódicas nos últimos doze meses; e
- (iii) o valor de mercado de suas ações em circulação for igual ou superior a cinco bilhões de reais, de acordo com a cotação de fechamento no último dia útil do trimestre anterior à data do pedido de registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

A justificativa para a concessão automática do registro, nesse caso, guarda fundamento na presunção de que os emissores que se enquadram nas características acima são amplamente conhecidos e monitorados pelo público investidor, permitindo, conseqüentemente, que o controle exercido pelo regulador no que diz respeito à análise das informações prestadas por ocasião dos pedidos de registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários seja abrandado.

A CVM pode,<sup>604</sup> ainda, deferir o registro de oferta pública de distribuição secundária de ações admitidas à negociação em mercados de bolsa ou de balcão organizado, mediante análise simplificada dos documentos e das informações encaminhadas à autarquia por ocasião do pedido de registro, desde que, cumulativamente:

- (i) o registro do emissor esteja atualizado; e
- (ii) o pedido de registro contenha requerimento específico para a utilização do procedimento de análise simplificada e seja instruído com os documentos especificamente indicados para tanto na ICVM 400.

---

<sup>602</sup> Cf. artigos 6º-A e 6º-B da ICVM 400.

<sup>603</sup> Cf. artigo 34 da ICVM 480.

<sup>604</sup> Cf. artigo 6º da ICVM 400.

Nesse caso, o prospecto da oferta pública de distribuição é substituído por um edital de leilão de ações.

Esse procedimento poderá também ser utilizado para o registro de ofertas públicas de distribuição primária de ações, desde que se trate especificamente de colocação de sobras de subscrição de aumento de capital privado, em volume superior a cinco por cento da emissão e inferior a um terço das ações em circulação no mercado.<sup>605</sup>

#### 4.4.2.3 As instituições intermediárias e o contrato de distribuição

A LMVM<sup>606</sup> e a ICVM 400<sup>607</sup> estabelecem, como regra geral, que as ofertas públicas de distribuição somente podem ser efetuadas com intermediação de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, ressalvadas as hipóteses de dispensa específica desse requisito.<sup>608</sup>

Além de exercerem as funções a elas expressamente atribuídas nos termos da ICVM 400 (e, principalmente, proceder a checagem das informações prestadas pelo ofertante no curso da oferta)<sup>609</sup> as instituições intermediárias desempenham papel de fundamental nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

São elas as responsáveis por toda a estruturação da operação e, principalmente, por auxiliar o emissor na procura por potenciais investidores interessados em subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados e, em alguns casos, inclusive garantir a subscrição ou aquisição de parte ou de todos dos valores mobiliários ofertados, caso não haja

---

<sup>605</sup> No bojo das iniciativas que a CVM vem adotando na tentativa de facilitar o acesso ao mercado de valores mobiliários e a captação de recursos por companhias de menor porte, o Colegiado da CVM decidiu, em consulta formulada no âmbito do Processo Administrativo RJ 2012/12443, que a autarquia analisará casuisticamente pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de ações mediante procedimento simplificado, previsto no artigo 6º da ICVM 400, dispensando, no caso das ofertas primárias, o limite ali previsto, viabilizando, assim, a possibilidade de realização de uma oferta pública inicial de ações em amparo dessa regra, desde que respeitados os seguintes parâmetros: (i) a companhia não deve ser qualificada como sociedade de grande porte, nos termos da Lei nº 11.638/07; (ii) a companhia não deve estar em estágio pré-operacional; (iii) a companhia deve ser registrada na CVM como emissor “categoria A”, nos termos da ICVM 480, e estessar com o registro atualizado; (iv) as ações de emissão da companhia devem estar admitidas à negociação em segmento especial de listagem de mercado de bolsa ou de balcão organizado que preveja a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa; (v) o montante da oferta não pode ser superior a cento e cinquenta milhões de reais; (vi) a dispensa de requisitos concedida não pode ser reutilizada pela mesma companhia dentro do prazo de seis meses contados da data do encerramento da oferta; e (vii) as ofertas devem ser direcionadas exclusivamente a investidores qualificados, sendo vedada a negociação das ações dela objeto entre investidores não qualificados nos dezoito meses seguintes ao encerramento da oferta. (Processo Administrativo CVM RJ nº 2012/12443, Rel. Superintendência de Registro, julgado em 13 de novembro de 2012).

<sup>606</sup> Cf. artigo 19, §4º da LMVM.

<sup>607</sup> Cf. artigo 3º, §2º da ICVM 400.

<sup>608</sup> Previstas no artigo 4º da ICVM 400.

<sup>609</sup> Cf. artigo 56, §1º da ICVM 400. Os limites da responsabilidade do ofertante e dos intermediários com relação às informações prestadas na esfera da oferta serão abordadas no Capítulo 5.4.7.

demanda para sua colocação.<sup>610</sup> Costuma-se denominar essa atividade exercida pelas instituições intermediárias nas ofertas públicas de distribuição por *underwriting*.<sup>611</sup>

Existem, basicamente, duas modalidades de operações de *underwriting*, ambas contempladas pela LMVM,<sup>612</sup> que se diferenciam em função das atribuições exercidas pela instituição intermediária em cada uma delas.<sup>613</sup>

Na primeira modalidade, comumente denominada “melhores esforços de colocação”,<sup>614</sup> a instituição intermediária compromete-se a envidar melhores esforços na procura por subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários ofertados, constituindo uma típica obrigação de meio.<sup>615</sup>

Na outra modalidade, comumente denominada “garantia firme de subscrição”,<sup>616</sup> a instituição intermediária assume o risco (total ou parcialmente) da colocação, comprometendo-se a subscrever ou adquirir a totalidade dos valores mobiliários ofertados e, posteriormente, buscar adquirentes para os mesmos, ou ainda a subscrever ou adquirir os valores mobiliários não colocados junto aos investidores, após os esforços de colocação.

A ICVM 400<sup>617</sup> admite a formação de consórcio entre diversas instituições intermediárias, que terá por finalidade específica distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão, a depender da modalidade da operação. A formação de consórcios de instituições intermediária ocorre em praticamente todas as ofertas públicas de distribuição e confere maior capilaridade à oferta, pois possibilita que os valores mobiliários objeto dessa sejam ofertados para uma maior gama de investidores que compõe a base de clientes de distintas instituições financeiras.

---

<sup>610</sup> A esse respeito, N Eizirik afirma: “A função econômica fundamental do ‘underwriter’ é a de servir como um elo de aproximação entre a empresa que emite publicamente os títulos e os investidores, prestando assessorial à companhia emissora em todas as etapas do lançamento ao público de seus valores mobiliários” (Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 181).

<sup>611</sup> Conforme lembra N. EIZIRIK, a expressão *underwriting* possui origem na legislação sobre seguros, na qual o termo era utilizado para referir-se àqueles que “seguravam” o emissor das apólices contra as perdas provenientes do insucesso de sua colocação (Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 180).

<sup>612</sup> Cf. artigo 15 da LMVM.

<sup>613</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 182.

<sup>614</sup> Respalhada pelo artigo 15, I, alínea “a” da LMVM.

<sup>615</sup> Sobre a distinção entre as obrigações de resultado e as obrigações de meio, C. M. Silva Pereira afirma: “Nas obrigações de resultado, a execução considera-se atingida quando o devedor cumpre o objetivo final; nas de meio, a inexecução caracteriza-se pelo desvio de certa conduta ou omissão de certas precauções, a que alguém se comprometeu, sem cogitar do resultado final” (SILVA PEREIRA, Caio Mário da. *Instituições de Direito Civil – teoria geral das obrigações*. 20 ed. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 48).

<sup>616</sup> Respalhada pelo artigo 15, I, alínea “b” da LMVM.

<sup>617</sup> Cf. artigo 34 da ICVM 400.

Adicionalmente, caso a operação seja da modalidade “garantia firme de subscrição”, a formação do consórcio auxilia na pulverização do risco caso a colocação junto aos investidores não seja bem sucedida.<sup>618</sup>

O relacionamento do ofertante com as instituições intermediárias, bem como o relacionamento dessas na esfera do consórcio, caso formado, deve ser formalizado mediante a celebração de um contrato de distribuição de valores mobiliários.<sup>619</sup>

A ICVM 400 estabelece, também, que o aludido contrato contenha, obrigatoriamente, algumas cláusulas específicas<sup>620</sup> e explicita todas as formas de remuneração, direta ou indireta, devidas pelo ofertante às instituições intermediárias participantes da oferta.

Em caso de formação de consórcio de instituições intermediárias na oferta pública de distribuição, é necessária a indicação expressa daquela que exercerá o papel de líder da distribuição, e que será o efetivo coordenador da operação. A instituição intermediária líder da distribuição possui uma série de obrigações específicas na oferta,<sup>621</sup> inclusive perante a CVM, sendo também o principal veículo de comunicação do ofertante com a autarquia.

---

<sup>618</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 184.

<sup>619</sup> Cf. artigos 33 e 34 da ICVM 400.

<sup>620</sup> Nos termos do Anexo VI da ICVM 400, o contrato de distribuição deve conter cláusulas obrigatórias mencionando (i) a qualificação da empresa emissora, da instituição líder e das demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, se for o caso; (ii) a Assembleia Geral Extraordinária ou Reunião do Conselho de Administração que autorizou a emissão; (iii) o regime de colocação dos valores mobiliários (melhores esforços ou garantia firme); (iv) o total de valores mobiliários objeto do contrato, devendo ser mencionada a forma, valor nominal, se houver, preço de emissão e condições de integralização, vantagens e restrições, especificando, inclusive, aquelas decorrentes de eventuais decisões da Assembleia ou do Conselho de Administração que deliberou o aumento; (v) as condições de revenda dos valores mobiliários pela instituição líder ou pelas demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, no caso de regime de colocação com garantia firme; (vi) a remuneração da instituição líder e demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, discriminando as comissões devidas; (vii) a descrição do procedimento adotado para distribuição; e (viii) a menção a contratos de estabilização de preços e de garantia de liquidez, se houver.

<sup>621</sup> Nos termos do artigo 37 da ICVM 400, compete ao líder da distribuição as seguintes obrigações: (i) avaliar, em conjunto com o ofertante, a viabilidade da distribuição, suas condições e o tipo de contrato de distribuição a ser celebrado; (ii) solicitar, juntamente com o ofertante, o registro de distribuição devidamente instruído, assessorando-o em todas as etapas da distribuição; (iii) formar o consórcio de distribuição, se for o caso; (iv) informar à CVM, até a obtenção do registro, os participantes do consórcio, discriminando por tipo, espécie e classe a quantidade de valores mobiliários inicialmente atribuída a cada um; (v) comunicar imediatamente à CVM qualquer eventual alteração no contrato de distribuição, ou sua rescisão; (vi) remeter mensalmente à CVM, no prazo de quinze dias após o encerramento do mês, a partir da publicação do Anúncio de Início de Distribuição, relatório indicativo do movimento consolidado de distribuição de valores mobiliários; (vii) participar ativamente, em conjunto com o ofertante, na elaboração do prospecto e na verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações dele constantes, ficando responsável pelas informações prestadas nos termos do art. 56, § 1º da norma; (viii) publicar, quando exigido, os avisos previstos na regra; (ix) acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta; (x) controlar os boletins de subscrição ou os recibos de aquisição, devendo devolver ao ofertante os boletins ou os recibos não utilizados, se houver, no prazo máximo de trinta dias após o encerramento da distribuição; (xi) suspender a distribuição na ocorrência de qualquer fato ou irregularidade, inclusive após a obtenção do registro, que venha a justificar a suspensão ou o cancelamento do registro; (xii) comunicar imediatamente a ocorrência do ato ou

Em linhas gerais, a ICVM 400<sup>622</sup> estabelece, também, que compete à instituição intermediária líder da distribuição, com expressa anuência da ofertante, organizar o plano de distribuição da oferta, que poderá levar em conta relações com clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica, assegurando:

- (i) que o tratamento entre todos aos investidores seja justo e equitativo;
- (ii) a adequação do investimento ofertado ao perfil de risco de seus respectivos clientes; e
- (iii) que os representantes das instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição recebam previamente exemplar do prospecto para leitura obrigatória e que suas dúvidas possam ser esclarecidas por pessoa designada pela instituição líder da distribuição.

Por fim, a ICVM 400 determina que existindo qualquer vinculação societária, direta ou indireta, entre o ofertante ou seu acionista controlador e a instituição intermediária líder da distribuição ou seu acionista controlador, tal fato deverá ser informado com destaque no prospecto<sup>623</sup>.

#### 4.4.2.4 O prospecto

O prospecto é o documento central na estrutura regulatória atinente às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, na medida em que tradicionalmente abriga grande parte do conteúdo informacional exigido para a concessão do registro das aludidas operações, marcadas essencialmente pela existência de um esforço efetivo de colocação de valores mobiliários perante o público investidor, o que justifica a existência de salvaguardas especiais, em comparação àquelas aplicáveis às negociações havidas nos mercados secundários.

A ICVM 400<sup>624</sup> define o prospecto como o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição intermediária líder da distribuição e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível,

---

irregularidade à CVM, que verificará se a ocorrência do fato ou da irregularidade são sanáveis; e (xiii) guardar, por cinco anos, à disposição da CVM, toda a documentação relativa ao processo de registro de distribuição pública e de elaboração do prospecto.

<sup>622</sup> Cf. artigo 33, §3º da ICVM 400.

<sup>623</sup> Cf. artigo 33 §2º, da ICVM 400.

<sup>624</sup> Cf. artigo 38 da ICVM 400.

de modo que os investidores possam formar criteriosamente sua decisão de investimento.<sup>625</sup>

O documento deve conter informações detalhadas sobre:<sup>626</sup>

(i) a oferta, os valores mobiliários objeto da mesma e os direitos que lhes são inerentes;

(iii) o ofertante e a companhia emissora, especialmente, com relação a esta última, acerca de sua situação patrimonial, econômica e financeira (que atualmente são incorporadas por meio do Formulário de Referência);

(iv) terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e

(vi) terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta.

Adicionalmente, a ICVM 400 estabelece como regra geral que todas as informações devem ser apresentadas de modo a não omitir fatos de relevo, nem conter informações que possam induzir em erro os investidores.<sup>627</sup>

O conteúdo mínimo do prospecto é definido no Anexo III da ICVM 400. É ressalvada, ainda, a prerrogativa da CVM exigir informações adicionais que julgar adequadas, além de advertências e considerações que entender cabíveis para a análise e compreensão do prospecto pelos investidores.<sup>628</sup>

Conforme já mencionado, com o advento da ICVM 480 as informações a respeito do emissor dos valores mobiliários, que costumavam dominar grande parte do prospecto,

<sup>625</sup> Conforme mencionado por A. ARAGÃO “O prospecto presta-se a diversas finalidades, de todas elas sobressaindo aquela de proteção, que pode ser analisada sob três ângulos distintos: (i) Para o ofertante dos valores mobiliários, o prospecto pode ser considerado um instrumento de proteção, porque a divulgação de informações feita de acordo com os cânones da boa-fé objetiva, e executada de forma completa, precisa e neutra, constitui, sem dúvida, instrumento para exclusão de sua responsabilidade, transferindo inteiramente para o investidor o risco do investimento. (ii) Para a instituição intermediária da oferta pública o prospecto também representa instrumento de proteção porque, como se verá mais adiante, é sua a responsabilidade pela verificação dos dados ali contidos. Se sua obrigação tiver sido adequadamente cumprida, também se poderá afastar qualquer eventual tentativa de responsabilização, Cabe, aqui, lembrar que a Lei 6.385/76 equipara à companhia emissora, na distribuição pública, as instituições financeiras e demais sociedades que integram o sistema de distribuição (cf. art. 19, §2º, III) E, por fim: (iii) Para o investidor o prospecto também pode ser considerado instrumento de proteção, na medida em que a divulgação ali feita é o principal documento que subsidiará sua decisão de investimento. Aceita-se que o investidor corra o risco inerente ao investimento, mas não o de ver seu investimento depreciado pela existência de informações falsas ou, ainda, pela superveniência de informações não reveladas no primeiro momento” (ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 230).

<sup>626</sup> Cf. artigo 39 da ICVM 400.

<sup>627</sup> Ibidem.

<sup>628</sup> Cf. artigo 39, §2º da ICVM 400. A norma estabelece, ainda, com relação ao conteúdo do prospecto, alguns requisitos especiais aplicáveis a ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários provenientes de operações de securitização (Anexo III-A da ICVM 400), bem como a ofertas públicas de distribuição de cotas de fundos de investimento imobiliários (Anexo III-B da ICVM 400).

passaram a ser incorporadas por referência, a partir do Formulário de Referência atualizado do emissor (que deverá ser reentregue no momento do pedido de registro da oferta pública de distribuição).

Assim, a inclusão de informações sobre o emissor no prospecto, além daquelas constantes do Formulário de Referência, é facultativa.<sup>629</sup>

Caso ocorra, após a data da obtenção do registro e antes do término da oferta pública de distribuição, qualquer imprecisão ou mudança significativa nas informações contidas no prospecto (decorrentes de deficiência informacional ou de fato novo ou anterior não considerado no documento que se tome conhecimento e seja relevante para a decisão de investimento), a ICVM 400 determina a imediata suspensão da oferta até que o documento seja complementado.<sup>630</sup>

O emissor é, ainda, obrigado a apresentar, juntamente com o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, estudo de viabilidade econômico-financeira de suas atividades, quando:<sup>631</sup>

- (i) a oferta pública de distribuição tiver por objeto a constituição da emissora, conforme exigido nos termos do artigo 82 da LSA;
- (ii) o emissor estiver em fase pré-operacional; ou
- (iii) os recursos captados na oferta sejam preponderantemente destinados a investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pelo emissor.

Referido estudo de viabilidade deverá contemplar, no mínimo, a análise da demanda para as principais linhas de produto e/ou serviço do emissor que represente uma percentagem substancial de seu volume global de receitas, o suprimento de matérias primas e o retorno do investimento, expondo clara e objetivamente cada uma das premissas adotadas para sua elaboração.

#### 4.4.2.5 Normas de conduta

A ICVM 400 estabelece, também, diversas regras destinadas a orientar e nortear o comportamento do emissor, do ofertante e das instituições intermediárias participantes da

---

<sup>629</sup> Cf. artigo 40, §3º da ICVM 400. Caso o ofertante opte por incluí-las no prospecto, as mesmas: (i) não poderão ultrapassar quinze páginas; (ii) devem ser consistentes com o Formulário de Referência e mencionar expressamente que as informações apresentadas no prospecto são simples resumo das informações sobre o emissor, advertindo para a necessidade de leitura do Formulário de Referência; e (iii) devem destacar os cinco principais fatores de risco relativos ao emissor.

<sup>630</sup> Cf. artigo 41 da ICVM 400.

<sup>631</sup> Cf. artigo 32 da ICVM 400.

oferta pública de distribuição no período que antecede sua realização e durante a mesma, voltas essencialmente à garantia da adequada prestação informacional nessas operações.

Em primeiro lugar, a ICVM 400<sup>632</sup> estabelece o dever de cooperação do emissor na hipótese de ofertas públicas de distribuição secundárias de valores mobiliários que não contem com sua participação, estabelecendo que esse deverá fornecer ao ofertante (e, caso solicitado, à CVM) as informações e os documentos necessários para a elaboração do prospecto, mediante ressarcimento por todos os custos que incorrer na coleta, elaboração, preparação e entrega de informações ou documentos adicionais àqueles que periodicamente fornece ao mercado.

A norma estabelece,<sup>633</sup> ainda, uma série de regras de conduta a serem observadas pelo emissor, ofertante e instituições intermediárias com relação a qualquer oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, no período que a antecede e durante sua realização, principalmente relacionadas a divulgação de informações e a realização de negócios com os valores mobiliários do emissor nesse período.

Nesse sentido, a ICVM 400 estabelece que, até a divulgação da oferta pública ao mercado, o emissor, o ofertante e as instituições intermediárias devem limitar (i) a revelação de informação relativa à oferta ao que for estritamente necessário para os objetivos da oferta, principalmente no intuito de checar sua viabilidade junto ao mercado, advertindo os destinatários sobre o caráter reservado da informação transmitida,<sup>634</sup> e (ii) a utilização dessas informações estritamente aos fins relacionados com a preparação da oferta.

Ss envolvidos com a operação devem abster-se, também, de negociar com valores mobiliários de emissão do ofertante ou da emissora até o encerramento da oferta,<sup>635</sup> bem

---

<sup>632</sup> Cf. artigo 47 da ICVM 400.

<sup>633</sup> Cf. artigo 48 da ICVM 400.

<sup>634</sup> Nos termos do artigo 43 da ICVM 400, é permitida, previamente ao pedido de registro da oferta pública de distribuição, a realização de consulta, pelo ofertante e pela instituição líder da distribuição, a potenciais investidores, de modo a apurar a viabilidade ou o interesse desses com relação a uma eventual oferta pública de distribuição (procedimento denominado *pilot fishing*). Por se tratar de hipótese especialíssima em que a regulamentação admite a divulgação seletiva de informação privilegiada, a norma estabelece que caso essa prerrogativa seja utilizada, referida consulta não poderá exceder cinquenta investidores e deverá dispor obrigatoriamente de critérios para o controle da confidencialidade e do sigilo sobre a operação, desde que já tenha ocorrido a contratação de instituição intermediária pelo ofertante. Esse controle se dá, tradicionalmente, por meio da celebração de acordos de confidencialidade com os investidores consultados. Em adição, o ofertante e a instituição líder da distribuição são obrigados a manter lista detalhada com informações sobre as pessoas consultadas, a data e hora em que foram consultadas, bem como sua resposta quanto à consulta. Em nenhuma hipótese essa consulta poderá vincular os investidores procurados, sob pena de caracterizar distribuição irregular de valores mobiliários.

<sup>635</sup> O artigo 48, II da ICVM 400 prevê exceções a essa vedação nas seguintes hipóteses taxativas: (i) execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM; (ii) alienação total ou parcial de lote de

como apresentar à CVM quaisquer pesquisas e relatórios públicos sobre o emissor ou sobre a oferta que eventualmente sejam elaborados durante seu curso.

A ICVM 400 prevê, ainda, o chamado período de silêncio, estabelecendo que o emissor, o ofertante e as instituições intermediárias devem abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou sobre o ofertante, no período compreendido entre os sessenta dias que antecedem o protocolo do pedido de registro da oferta ou desde a data em que a oferta foi decidida ou projetada (o que ocorrer por último) até a publicação do anúncio de encerramento de distribuição, exceto com relação às informações habitualmente divulgadas no curso normal das atividades da emissora.

A justificativa para essa vedação é evitar qualquer tipo de influência ou direcionamento do público investidor durante o período da oferta, bem como gerar desincentivos à avaliação das informações contidas no prospecto da oferta, que deve constituir a única fonte de informação a seu respeito.<sup>636</sup>

Em adição, o dispositivo exige que, a partir do momento em que a oferta pública de distribuição torna-se de conhecimento do público, ao divulgar quaisquer informações relacionadas à emissora ou à oferta, os envolvidos devem observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação, bem como, quando emitirem quaisquer manifestações em assuntos que envolvam a oferta, a emissora ou os seus valores mobiliários, esclarecer suas ligações com a emissora ou seu interesse na oferta.

Entretanto, conforme estabelecido pela ICVM 400, em nenhuma hipótese as regras acima indicadas devem prejudicar a divulgação, pelo emissor, de informações periódicas e eventuais exigidas pela regulamentação aplicável. A norma estabelece,<sup>637</sup> ainda, que, em caso de qualquer divulgação ou fornecimento de informações eventualmente feito aos investidores acerca da oferta no período em que a antecede e durante seu curso, o ofertante e as instituições intermediárias deverão assegurar a precisão e conformidade da informação

---

valores mobiliários objeto de garantia firme; (iii) negociação por conta e ordem de terceiros; (iv) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários; (v) operações destinadas a proteger posições assumidas em *total return swaps* contratados com terceiros; (vi) operações realizadas como formador de mercado, nos termos da regulamentação em vigor; ou; (vii) administração discricionária de carteira de terceiros.

<sup>636</sup> A esse respeito, A. ARAGÃO afirma: “*A presunção da norma é de que as notícias publicadas pela imprensa tendem a ressaltar apenas o lado positivo, podendo também ocorrer simplificações (comuns à linguagem jornalística) que poderiam deturpar informações importantes. Ao restringir o contato do emissor com a imprensa diminui-se a probabilidade de tais ocorrências, assim como a possibilidade de que informações condicionantes sejam divulgadas*” (ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 230).

<sup>637</sup> Cf. artigo 49 da ICVM 400.

com as informações constantes do prospecto da oferta, independentemente do meio utilizado.

#### 4.5 FATOS RELEVANTES: A INSTRUÇÃO CVM Nº 358/02

O regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras é estruturado por meio de regras específicas, determinadoras da extensão, conteúdo e tipos de informações a serem disponibilizadas, bem como a frequência e o momento de sua divulgação, que são complementadas por uma regra geral, que opera de modo a conferir completeza ao regime informacional, exigindo a divulgação, a qualquer momento, de qualquer informação que configure um ato ou fato relevante, nos termos do artigo 157, §4º da LSA.

Conforme mencionado, não obstante obrigação semelhante não existisse sob a égide do DL 2.627, a obrigação de divulgar esse tipo de informação, conforme já mencionado, foi instituída ainda sob a vigência desse diploma, por meio da Resolução CMN nº 88/68<sup>638</sup>.

Após o advento da LSA, referida obrigação passou a ter status legal, sendo inicialmente regulamentada pela CVM por meio da Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984 (ICVM 31), que dispunha sobre a divulgação de informações acerca de ato ou fato relevante relativo às companhias abertas e sobre vedação à utilização de informação privilegiada.

Referida regra foi, posteriormente, substituída pela Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 (ICVM 358), que aproveitando a necessidade de reforma da matéria em virtude das alterações promovidas pela Lei nº 10.303/01, principalmente com relação ao recrudescimento das regras atinentes a vedação à utilização de informação privilegiada, aprimorou a regulamentação sobre a divulgação de atos e fatos relevantes.

Em linha com o previsto no artigo 157, §4º da LSA, a ICVM 358<sup>639</sup>, determina que se considere ato ou fato relevante os acontecimentos ocorridos ou relacionados com os

---

<sup>638</sup> Cf. Item VI, alínea “d” da Resolução CMN nº 88/68.

<sup>639</sup> “Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos dessa Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. (...)”

negócios da companhia que possam influenciar, de modo ponderável:

- (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
- (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter esses valores mobiliários; e
- (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

A definição acima mencionada, conforme já dito, evidencia uma acepção parcial da funcionalidade do regime de *disclosure*, excluindo, por exemplo, informações úteis ao monitoramento dos administradores e dos acionistas controladores (e, portanto, que auxiliam na redução dos custos de agência), mas que não tenham essa potencialidade de impactar a decisão dos investidores ou no preço dos valores mobiliários.<sup>640</sup>

Fica claro que a definição da relevância da informação se dá em função da potencialidade de o ato ou fato influenciar significativamente a cotação dos valores mobiliários ou a decisão dos investidores (titulares deles ou não) com relação a esses, e não da efetiva influência, que apenas poderá ser aferida posteriormente à divulgação da informação.<sup>641</sup>

Cumpra, portanto, à administração da companhia realizar um juízo apriorístico acerca do impacto da informação, que, muitas vezes, pode se dar em uma situação de relativa incerteza, principalmente quando o impacto imediato do ato ou fato em questão é de difícil mensuração.<sup>642</sup>

---

<sup>640</sup> Conforme será analisado no Capítulo 5.3, o conceito de relevância utilizado no mercado de valores mobiliários norte-americano não é mais amplo, não se limitado à função da informação na tomada de decisão dos investidores e na precificação dos valores mobiliários.

<sup>641</sup> Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu: “*Tanto a Lei 6.404/76 quanto a Instrução 358/02 apresentam conceitos gerais (standards) a serem utilizados pela administração da companhia aberta para, frente a um fato concreto, definir se está diante de um fato relevante. Sobre esses textos normativos, é importante perceber que eles consideram relevante um fato que ‘pode’ influenciar. Não se exige, portanto, a efetiva influência, basta que tenha “força suficiente” para influenciar. Dado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, via de regra, antes que ele seja de conhecimento do público, na maioria das vezes, o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, que a análise é sobre a “potência” de impacto e não sobre o real impacto*” (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007).

<sup>642</sup> Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu: “*Muitas vezes, no entanto, o fato não traz um impacto direto mensurável e a análise de sua relevância é mais difícil. O início de uma demanda judicial contra a companhia ou a concessão de um empréstimo, por exemplo. Ambos podem ser neutros, pois a demanda judicial pode ser julgada improcedente e o empréstimo, concedido em taxa similar ao custo de captação, pode ser pago pelo credor e, em ambos os casos, não há, nesse momento inicial, a certeza sobre o resultado futuro. Ocorre que, em ambos os casos, por mais improvável que possa ser, o resultado pode ser negativo e*

Adicionalmente, a análise sobre essa potencialidade de influência deve considerar, simultaneamente, as características qualitativas e quantitativas da informação,<sup>643</sup> de modo que o juízo acerca da relevância de um fato jamais deve residir isoladamente em aspectos como a magnitude do valor envolvido em relação ao patrimônio, lucro, faturamento etc. da companhia, tampouco apenas no prognóstico de materialização de determinado evento ou contingência.

Nos termos da definição contida na ICVM 358, podem, ainda, configurar fato relevante informações não resultantes de atos da companhia ou de fatos que a envolvam diretamente, desde que possam impactar na cotação de seus valores mobiliários ou na decisão dos investidores a respeito desses.<sup>644</sup>

Dada a dificuldade associada à identificação de um ato ou fato relevante, em

*o impacto na situação patrimonial da companhia, relevante. Com relação a esses tipos de fato, o administrador da companhia aberta deve ponderar o impacto potencial pela sua probabilidade, de modo a definir a relevância. Além dessa primeira análise, o administrador deve, de tempos em tempos, reponderar a magnitude do impacto potencial pela probabilidade de sua ocorrência para decidir se a mudança em qualquer um desses fatores tornou relevante o fato que assim não foi considerado inicialmente”* (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007).

<sup>643</sup> Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu: *“Fatos podem ser relevantes independentemente de sua natureza (operacionais, patrimoniais, financeiros ou societários) e mesmo que não tenham impacto direto ou potencial relevantes sobre a operação, o patrimônio, as finanças da companhia ou os direitos dos acionistas. Isso porque um determinado fato pode fornecer elementos sobre a capacidade dos administradores (e, conseqüentemente, o rumo de longo prazo da companhia e a maneira com que os negócios sociais serão tratados no longo prazo) ou, ainda, pode demonstrar a forma de tratamento pela administração da companhia de cada uma das classes interessadas (acionista controlador, acionistas não controladores, acionistas sem direito a voto, credores, empregados, administradores, comunidade – vide art. 116, § único) e, com isso, alterar o valor relativo entre os tipos e espécies de valores mobiliários (a relação de preços entre as ações e os valores mobiliários de renda fixa, por exemplo, ou entre as ações ordinárias e as preferenciais) ou mesmo quanto ao valor absoluto do valor mobiliário (maior interesse em ajudar a comunidade ou compartilhar lucros com os empregados pode resultar em diminuição dos lucros distribuíveis aos acionistas e, com isso, prejudicar o valor das ações). Por esses motivos, também as características qualitativas do fato, e não apenas as quantitativas, devem ser utilizadas na definição sobre a relevância de um dado fato empresarial. (...). Em certas situações, um fato não é relevante, se olhado isoladamente, ou se forem consideradas, segregadamente, suas características quantitativas e qualitativas. Por isso, a administração deve analisar a relevância de um fato a partir do conjunto de informações de que dispõe e ponderando, de forma agregada, as informações quantitativas e qualitativas. Dessa forma, uma informação não deixará de ser relevante se a companhia dividir a sua implementação, sua divulgação ou sua análise em várias etapas, que, isoladamente, não sejam relevantes”* (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007). Note-se que, nesse caso, a CVM contemplou o impacto da informação em questões associadas a problemas de agência, vinculando-as, entretanto, necessariamente, a um impacto no preço dos valores mobiliários.

<sup>644</sup> A esse respeito, L. A. de Sampaio Campos afirma, ao abordar o conceito da fato relevante contido no artigo 2º da ICVM 358: *“Outro aspecto a se destacar é que foi abandonado o conceito de que o fato relevante deveria ser produzido pela companhia, no sentido de que seria resultado de atos da companhia ou fatos que a envolvessem diretamente. Atualmente, tem-se por fatos relevantes não só aqueles que são produzidos pela companhia, mas também aqueles que mesmo não sendo produzidos pela companhia possam, de alguma forma, ter impactos relevantes sobre a companhia e seus negócios ou seus valores mobiliários”* (SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Op. cit. p. 1187).

decorrência da subjetividade inerente ao juízo de potencialidade acima mencionado, a própria ICVM 358<sup>645</sup> apresenta um rol exemplificativo de atos ou fatos potencialmente relevantes,<sup>646</sup> que, por óbvio, não exaure as espécies de um ato ou fato relevante, servindo principalmente de parâmetro para o juízo a ser feito pela administração acerca da informação.<sup>647</sup>

A ICVM 358 não exige que a informação seja definitiva ou fruto de atos, fatos, ou negócios já concluídos para que ela possa ser qualificada como relevante e, portanto, sujeita à obrigação de divulgação, podendo ser imperiosa, portanto, em alguns casos, a divulgação de fatos relevantes sobre eventos ou negócios em andamento.<sup>648</sup>

---

<sup>645</sup> Cf. artigo 2º, parágrafo único da ICVM 358.

<sup>646</sup> São eles: (i) assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; (ii) mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; (iii) celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; (iv) ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; (v) autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; (vi) decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; (vii) incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; (viii) transformação ou dissolução da companhia; (ix) mudança na composição do patrimônio da companhia; (x) mudança de critérios contábeis; (xi) renegociação de dívidas; (xii) aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; (xiii) alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; (xiv) desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; (xv) aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas; (xvi) lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; (xvii) celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso em sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; (xviii) aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; (xix) início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; (xx) descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; (xxi) modificação de projeções divulgadas pela companhia; (xxii) pedido de recuperação judicial, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia. O artigo 9º da ICVM 358 estabelece, também, a obrigatoriedade de divulgação de informações a respeito da realização de ofertas públicas de aquisição de ações. No caso de divulgação de fato relevante em decorrência da alienação de controle da companhia, o artigo 10 da ICVM 358 contém regras específicas acerca das informações mínimas que devem dele constar. O mesmo ocorre com relação a divulgação de fatos relevantes em decorrência de operações de incorporação, incorporação de ações, cisão e fusão, que têm seu conteúdo mínimo regulado pelo artigo 2º da Instrução CVM nº319, de 3 de dezembro de 1999.

<sup>647</sup> Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu: “A Instrução 358/02 ainda complementa o art. 157, §4º, com uma lista exemplificativa de fatos que, usualmente, são relevantes para uma companhia (ver art. 2º, § único). Essa lista, no entanto, nem exaure as possibilidades de fato relevante nem determina um fato relevante, sendo necessário, sempre, analisar os dados concretos do fato e da companhia a que ele se refere” (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007).

<sup>648</sup> Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu: “Não se exige que a informação seja definitiva ou esteja formalizada para que se considere um fato como relevante e, portanto, sujeito ao dever de divulgação. Basta que a informação não seja meramente especulativa, mera intenção não baseada em fatos concretos. Informações sobre atos bilaterais (contratos, reestruturações societárias, etc.) podem ser divulgáveis, independentemente de consenso entre as partes, desde que uma delas já tenha tomado a decisão de realizar o negócio, fazer uma oferta de compra ou tenha a intenção de prosseguir uma negociação ou concluir uma negociação em andamento” (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/5928, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de abril de 2007).

Nessa situação, é evidente que a probabilidade da efetiva confirmação da informação ou conclusão do respectivo negócio deve ser ponderada em face de sua importância, de modo a determinar a divulgação ou não de uma informação preliminar.<sup>649</sup> É possível, ainda, que a divulgação ocorra de modo paulatino, de acordo com o desenrolar dos eventos subsequentes.<sup>650</sup>

No entanto, é evidente que a divulgação de determinadas informações não definitivas, como, por exemplo, sobre negócios em estágio preliminar, pode prejudicar ou inviabilizar as tratativas e a conclusão desse, em prejuízo do próprio interesse da companhia e da coletividade de seus acionistas.

Reconhecendo essa situação e a necessidade de ponderação das obrigações informacionais diante da lesão ao legítimo interesse da companhia resultante de seu pleno cumprimento em algumas circunstâncias especiais, a própria LSA, em seu artigo 157, §5º, estabelece a prerrogativa dos administradores das companhias abertas deixarem de divulgar determinadas informações que configuram ato ou fato relevante se entenderem que sua revelação, naquele momento, representará risco ao interesse legítimo da companhia.<sup>651</sup>

---

<sup>649</sup> Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu: “o diretor de relações com investidores deve ponderar a probabilidade de conclusão do negócio com a sua relevância, caso seja concluído, para determinar se um negócio não concluído deve ser divulgado. Assim, no momento mais inicial da negociação, em que uma das companhias pretende adquirir, mas a outra não fornece qualquer indicação de que deseja negociar, por mais relevante que o negócio seja, a probabilidade de sua realização é, objetivamente, tão baixa, que não se justifica a divulgação (a não ser que a informação tenha fugido do controle da companhia, o que a obrigaria a confirmar, negar ou explicar a intenção de adquirir, de modo a nivelar o conhecimento, entre os participantes do mercado, sobre os negócios da companhia)” (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/5928, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de abril de 2007).

<sup>650</sup> Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu: “Nesses casos, divulga-se a intenção, mas não a conclusão do negócio. Para que um fato relevante seja divulgável não é preciso que se conheça todos os seus elementos. Muitas vezes, deve se fazer a divulgação aos poucos, à medida que as informações venham a ser produzidas. Por exemplo, se um dos altos-fornos de uma siderúrgica interrompe a produção por um tempo não determinado e isso possa alterar as decisões de investimento dos investidores, divulga-se a interrupção, mesmo que ainda não se tenha determinado a sua duração ou a perda estimada de produção. Essas outras informações podem ser divulgadas posteriormente, à medida que sejam de conhecimento da administração da companhia” (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/5928, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de abril de 2007).

<sup>651</sup> A esse respeito, L. A. de Sampaio Campos afirma: “Essa previsão, de resto presente na maior parte das legislações desenvolvidas, é tida como uma cláusula de proteção (*“schultzklausel”*), que visa a equilibrar o direito à informação dos acionistas, e não a tratá-lo de forma absoluta. É que na hierarquia das proteções que compõem o sistema de direito das companhias está em primeiro plano a proteção da própria companhia, e a proteção dos acionistas, de uma forma geral, só tem lugar à medida que não possa por em risco o interesse da companhia. Constituem hipóteses consideradas pela doutrina de recusa lícita da informação aquelas em que sua revelação possa por em risco interesse legítimo da companhia ou de terceiros. Este é, portanto, o limite natural do direito de informação do acionistas, que, repita-se, não é um direito absoluto” (SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. op. cit. p. 1175).

Regulamentando esse dispositivo legal, a ICVM 358,<sup>652</sup> estabelece que determinados atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, ressalvado, entretanto, que a divulgação da informação torna-se obrigatória, imediatamente, caso a informação escape ao controle da companhia ou caso se verifique qualquer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da mesma ou a eles referenciados.

É evidente que a retenção da informação sob a alegação de preservação do legítimo interesse da companhia não se justifica por seu simples impacto negativo nas cotações, pois, se assim, fosse, o regime regulatório estaria institucionalizando a necessidade de divulgação apenas das boas informações e legitimando a retenção eterna de informações com impacto negativo. Assim, a exceção acima mencionada diz respeito a situações em que a divulgação, naquele momento, pode prejudicar interesses legítimos da companhia (e.g. a conclusão de um negócio), sendo, portanto, absolutamente transitória.

Nessas hipóteses, diante da complexidade do conjunto de interesses envolvidos e da ponderação necessária para a tomada de decisão acerca da divulgação ou não da informação, a ICVM 358 admite<sup>653</sup> que os administradores informem à CVM acerca da existência de um fato relevante que se enquadre nessa situação, solicitando que se decida a respeito da manutenção ou não de seu sigilo. Trata-se, entretanto, de mera faculdade colocada à disposição dos administradores, que não os exime de qualquer responsabilidade atinente à obrigação de divulgação do fato relevante.<sup>654</sup> Caso referido pedido seja formulado e a CVM decida pela divulgação da informação, essa deverá ser imediata.

Contudo, ainda que se trate de informação absolutamente preliminar e cuja revelação possa pôr em risco o legítimo interesse da companhia, caso se verifiquem quaisquer indícios de seu vazamento, a divulgação deve ser imediata, pois a partir do momento em que os administradores falham no dever de tutelar o sigilo<sup>655</sup> sobre a referida informação, perde-se imediatamente a prerrogativa indicada no artigo 157, §5º da LSA.

---

<sup>652</sup> Cf. artigo 6º da ICVM 358.

<sup>653</sup> Cf. artigo 7º da ICVM 358.

<sup>654</sup> Cf. SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Op. cit. p. 1198.

<sup>655</sup> Nos termos do artigo 155, §§1º e 2º da LSA e artigo 8º da ICVM 358, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal, de quaisquer órgãos estatutários com funções técnicas ou consultivas e os empregados da companhia têm o dever de guardar sigilo sobre as informações relativas a ato ou fato relevante ainda não divulgadas ao mercado às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, devendo zelar, também, para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com esses na hipótese de descumprimento da referida obrigação

Não obstante a LSA atribua a obrigação de divulgar atos ou fatos relevantes genericamente aos administradores da companhia aberta, a ICVM 358 estabelece<sup>656</sup> que a responsabilidade primária por essa obrigação compete ao diretor de relações com investidores, responsável por toda a prestação informacional dos emissores de valores mobiliários.<sup>657</sup>

Dessa forma, compete ao diretor de relações com investidores divulgar e comunicar à CVM e à bolsa de valores ou entidade administradora do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, conforme o caso, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

Porém, assumindo que o diretor de relações com investidores pode, em determinadas situações, não ter conhecimento sobre uma informação que configura fato relevante na esfera da companhia, a ICVM 358 também estabelece,<sup>658</sup> cumulativamente, a obrigação dos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos estatutários com funções técnicas ou consultivas comunicarem ao diretor de relações com investidores qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento, para que esse promova a respectiva divulgação. Nessa hipótese, diante da constatação da omissão do diretor de relações com investidores de divulgar determinado fato relevante, as pessoas acima mencionadas somente eximir-se-ão de responsabilidade pela não divulgação caso comuniquem, direta e imediatamente, o ato ou fato relevante à CVM.<sup>659</sup>

Adicionalmente, o diretor de relações com investidores deve, proativamente, investigar acerca da existência de atos ou fatos relevantes que não sejam de seu conhecimento caso se verifique oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciado, devendo questionar as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se essas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado.<sup>660</sup>

Com relação ao conteúdo das comunicações sobre atos e fatos relevantes, a ICVM

---

<sup>656</sup> Cf. artigo 3º da ICVM 358.

<sup>657</sup> Cf. artigo 44 da ICVM 480.

<sup>658</sup> Cf. artigo 3º, §1º da ICVM 358.

<sup>659</sup> Cf. artigo 3º, §2º da ICVM 358.

<sup>660</sup> Cf. artigo 4º, parágrafo único da ICVM 358.

358 estabelece<sup>661</sup> que essas devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor, podendo a CVM determinar a correção, aditamento ou republicação de informação sobre ato ou fato relevante, quando julgar pertinente. É evidente, também, que a informação deve ser divulgada de modo completo, contendo todos os elementos necessários à adequada aferição de seu impacto com relação aos valores mobiliários de emissão da companhia.<sup>662</sup>

É assegurada, também, à CVM e à bolsa de valores ou entidade administradora de mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a qualquer tempo, exigir do diretor de relações com investidores esclarecimentos adicionais acerca da informação, caso necessário,<sup>663</sup> conforme previsto no artigo 4º da ICVM 358.

A divulgação dos fatos relevantes deve ser feita por meio de publicação nos jornais de grande circulação<sup>664</sup> utilizados habitualmente pela companhia (podendo ser feita de forma resumida com indicação dos endereços na rede mundial de computadores onde a informação completa deverá estar disponível a todos os investidores) e por meio do sistema eletrônico de informações disponibilizado pela CVM, devendo ser também encaminhado à bolsa de valores e à entidade administradora do mercado de balcão

---

<sup>661</sup> Cf. artigo 3º, §§ 1º e 5º da ICVM 358.

<sup>662</sup> Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu: “Um outro aspecto importante sobre a divulgação de fatos relevantes, é que as informações divulgadas ao mercado pelas companhias devem sempre ser prestadas de forma completa (art. 3º, §4º da Instrução 358/02), clara e precisa (§5º do mesmo artigo). Considera-se completa uma informação quando ela contém os fatos, dados, nuances e demais informações necessárias para a avaliação do impacto da informação principal sobre preço dos valores mobiliários ou sobre as decisões de investimento relativas a esses valores mobiliários. Não é considerada informação completa aquela que possa induzir os investidores a erro. Assim, para que se possa considerar que a informação foi divulgada de forma completa, a companhia deverá, também, divulgar informações complementares à informação principal, mesmo que não sejam exigidas de forma expressa pela legislação ou pela eventual ordem de divulgação de informação expedida pela CVM. Ao procurar prestar informações de maneira completa, a companhia deve evitar a inclusão de detalhes que não tenham impacto razoável na decisão de investimento. A definição do que sejam esses detalhes de pouca relevância deve ser feita seguindo-se os mesmos critérios para a análise da relevância de um fato. Deve-se notar que o administrador é o responsável pela divulgação, desde o início, do fato relevante de forma completa. Não obedece a legislação quem anuncia um fato, mas espera uma ordem da CVM para divulgar os aspectos relevantes deste fato que já sejam de seu conhecimento. A iniciativa deve, sempre, partir da administração da companhia. Por isso, se a legislação ou uma decisão concreta da CVM determinar a divulgação de uma dada informação específica e essa informação específica não puder ser considerada completa, em razão de outras informações que sejam de conhecimento da administração, cabe à companhia complementar as informações solicitadas de forma a fazer com que sua divulgação satisfaça a exigência de divulgação completa” (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007).

<sup>663</sup> Cf. artigo 4º da ICVM 358.

<sup>664</sup> Cf. artigo 4º, §4º da ICVM 358. Conforme decidido pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/1547, não é necessária a publicação de fato relevante na imprensa oficial, não se sujeitando ao regime de publicações obrigatórias previstas no artigo 289 da LSA.

organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

Com relação ao momento adequado para divulgação de fato relevante, a ICVM 358 recomenda<sup>665</sup> que essa ocorra, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades administradoras do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação. Caso os valores mobiliários da companhia sejam negociados em diferentes países, a divulgação do ato ou fato relevante deverá ser feita, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios em todos eles, prevalecendo, no caso de incompatibilidade, o horário de funcionamento do mercado brasileiro.

Permite-se, assim, que a divulgação da informação seja realizada de modo equalizado e conferindo aos seus destinatários tempo suficiente para processar seu conteúdo e, a partir dele, tomar as decisões pertinentes, evitando que as sessões de negociação sejam afetadas adversamente por situações de assimetria informacional decorrentes do tempo necessário à correta disseminação da informação no mercado.

Nas hipóteses em que a divulgação do ato ou fato relevante durante o horário de negociação dos valores mobiliários for imperiosa, o diretor de relações com investidores poderá solicitar a suspensão da negociação desses pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação, desde que seja garantida a suspensão simultânea em todos os mercados em que referidos valores mobiliários sejam negociados.<sup>666</sup>

Em adição, a ICVM 358 determina que as companhias abertas são obrigadas a adotar uma política de divulgação de ato ou fato relevante, devidamente aprovada pelo conselho de administração, contemplando procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações relevantes não divulgadas e obtendo a adesão formal de todas as pessoas que, no âmbito interno da companhia, possuem acesso a esse tipo de informação.<sup>667</sup>

A ICVM 358 também regulamenta<sup>668</sup> a vedação à negociação com valores mobiliários em posse de informações privilegiadas, instituída pelo artigo 155, §§1º a 4º da LSA.<sup>669</sup> Com relação à própria companhia e as pessoas a ela ligadas, opera-se também a

---

<sup>665</sup> Cf. artigo 5º da ICVM 358.

<sup>666</sup> Cf. artigo 5º, §§2º e 3º da ICVM 358.

<sup>667</sup> Cf. artigo 16 da ICVM 358.

<sup>668</sup> Cf. artigo 13 da ICVM 358.

<sup>669</sup> “Art. 155. (...)”

vedação à negociação durante o período de quinze dias que anteceder a divulgação das informações financeiras trimestrais ou anuais,<sup>670</sup> exceto nas hipóteses previstas na própria ICVM 358.<sup>671</sup>

Em adição, com vistas ao monitoramento dos negócios com valores mobiliários da companhia pelos administradores e pessoas a eles ligadas, a ICVM 358<sup>672</sup> estabelece a obrigação dos diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos estatutários com funções técnicas ou consultivas informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas, por eles e por seus cônjuges, companheiros ou dependentes, com valores mobiliários de emissão da companhia, de suas controladoras ou controladas (desde que se tratem de companhias abertas), bem como envolvendo derivativos ou quaisquer outros valores mobiliários referenciados a esses.<sup>673</sup>

#### 4.6 OUTRAS REGRAS

##### 4.6.1 Informações prestadas previamente às assembleias gerais

A Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009 (ICVM 481), trata da divulgação de informações previamente às assembleias de companhias abertas que possuam ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, estabelecendo regras sobre o conteúdo dos anúncios de convocação de assembleia geral ou

*§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.*

*§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.*

*§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.*

*§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”*

<sup>670</sup> Cf. artigo 13, §4º da ICVM 358.

<sup>671</sup> Cf. artigo 13, §§6º e 7º e artigo 15, §3º da ICVM 358.

<sup>672</sup> Cf. artigo 11 da ICVM 358.

<sup>673</sup> Referida comunicação deverá ser feita à companhia (i) no prazo de cinco dias após a realização de cada negócio; (ii) no primeiro dia útil após a investidura no cargo; e (iii) quando da apresentação da documentação para o registro da companhia como aberta. A companhia, por sua vez, deverá enviar essas informações à CVM e, se for o caso, às bolsas de valores ou às entidades administradoras do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação, no prazo de dez dias, após o término do mês em que se verificarem alterações das posições detidas, ou do mês em que ocorrer a investidura no cargo das pessoas acima citadas. Essas informações devem ser encaminhadas de forma individual e consolidada pelo órgão, sendo que apenas estas últimas são disponibilizadas publicamente. O artigo 12 da ICVM 358 estabelece ainda regras sobre a divulgação de informações sobre aquisição e alienação de participação societária relevante em companhia aberta, que serão abordadas no Capítulo 4.7.1. abaixo.

especial de acionistas e as informações e documentos relativos às matérias a serem deliberadas que devem ser disponibilizados com antecedência aos acionistas e ao mercado.

A norma regulamenta, também, os pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias, nos termos do artigo 126, §2º da LSA, prevendo, inclusive, a possibilidade de essas serem outorgadas eletronicamente.

Genericamente, a ICVM 481 estabelece<sup>674</sup> que as informações e documentos fornecidos aos acionistas previamente a realização de assembleias devem ser verdadeiros, completos e consistentes, redigidos em linguagem clara, objetiva e concisa e não devem induzir o acionista a erro.

Com relação ao anúncio de convocação das assembleias, a norma exige<sup>675</sup> que o mesmo enumere expressamente, na ordem do dia, todas as matérias objeto de deliberação na assembleia, sendo vedada a utilização da expressão “assuntos gerais” para matérias que dependam de deliberação assemblear. O anúncio deve, também, mencionar o percentual mínimo de participação no capital votante necessário à requisição da adoção de voto múltiplo, nos termos do artigo 141 da LSA, quando se tratar de assembleia destinada a eleição de membros do conselho de administração, de acordo com os percentuais estabelecidos na Instrução CVM nº 165, de 11 de dezembro de 1991, bem como a lista de documentos exigidos para que os acionistas sejam admitidos à assembleia<sup>676</sup> (artigos 4º e 5º).

A ICVM 481 estabelece,<sup>677</sup> também, a obrigação de divulgação, por meio de sistema eletrônico instituído pela CVM, de todos os documentos e informações nela previstos, bem como de quaisquer outras informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto em assembleia, estabelecendo, como regra geral, que eles devem ser fornecidos até a data da publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia, exceto nas hipóteses em que a LSA ou a regulamentação aplicável estabelecer prazo maior.

O rol previsto na ICVM 481<sup>678</sup> inclui documentos e informações acerca de (i) matérias em que qualquer parte relacionada tenha algum interesse específico; (ii) matérias privativas de assembleia geral ordinária, eleição de administradores ou membros do conselho fiscal e fixação da remuneração dos administradores; (iii) aprovação de plano de

---

<sup>674</sup> Cf. artigo 2º da ICVM 481.

<sup>675</sup> Cf. artigo 3º da ICVM 481.

<sup>676</sup> Cf. artigos 4º e 5º da ICVM 481.

<sup>677</sup> Cf. artigo 6º da ICVM 481.

<sup>678</sup> Cf. artigos 8º a 21 da ICVM 481.

remuneração com base em ações; (iv) reforma do estatuto social; (v) aumento do capital social; (vi) criação de ações preferenciais ou alteração nas preferências, vantagens ou condições de resgate ou amortização das ações preferenciais; (vii) redução do dividendo obrigatório; (viii) aquisição do controle de outra sociedade; (ix) escolha de avaliadores; e (x) matérias que ensejam o direito de retirada dos acionistas dissidentes.

Com relação aos pedidos públicos de procuração,<sup>679</sup> a ICVM 481<sup>680</sup> estabelece que os mesmos devem ser acompanhados da minuta da procuração e das informações nela indicadas voltadas à identificação dos interesses dos responsáveis pelo pedido.

Caso a administração da companhia tenha a intenção de realizar o pedido público de procuração, a ICVM 481<sup>681</sup> estabelece que a companhia deva comunicar o mercado a esse respeito com pelos menos dez dias úteis de antecedência, indicando as matérias para as quais as procurações serão solicitadas.

#### 4.6.2 *Informações prestadas em ofertas públicas de aquisição de ações*

No caso da realização de ofertas públicas de aquisição de ações,<sup>682</sup> a regulamentação aplicável, qual seja, a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002 (ICVM 361), também prevê requisitos informacionais específicos para que sua formulação seja autorizada pela CVM, por meio do deferimento do registro da operação. Entretanto, aqui, os requisitos informacionais possuem objetivos diversos daqueles aplicáveis às ofertas públicas de distribuição.

Nas ofertas públicas de distribuição, a tutela informacional justifica-se na medida em que o ofertante está colocando valores mobiliários no mercado, a serem subscritos ou adquiridos por qualquer interessado, promovendo-se, portanto, a captação de recursos junto ao público em meio a uma genuína pressão de venda, justificadora da intervenção regulatória, sobretudo acerca das informações prestadas acerca do empreendimento subjacente aos valores mobiliários ofertados.

---

<sup>679</sup> Definidos, nos termos do artigo 22 da ICVM 481 como aqueles que (i) empreguem meios públicos de comunicação, tais como a televisão, o rádio, revistas, jornais e páginas na rede mundial de computadores; (ii) dirigidos a mais de cinco acionistas, quando promovidos, direta ou indiretamente, pela administração ou por acionista controlador; e (iii) os pedidos dirigidos a mais de dez acionistas, quando promovidos por qualquer outra pessoa.

<sup>680</sup> Cf. artigo 23 da ICVM 481.

<sup>681</sup> Cf. artigo 27 da ICVM 481.

<sup>682</sup> Conforme asseverado por M. Carvalhosa, “*A oferta pública de aquisição de ações é uma proposta irrevogável dirigida a um número maior ou menor de acionistas indeterminados. Visando a realização de um negócio jurídico, o contrato tem por objeto a aquisição de ações*” (CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 19).

Já nas ofertas públicas de aquisição de ações, a posição do ofertante é absolutamente oposta, pois, nesse caso, esse figura como adquirente das ações de determinada companhia que já estão distribuídas entre uma pluralidade de investidores que, aqui, figuram como vendedores.

Assim, a tutela informacional das ofertas públicas de aquisição de ações direciona-se, primariamente, a permitir que os acionistas da companhia decidam se permanecem ou não integrando seu quadro societário, ou seja, se realizam ou não um desinvestimento, não havendo, portanto, qualquer captação de poupança.

Essa decisão de desinvestimento é tomada, principalmente, em consideração ao preço ofertado na oferta (*vis a vis* o valor da companhia e suas perspectivas de rentabilidade futura) e aos rumos a serem tomados pela companhia a partir dessa, dado que as ofertas públicas de aquisição de ações podem resultar na concentração de suas ações nas mãos de determinada pessoa ou grupo de pessoas.

Em razão dessa diferença, a regulamentação atinente às ofertas públicas de aquisição é centralizada essencialmente no estabelecimento de um procedimento que obrigue seu proponente a oferecer a todos os acionistas titulares das ações objeto da oferta a oportunidade de vendê-las de modo simultâneo, nas mesmas condições e ao mesmo preço (que, em algumas modalidades de oferta, também é objeto de regulamentação),<sup>683</sup> não obstante a exigência de prestação informacional necessária a tomada de decisão acerca da adesão ou não à oferta.<sup>684</sup>

Nesse sentido, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações é exigido, nos termos da ICVM 361,<sup>685</sup> apenas nas situações em que sua realização é obrigatória, como é o caso das ofertas públicas de aquisição de ações em decorrência da alienação de controle de companhia aberta,<sup>686</sup> do aumento de participação acionária do acionista controlador<sup>687</sup> ou quando objetivar o cancelamento de registro de companhia aberta.<sup>688</sup>

As ofertas públicas de aquisição de ações que não decorrem de obrigação legal, tanto as estritamente voluntárias como aquelas que são exigidas por regras estatutárias das próprias companhias, não se sujeitam ao registro perante a CVM, embora estejam

---

<sup>683</sup> Como é o caso, por exemplo, das ofertas públicas de aquisição de ações em decorrência da alienação de controle ou visando o cancelamento de registro de companhia aberta, cujo preço deve obedecer às regras previstas, respectivamente, nos artigos 254-A e 4º, §4 da LSA.

<sup>684</sup> Cf. artigo 4º, II e II da ICVM 361.

<sup>685</sup> Cf. artigo 2º, §1º da ICVM 361.

<sup>686</sup> Cf. artigo 254-A LSA.

<sup>687</sup> Cf. artigo 4º, §6º da LSA.

<sup>688</sup> Cf. artigo 4º, §4º da LSA.

igualmente obrigadas a respeitar os procedimentos gerais e a divulgar as informações exigidas pela ICVM 361, exceção feitas às ofertas públicas de aquisição que envolvam a permuta de valores mobiliários, que serão sempre registradas perante a CVM.<sup>689</sup>

Essa exigência decorre de uma importante peculiaridade que envolve as ofertas públicas de aquisição de ações efetuadas por meio de permuta, decorrente de sua natureza dúplice. Se por um lado esse tipo de operação consubstancia uma proposta de aquisição de ações de uma determinada companhia, ocorre, por outro lado, uma genuína distribuição de valores mobiliários, que serão entregues aos aceitantes da oferta.

As ofertas públicas de aquisição de ações por meio de permuta envolvem, portanto, simultaneamente, a aquisição de um lote substancial de ações e a distribuição de um lote substancial de uma nova espécie e classe de valores mobiliários, de modo que a aceitação da oferta por parte dos investidores engloba, ao mesmo tempo, uma decisão de desinvestimento e uma de investimento. Essa peculiaridade exige não apenas o registro desse tipo de oferta perante a CVM, mas também a observância dos requisitos informacionais aplicáveis às ofertas de distribuição de valores mobiliários, conforme previsto pela ICVM 361.<sup>690</sup>

A ICVM 361 também exige<sup>691</sup> que a oferta pública de aquisição de ações seja intermediada por uma sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento, cuja principal obrigação é garantir a liquidação financeira da operação.

Ademais, compete à instituição intermediária auxiliar o ofertante em todas as fases da operação, bem como tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, devendo ainda atestar a suficiência e qualidade das informações fornecidas ao mercado durante todo o procedimento da oferta, necessárias à tomada de decisão por parte de investidores, inclusive as constantes do laudo de avaliação das ações, quando sua elaboração obrigatória,<sup>692</sup> e do edital da oferta.

---

<sup>689</sup> Cf. artigo 2º, §1º da ICVM 361.

<sup>690</sup> Cf. artigo 2º, §1º da ICVM 361. A esse respeito, N. EIZIRIK afirma: “O fundamento da exigência de registro das OPAs que envolvem permuta reside no fato de que esta espécie de oferta constitui uma emissão pública de valores mobiliários e sua distribuição no mercado, razão pela qual há necessidade de serem prestadas informações da mesma natureza das que são exigidas pela CVM por ocasião de uma oferta pública de valores mobiliários” (Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 571).

<sup>691</sup> Cf. artigo 7º da ICVM 361.

<sup>692</sup> Cf. artigo 8º da ICVM 361.

O instrumento da oferta pública de aquisição de ações, corporificado na forma de um edital publicado em jornais de grande circulação e divulgado pela companhia objeto ao mercado,<sup>693</sup> reúne todas as informações necessárias a sua realização, instrumentalizando a proposta de aquisição das ações objeto da oferta.<sup>694</sup>

O edital deverá contar com todos os requisitos e informações indicados no Anexo II da ICVM 361, contendo, também declarações do ofertante e da instituição intermediária de que desconhecem a existência de quaisquer fatos ou circunstâncias, não revelados ao público, que possam influenciar de modo relevante os resultados da companhia objeto ou as cotações das ações objeto da operação.<sup>695</sup>

A oferta pública de aquisição de ações é efetivada em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da oferta são admitidas à negociação.<sup>696</sup>

Na hipótese de qualquer terceiro ter a intenção de interferir no leilão, adquirindo as ações objeto da oferta, esse é obrigado a divulgar ao mercado, também por meio de edital e com dez dias de antecedência, sua intenção, fornecendo diversas das informações a respeito dessa proposta alternativa, conforme estabelecido pela ICVM 361.<sup>697</sup>

Alternativamente, a ICVM 361 admite<sup>698</sup> o lançamento de uma oferta pública de aquisição de ações concorrente, que deverá ser lançada ou ter o pedido de registro solicitado, quando aplicável, em até dez dias antes da data prevista para a realização do leilão da oferta com que concorrer. Nessa hipótese, a CVM poderá adiar a data do leilão da

---

<sup>693</sup> Cf. artigo 11 da ICVM 361.

<sup>694</sup> Conforme asseverado por M. Carvalhosa: “*Constitui a oferta pública de aquisição de ações uma declaração unilateral de vontade, através da qual o proponente manifesta, por determinado prazo, seu compromisso de adquirir um valor mobiliário específico a um preço determinado e segundo cláusulas e condições também determinadas. Deve ele conter os elementos configuradores do contrato que o proponente se obriga a celebrar com os titulares das ações visadas. Para tanto, a oferta deve ser precisa e completa quanto ao seu conteúdo*” (CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 24). Nesse sentido, o edital é justamente o instrumento dessa proposta, que caso aceita, ensejará a celebração diversos contratos de compra e venda ações. A esse respeito, N. EZIRIK afirma: “*O acionista destinatário, ao dar a ordem de aceitação da proposta formulada pelo ofertante, vincula-se aos termos da oferta e obriga-se contratualmente. Para tanto, a aceitação deve ser irrestrita e incondicionada, traduzida pela adesão plena à proposta, não se admitindo qualquer tipo de ressalva por parte do acionista, eis que a oferta pública constitui uma proposta coletiva. Assim, as cláusulas básica que regem o contrato de compra e venda de ações são aquelas expressadas no instrumento da oferta e os acionistas, ao aceitá-las, adere ao contrato sem discutir seus termos. Em suma, o contrato de compra de ações em oferta pública, que se aperfeiçoa com a aceitação do acionista, possui natureza de contrato por adesão. Por essas razões, deve o instrumento de OPA conter todos os elementos configuradores do contrato que o ofertante se compromete a celebrar com os titulares das ações visadas*” (Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 577).

<sup>695</sup> Cf. artigo 10 da ICVM 361.

<sup>696</sup> Cf. artigo 12 da ICVM 361.

<sup>697</sup> Cf. artigo 12, §2º da ICVM 361.

<sup>698</sup> Cf. artigo 13 da ICVM 361.

oferta previamente lançada, estabelecer um prazo máximo para apresentação e aceitação de propostas finais de todos os ofertantes, ou determinar a realização de um leilão conjunto, fixando a data, hora e as regras para sua realização.

#### 4.6.3 *Demonstrações financeiras de acordo com o “International Financial Reporting Standards” (IFRS)*

A divulgação de demonstrações financeiras é a mais antiga e, talvez, valorizada, prestação informacional no âmbito do mercado de valores mobiliários, sendo obrigatória, desde longa data, em praticamente todos os mercados de valores mobiliários, por fornecer informações de extrema importância sobre a situação patrimonial e financeira das companhias, e para a avaliação do desempenho dos administradores na condução dos seus negócios.<sup>699</sup>

Essas informações são de enorme valia para os investidores, quer seja no tocante a avaliação da companhia (e, conseqüentemente, a tomada de decisão dos investidores e a precificação dos valores mobiliários), quer seja com relação ao monitoramento das atividades dos administradores e acionistas controladores da mesma, a partir da possibilidade de avaliar como seus recursos e patrimônio vêm sendo utilizado.

A análise dita “fundamentalista”<sup>700</sup>, que busca determinar os fundamentos econômicos do empreendimento subjacente aos valores mobiliários negociados, utiliza-se em grande medida das informações econômico-financeiras contidas nas demonstrações financeiras para aferir as perspectivas de seu crescimento.<sup>701</sup>

---

<sup>699</sup> Cf. COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *Pronunciamento Conceitual Básico - Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis*, aprovado pela Deliberação CVM nº 675, de 13 de dezembro de 2011, p. 8, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/deli/deli675.doc>>. Acesso em: 17 nov. 2012.

<sup>700</sup> Segundo J. Pinheiro, “*Pode-se conceituar a análise fundamentalista como o estudo de toda a informação disponível no mercado sobre determinada empresa, com a finalidade de obter seu verdadeiro valor, e assim formular uma recomendação de investimento. (...) O objetivo principal desta análise é avaliar o comportamento da empresa visando à determinação do valor dela. Ela parte do princípio de que as ações tem valor intrínseco, que está associado à performance da companhia emissora e com a situação geral da economia. Portanto, estuda os fatores que explicam o valor intrínseco de uma empresa, setor ou mercado, colocando em Segundo plano os fatores de mercado, como preço e volume*” (PINHEIRO, Juliano Lima. Op. cit. p. 379).

<sup>701</sup> Cf. PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 408. A respeito da análise das demonstrações financeiras, referido autor afirma que as mesmas têm por objetivo “*avaliar o comportamento de uma empresa sob os aspectos econômico-financeiros, tomando por base essas demonstrações. Elas representam um conjunto de informações sobre atos e fatos econômico-financeiros que ocorreram nos períodos retratados. Nesse sentido, sua análise representa uma ferramenta importante para a compreensão do valor da empresa e conseqüentemente para a fundamentação da decisão de compra ou venda de ações, já que, por meio delas podemos compreender as aplicações existentes em*

Recentemente, as regras sobre elaboração das demonstrações financeiras das companhias abertas brasileiras sofreram relevante modificação, em decorrência da alteração de diversos padrões contábeis a elas aplicáveis como consequência da convergência dos mesmos com *IFRS*.

No âmbito desse processo, a Lei nº 11.638 de 28 de dezembro de 2007, alterou substancialmente a LSA com relação às regras atinentes a elaboração de demonstrações financeiras e a Instrução CVM nº 457, de 13 de julho de 2007 (ICVM 457) estabeleceu a obrigatoriedade das companhias abertas apresentarem suas demonstrações financeiras de acordo com o *IFRS* a partir do exercício findo em 2010.

Para fins do cumprimento dessa obrigação, a ICVM 457<sup>702</sup> estabeleceu que as demonstrações financeiras das companhias abertas fossem elaboradas com base em pronunciamentos plenamente convergentes com as normas internacionais de contabilidade, emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC<sup>703</sup> e referendados pela CVM, a partir das regras emitidas pelo *International Accounting Standards Board (IASB)*.

A convergência dos padrões contábeis brasileiros com o *IFRS* foi justificada em função do aumento da transparência e da confiabilidade nas informações contidas nas demonstrações financeiras, bem como para possibilitar o acesso das companhias brasileiras às fontes de financiamento externas a um custo menor,<sup>704</sup> dado que a utilização dos padrões contábeis internacionais costuma ser uma exigência em operações dessa natureza.

As regras do *IFRS* são fundamentadas em alguns princípios conceituais, que devem

---

*determinado momento, bem como as fontes de financiamento que deram origem a tais aplicações”* (PINHEIRO, Juliano Lima. Op. cit. p. 408).

<sup>702</sup> Cf. artigo 1º, §1º da ICVM 457.

<sup>703</sup> A Lei nº 11.638/07 incluiu o artigo 5º-A da Lei nº 6.385/76, que autoriza a CVM, o BACEN e demais órgãos e agências reguladoras a celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas. Utilizando-se dessa faculdade, foi criado o Comitê de Pronunciamento Contábeis, responsável pela edição de pronunciamentos técnicos sobre procedimentos de elaboração e de divulgação de informações contábeis, buscando a convergência das regras contábeis brasileiras aos padrões contábeis internacionais, com base nas regras internacionais emanadas pelo *International Accounting Standards Board – IASB*. Uma vez elaborados, os pronunciamentos são submetidos a audiência pública e aprovados pela CVM, passando a ser aplicáveis a todas as companhias abertas. O Comitê de Pronunciamentos Contábeis é formado por representantes do Conselho Federal da Contabilidade (CFC), da Associação Brasileira das Sociedades de Capital Aberto (ABRASCA), da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI) e do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON).

<sup>704</sup> Cf. consideração I da ICVM 457.

reger a elaboração das demonstrações financeiras das companhias. São eles:<sup>705</sup>

(i) Relevância: a informação contábil-financeira relevante é aquela capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos seus usuários, quando tiver valor preditivo (se puder ser utilizada para prever resultados futuros), valor confirmatório (se confirmar ou alterar avaliações prévias) ou ambos.

(ii) Materialidade: a informação é material quando sua omissão ou sua divulgação distorcida puder influenciar decisões que os usuários tomam com base na informação contábil-financeira.

(iii) Representação fidedigna: a informação contábil-financeira deve representar com fidedignidade o fenômeno que se propõe representar, devendo, para tanto, ser completa, neutra e livre de erro.

(iv) Comparabilidade: a informação será mais útil caso possa ser comparada com informação similar sobre outras companhias e com informação similar sobre a mesma companhia referente a outro período.

(v) Verificabilidade: significa que diferentes observadores, cômicos e independentes, podem chegar a um consenso quanto ao retrato da realidade econômica aferida pelas informações.

(vi) Tempestividade: significa ter informação disponível para tomadores de decisão a tempo de poder influenciá-los em suas decisões.

(vii) Compreensibilidade: as informações apresentadas nas demonstrações financeiras devem ser prontamente entendidas pelos usuários, entretanto, informações complexas e relevantes não devem ser excluídas sob o justificativa que são de difícil compreensão.

(viii) Equilíbrio entre Custo e Benefício: Os benefícios decorrentes da informação devem exceder o custo de produzi-la.

Com base nesses princípios, o *IFRS* tende a privilegiar a adoção de critérios contábeis que reflitam, de modo mais preciso, a situação econômico-financeira atualizada das companhias e sua capacidade de obter recursos. Assim, exige-se, em diversas hipóteses, a utilização de critérios contábeis que reflitam o valor presente, o valor de mercado ou o valor justo dos ativos e passivos, em detrimento do valor histórico dos

---

<sup>705</sup> Cf. COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *Pronunciamento Conceitual Básico - Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis*, aprovado pela *Deliberação CVM n° 675, de 13 de dezembro de 2011*, p. 15-21, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/deli/deli675.doc>>. Acesso em: 17 nov. 2012.

mesmos, auxiliando, assim, uma melhor compreensão do valor intrínseco da companhia e de sua perspectiva de rentabilidade futura, o que é importante à tomada de decisão do investidor e à adequada precificação dos valores mobiliários.

Entre as principais inovações trazidas com a adoção do *IFRS*, temos (i) a alteração dos critérios utilizados para fins de equivalência patrimonial; (ii) a obrigatoriedade de trazer ativos e passivos de longo prazo a valor presente; (iii) a obrigatoriedade de contabilizar aplicações de recursos em bens e direitos incorpóreos (ativos intangíveis) destinados à manutenção das atividades da companhias, bem como o fundo de comércio adquirido; (iv) obrigatoriedade, para as companhias abertas, da elaboração das demonstrações de valor adicionado, que evidenciam a riqueza produzida pela companhia (quanto ela adicionou a seus fatores de produção), bem como sua distribuição.<sup>706</sup>

Existe consenso de que a adoção do *IFRS* promove uma maior transparência com relação às informações financeiras das companhias e a comparabilidade das informações divulgadas,<sup>707</sup> incrementando a precisão da avaliação acerca da situação econômico-financeira feita a partir das demonstrações financeiras, que, inclusive, levariam a elaboração de projeções mais corretas por parte de seus usuários.<sup>708</sup>

No entanto, a subjetividade inerente às referidas regras, que tendem a privilegiar a essência das operações sobre a forma das mesmas, bem com a aferição do valor presente, de mercado e/ou justo dos ativos e passivos, pode prejudicar sua utilidade com relação ao monitoramento dos administradores e acionistas controladores, bem como gerar alguns incentivos perversos, facilitando a ocorrência de distorções na contabilização de determinadas operações ou avaliação de ativos que podem, por exemplo, impactar em determinados índices de *performance* utilizados para determinação da remuneração variável dos administradores.

Consequentemente, a adoção do *IFRS* aumenta a importância dos deveres e responsabilidades dos auditores independentes<sup>709</sup> e de seu papel enquanto efetivos *gatekeepers* com relação à correção das demonstrações financeiras das companhias

---

<sup>706</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei n.º. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. 4ª ed. v. 3. São Paulo, Saraiva, 2008, p. 634-636.

<sup>707</sup> Cf. DASKE, Holger; HAIL, Luzi; LEUZ, Christian; VERDI, Rodrigo. Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences. *Journal of Accounting Research*. Chicago: Chicago Booth School of Business, v. 46, 2008, p. 1085-1086.

<sup>708</sup> Cf. HODGON, Christopher; TONDKAR, Rasoul H.; HARLESS, David W.; ADHILARI, Ajay. Compliance with IFRS disclosure requirements and individual analysts' forecast errors. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. Atlanta: Elsevier, v. 17, 2008, p. 1, Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1061951808000049>>. Acesso em: 27 nov. 2012.

<sup>709</sup> Cf. artigo 177, §3º da LSA e artigo 25 da ICVM 358.

abertas<sup>710</sup>, bem como das instâncias de controle dessas informações na esfera das companhias abertas (e.g. conselho fiscal e comitê de auditoria).

#### 4.7 INFORMAÇÕES PRESTADAS POR OUTROS PARTICIPANTES DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

##### 4.7.1 *Informações prestadas por investidores*

O arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários contém, ainda, algumas regras que exigem a prestação de informações por outros participantes que não os emissores, ou regulamentam a forma de apresentação de algumas informações voluntariamente prestada por outros participantes do mercado.

Em primeiro lugar, cumpre ressaltar a obrigação que recai sobre os investidores, de modo geral, de comunicar a companhia (que, por sua vez, possui a obrigação de divulgar ao mercado) alterações relevantes na participação societária por eles detida.

Nesse sentido, a ICVM 358 estabelece<sup>711</sup> que qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que atingir participação, direta ou indireta, que corresponda a cinco por cento ou mais de espécie ou classe de ações representativas do capital de companhia aberta, devem enviar à companhia, imediatamente após a aquisição da referida participação, as seguintes informações:

- (i) qualificação do adquirente, objetivo da participação societária detida e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração do adquirente de que suas compras não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade;
- (ii) número de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis (explicitando a quantidade de ações objeto da possível conversão, por espécie e classe) bem como de direitos de subscrição de ações e de opções de compra de ações, por espécie e classe, já detidos, direta ou indiretamente, pelo adquirente ou pessoa a ele ligada;
- (iii) indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia.

Referida informação deverá ser prestada, também, a cada vez que a referida participação for elevada ou reduzida em cinco por cento da espécie ou classe de ações representativas do capital social da companhia.

---

<sup>710</sup> Nesse sentido, J. COFFE afirma: “*Examples of gatekeepers providing such certification or verification services to investors are obvious: the auditor certifies that the corporation’s financial statements comply with generally accepted accounting principles (...)*” (COFFEE JR, John (2006). Op. cit. p. 2).

<sup>711</sup> Cf. artigo 12 da ICVM 358.

Uma vez recebida essa informação pela companhia, o diretor de relações com investidores deve transmiti-la imediatamente à CVM e às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação, bem como por atualizar, em até sete dias úteis, o Formulário de Referência.<sup>712</sup>

#### 4.7.2 *Informações prestadas por analistas de investimento*

Os analistas de investimento desempenham papel de maior relevo no mercado de valores mobiliários, pois atuam como verdadeiros filtros informacionais em favor dos demais participantes do mercado.<sup>713</sup>

Altamente especializados no acompanhamento das informações divulgadas pelas companhias abertas, principalmente no mercado acionário, esses profissionais buscam processar e interpretar os dados disponíveis acerca dos valores mobiliários negociados, disponibilizando para seus clientes relatórios customizados sobre esses e seus emissores, que incluem a profunda análise da performance das companhias, perspectivas futuras, recomendações de compra ou venda, preço alvo dos ativos etc. Servem, assim, como importantes redutores do custo de aquisição, processamento e verificação das informações disponibilizadas.

Justamente pela relevância das atividades por eles exercidas, por sua íntima ligação com o regime informacional e pelos seus efeitos sobre o mercado, a atividades dos analistas de investimento, bem como seu produto, qual seja, os relatórios de análise, são recorrentemente objeto de regulação.

No Brasil, a atividade é atualmente regulamentada pela Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010 (ICVM 483), que dispõe sobre o exercício da atividade e o credenciamento dos analistas de investimento,<sup>714</sup> o conteúdo dos relatórios de análise,<sup>715</sup> bem como estipula procedimentos voltados a mitigar eventuais conflitos de interesse no desempenho de suas funções e com relação às análises efetuadas.<sup>716</sup>

A ICVM 483 estabelece<sup>717</sup> que os relatórios de análise devem ser escritos em linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções,

---

<sup>712</sup> Conforme artigo 24, §3º, V da ICVM 480.

<sup>713</sup> A esse respeito, ver COFFEE JR, John. *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*. *Virginia Law Review*. Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 70, 1974.

<sup>714</sup> Cf. artigos 1º a 11 da ICVM 483.

<sup>715</sup> Cf. artigos 15 a 20 da ICVM 483.

<sup>716</sup> Cf. artigos 12 a 14 da ICVM 483.

<sup>717</sup> Cf. artigo 15 ICVM 483.

estimativas e opiniões, bem como que os dados factuais devem vir acompanhados, sempre que possível, de indicação de suas fontes; e as projeções e estimativas devem vir acompanhadas das premissas relevantes e metodologia adotadas.

Os relatórios de análise devem ser subscritos por pelo menos um analista de valores mobiliários credenciado, identificado de forma clara no mesmo, que é o responsável principal pelo conteúdo do relatório e pelo cumprimento das regras estabelecidas na ICVM 483, sem prejuízo da responsabilidade de qualquer coautor.<sup>718</sup>

Adicionalmente, a norma exige a inclusão de declarações nos relatórios que buscam esclarecer que esse reflete apenas as opiniões pessoais de seu elaborador, bem como evidenciando eventuais situações que possam afetar a imparcialidade da análise realizada.<sup>719</sup>

Os relatórios de análise elaborados pelos analistas de investimento devem ser enviados à entidade credenciadora<sup>720</sup> em até três dias úteis da data em que tais relatórios forem distribuídos,<sup>721</sup> ficando essa responsável por encaminhar à CVM, trimestralmente, relatório sobre a possível inobservância das normas a eles aplicáveis.<sup>722</sup>

#### *4.7.3 Informações prestadas pelas entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários.*

As entidades administradoras de mercados de bolsa e de balcão organizado exercem, também, importante função informacional no âmbito do mercado de valores mobiliários, sendo objeto, de diversas obrigações a esse respeito nos termos da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 (ICVM 461).

Além de tradicionalmente atuar como uma das principais disseminadoras das informações prestadas pelos emissores de valores mobiliários, inclusive por imposição do ICVM 461,<sup>723</sup> as entidades administradoras dos mercados de bolsa e de balcão organizado são obrigadas a prestar diversas informações sobre os negócios travados em seus ambientes e sistemas, principalmente com relação à divulgação dos preços praticados.

Como regra geral, a ICVM 461 estabelece<sup>724</sup> que os ambientes ou sistemas de

---

<sup>718</sup> Cf. artigo 16 ICVM 483.

<sup>719</sup> Cf. artigo 17 da ICVM 483.

<sup>720</sup> O credenciamento dos analistas de investimento compete à Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC).

<sup>721</sup> Cf. artigo 19 da ICVM 483.

<sup>722</sup> Cf. artigo 11 da ICVM 483.

<sup>723</sup> Cf. artigo 62, IV da ICVM 461.

<sup>724</sup> Cf. artigo 50 da ICVM 461.

negociação de valores mobiliários mantidos pelas entidades administradores de mercados de bolsa e de balcão organizado devem assegurar a transparência das ofertas e operações realizadas e propiciar uma adequada formação de preços.

Nos caso específico dos mercados de bolsa, a norma estabelece<sup>725</sup> que seus respectivos ambientes ou sistemas de negociação devem possuir características, procedimentos e regras de negociação, previamente estabelecidos e divulgados, que permitam, permanentemente:

- (i) a regular, adequada e eficiente formação de preços;
- (ii) a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; e
- (iii) a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo ativos ali negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e formação de preços.

Com relação especificamente a divulgação de informações, o ICVM 461<sup>726</sup> estabelece que as entidades administradores de mercado de bolsa e de balcão organizado devem divulgar, pelo menos, as seguintes informações relativas aos mercados sob sua administração:

- (i) características, regras e manuais de funcionamento e operação;
- (ii) informações sobre as características de cada valor mobiliário admitido à negociação;
- (iii) informações sobre as operações realizadas e respectivos preços;
- (iv) informações eventuais e periódicas recebidas dos emissores dos valores mobiliários admitidos à negociação;
- (v) na abertura de cada pregão diário, o preço mínimo, máximo, médio ponderado, de referência ou de ajuste e de fechamento, bem como as quantidades negociadas no pregão anterior; e
- (vi) relação atualizada das pessoas autorizadas a operar em cada um de seus mercados.

No caso dos mercados de bolsa, a ICVM 461 estabelece<sup>727</sup> que a entidade administradora deve tornar públicas de forma contínua, ao longo dos pregões diários, no mínimo, as informações sobre cada negócio realizado, incluindo preço, quantidade e horário, com no máximo quinze minutos de atraso, e o resumo das operações realizadas na

---

<sup>725</sup> Cf. artigo 73 da ICVM 461.

<sup>726</sup> Cf. artigo 62 da ICVM 461.

<sup>727</sup> Cf. artigo 76 da ICVM 461.

bolsa deve constar em seu boletim diário de informações, que deve ser disponibilizado em sua página na rede mundial de computadores.

Além das obrigações informacionais acima mencionadas, as bolsas de valores frequentemente estabelecem índices que representam carteiras teóricas de valores mobiliários, selecionadas por critérios de liquidez, participação nos negócios travados, adoção de práticas de governança corporativas, aspectos setoriais, de sustentabilidade, entre outros. A divulgação diária do comportamento desses índices também constitui relevante informação na esfera do mercado de valores mobiliários, na medida em que permite aferir o comportamento geral do mercado, ou de setores desses, ao longo do tempo.

## CAPÍTULO 5 – REFLEXÕES ACERCA DO REGIME DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOB UMA PERSPECTIVA FUNCIONAL

### 5.1 ASPECTOS INTRODUTÓRIOS

Após a apresentação do amplo arcabouço legal e regulatório que conforma o regime de *disclosure* ao qual as companhias abertas brasileiras estão sujeitas, cumpre realizar um diagnóstico do aludido regime à luz da multiplicidade de funções as quais se destina, a partir da abordagem analítica proposta no Capítulo 3. Diante das deficiências contatadas, serão apresentadas algumas sugestões de aprimoramento.

### 5.2 UNIFICAÇÃO DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS NAS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO E NO MERCADO SECUNDÁRIO

Conforme mencionado no Capítulo 4, a recente reforma regulatória promovida no regime informacional aplicável às companhias abertas brasileiras a partir da edição da ICVM 480 inseriu-se no bojo de um declarado esforço regulatório de padronização do nível de informações regularmente prestadas pelos emissores de valores mobiliários (consideradas, naquele momento, insatisfatórias) e aquelas que eram divulgadas nos prospectos das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, bem como de conferir maior celeridade ao processo de registro dessas ofertas.<sup>728</sup>

A ideia central, a partir da instituição do Formulário de Referência, foi reunir, em um único documento, todas as informações a respeito dos emissores registrados perante a CVM, servindo, portanto, como uma fonte centralizada de informações na esfera do mercado secundário, a ser incorporado por referência aos prospectos, quando da realização de ofertas públicas de distribuição.

Preocupação semelhante acometeu à SEC, no mercado de valores mobiliários norte-americano, ao final da década de 1970, diante da percepção de que a administração de dois regimes de divulgação de informações diversos, um relativo às ofertas públicas de distribuição, instituído pelo *Securities Act* de 1933, e outro direcionado à divulgação contínua de informações no mercado secundário, nos termos do *Securities Exchange Act*

---

<sup>728</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública n° 07/08*, p. 2, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

de 1934<sup>729</sup>, levava a inconsistências e deficiências nas informações exigidas em ambos, bem como a ineficiências nos processos de registro de ofertas públicas de distribuição realizadas por emissores já sujeitos às obrigações informacionais aplicáveis ao mercado secundário.<sup>730</sup>

Uma provável explicação para esse fenômeno, que também se aplica ao regime informacional brasileiro, reside em aspectos particulares atinentes às ofertas públicas de distribuição, nas quais (i) ocorre um imenso esforço de colocação dos valores mobiliários, por meio de uma efetiva pressão de venda junto ao público investidor, promovendo a captação da poupança popular disponível; e (ii) se verifica um interesse direto da companhia (no caso das ofertas primárias) ou de seus acionistas controladores e administradores (no caso das ofertas secundárias) na operação, que receberão seus resultados financeiros, o que poderia ser considerado um incentivo adicional à prestação de informações tendenciosas, distorcidas ou a omissão de informações negativas, em comparação com aqueles existentes no mercado secundário.<sup>731</sup>

Assim, não obstante sob a perspectiva da tomada de decisão de investimento a necessidade informacional dos investidores seja a mesma nas distribuições públicas e do

---

<sup>729</sup> Não obstante pareça evidente que as informações divulgadas no mercado secundário e aquelas exigidas quando da realização de distribuições públicas deveriam ser, de alguma forma, integradas, de modo que a companhia pudesse se beneficiar das divulgações periódicas feitas como requisito para admissão à negociação de seus valores mobiliários no mercado secundário, essa constatação foi feita, na esfera do mercado de valores mobiliários norte-americano, apenas no final da década de 1966, por M. COHEN, que, acerca dos diferentes regimes informacionais previstos no *Securities Act* de 1933 e no *Securities Exchange Act* de 1934, observou: “*It is my thesis that the combined disclosure requirements of these statutes would have been quite different if the 1933 and 1934 Acts (the latter as extended in 1964) had been enacted in opposite order, or had been enacted as a single, integrated statute - that is, if the starting point had been a statutory scheme of continuous disclosures covering issuers of actively traded securities and the question of special disclosures in connection with public offerings had then been faced in this setting. Accordingly, it is my plea that there now be created a new coordinated disclosure system having as its basis the continuous disclosure system of the 1934 Act and treating "1933 Act" disclosure needs on this foundation*” (COHEN, Milton. *Truth in Securities Revisited*. *Harvard Law Review*. Cambridge: The Harvard Law Review Association, v. 79, 1966, p. 1341-1342).

<sup>730</sup> Nesse sentido, J. COFFE e H. SALE afirmam: “*In fact, the SEC came slowly to accepting this idea of integrating the disclosures required under the 1933 and 1934 Acts. Over its first four decades, the SEC administered the two statutes independently, and as a result separate and distinct disclosure systems evolved under each. This dual system spawned sometimes inconsistent interpretations, and each disclosure document – registration statement, periodic report, and proxy statement – had its own requirements, definitions, and instructions, with little standardization being sought. In particular, the financial statements used in 1933 Act documents could differ from those used in 1934 Act document*” (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 140).

<sup>731</sup> A esse respeito, J. COFFE e H. SALE afirmam: “*(...) the issuer has a fair greater incentive to deceive when it is selling stocks (and will receive the proceeds) in the primary offering than when the only trading is between investors in the secondary market. For this reason, the Securities Act of 1933 places liability without proof of fault on third parties (underwriters, experts, directors, and accountants) in order to give them a strong incentive to test the adequacy of the issuer's disclosures*” (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 144).

mercado secundário, essas particularidades levaram naturalmente ao recrudescimento dos requisitos informacionais aplicáveis às ofertas, bem como do próprio nível de exigência do regulador no processo de registro dessas.

É de se notar, também, que o arcabouço regulatório norte-americano se diferencia sensivelmente do brasileiro no que diz respeito à imposição de obrigações informacionais contínuas às companhias abertas.

Nos termos da LMVM e da ICVM 480, as obrigações informacionais contínuas (periódicas e eventuais) estão associadas ao registro do emissor perante a CVM, que, por sua vez, é requisito para a realização de ofertas públicas de distribuição (sujeita a registro próprio) e para a admissão à negociação dos valores mobiliários de sua emissão nos mercados secundários.

O *Securities Exchange Act* de 1934, por sua vez, adota sistemática diversa com relação às obrigações informacionais contínuas. Nos termos do diploma, referidas obrigações se aplicam aos emissores que (i) tenham realizado ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários sujeitas a registro perante a *SEC*<sup>732</sup> (*Section 15(d)*); ou (ii) possuem pelo menos um tipo de espécie ou classe de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsas de valores nacionais (*Section 12(b)*); ou (iii) possuem ativos em valores superior a dez milhões de dólares norte americanos e pelo menos um tipo ou classe de valores mobiliários detido por mais de dois mil investidores ou mais de quinhentos investidores não sofisticados, conforme definido pela *SEC* (*Section 12(g)*).<sup>733</sup>

Dado que a prestação contínua de informações periódicas e eventuais associa-se essencialmente à existência de um mercado secundário para os valores mobiliários de determinado emissor, a regulação norte-americana, por um lado, torna-a compulsória apenas quando esse mercado existir efetivamente (no caso da listagem em bolsa de valores) ou puder ser presumido, dado o porte da companhia e a quantidade de titulares dos seus valores mobiliários (neste último caso, independentemente da vontade companhia).

Em contrapartida, nos termos do *Securities Exchange Act* de 1934, as aludidas obrigações informacionais deixam de existir (i) com relação às companhias que tenham realizado oferta pública de distribuição de valores mobiliários registrada perante a *SEC*, na hipótese de esses passarem a ser detidos por menos de trezentos investidores (*Section*

---

<sup>732</sup> Conforme já mencionado, a regulação norte-americana adota critérios objetivos na definição de ofertas sujeitas a registro perante o regulador e aquelas para as quais referido registro é excepcionado.

<sup>733</sup> Esse critério foi recentemente alterado pela *Section 501* do *Jumpstart Our Business Startups Act (Jobs Act)*, de 2012.

12(g)); (ii) com relação aos demais casos, na hipótese de deslistagem da bolsa de valores ou caso o valor dos ativos detidos pela companhia passe a ser inferior a dez milhões de dólares norte-americanos ou os valores mobiliários de sua emissão passem a ser detidos por menos de dois mil investidores ou de quinhentos investidores não sofisticados (*Section 15(d)*).

Trata-se, portanto, de orientação regulatória que busca efetivamente ponderar os ônus (tanto para a companhia quanto para o regulador) e vantagens da prestação informacional contínua, em função da possibilidade de existência de um efetivo mercado secundário para os valores mobiliários de determinada companhia, diversa daquela adotada no mercado de valores mobiliários brasileiro, onde a sujeição às obrigações informacionais contínuas (i) é sempre voluntária e depende da intenção da companhia em obter registro de emissor perante a CVM (visando a realização de uma distribuição pública e/ou a admissão à negociação de seus valores mobiliários no mercado secundário); e (ii) permanece vigente até que o referido registro seja efetivamente cancelado (voluntariamente ou de ofício), independentemente da efetiva existência ou não de um mercado secundário para os seus valores mobiliários.

Dessa forma, a integração das obrigações informacionais no mercado de valores mobiliários norte-americano foi estruturada de modo a contemplar a realidade de que alguns emissores podem automaticamente deixar de sujeitar-se às regras de prestação contínua de informações impostas pelo *Securities Exchange Act* de 1934. Adicionalmente, ao contrário do verificado no Brasil, a integração do regime informacional se deu, naquele mercado, de modo paulatino.

Inicialmente, foi feito um esforço de harmonização das informações nas ofertas públicas de distribuição e no mercado secundário, incluindo a exigência de divulgação anual dos comentários da administração sobre as demonstrações financeiras.<sup>734</sup> Posteriormente, instituiu-se a simplificação dos prospectos das ofertas a partir da incorporação, por referência, das informações periodicamente divulgadas pelos emissores registrados sob o *Securities Exchange Act* de 1934.<sup>735</sup>

Contudo, esse benefício não estava disponível a todas as companhias, que foram inicialmente divididas em três categorias distintas,<sup>736</sup> de acordo com o grau de disseminação das informações a seu respeito no ambiente de mercado, quais sejam (i) companhias

---

<sup>734</sup> Exigido nos termos do Item 303 da *Regulation S-K*.

<sup>735</sup> Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 140-143.

<sup>736</sup> Conforme previsto no *Securities Act Release n° 6383 (1982)*.

amplamente acompanhadas por analistas; (ii) companhias sujeitas às regras de divulgação contínua de informações instituídas pelo *Securities Exchange Act* de 1934 há mais de três anos, mas que não eram amplamente acompanhadas por analistas; e (iii) companhias sujeitas às regras de divulgação contínua de informações instituída pelo *Securities Exchange Act* de 1934 a menos de três anos.<sup>737</sup>

Quando da realização de ofertas públicas de distribuição, a primeira categoria poderia utilizar-se de um prospecto bastante reduzido (conhecido como *short form registration statement*), restrito apenas às informações específicas dos valores mobiliários a serem ofertados e incorporando, por referência, as informações sobre a companhia divulgadas continuamente sob o regime previsto no *Securities Exchange Act* de 1934, em sistemática bastante similar à atualmente vigente no mercado de valores mobiliários brasileiro nos termos da ICVM 480 e da ICVM 400.

A segunda categoria (que posteriormente foi abolida), beneficiar-se-ia de um prospecto híbrido, que incorporaria por referência parte das informações sobre a companhia divulgadas continuamente, com algumas novas inclusões no prospecto, enquanto a terceira categoria deveria apresentar um prospecto completo, contendo todas as informações acerca da oferta e da companhia.<sup>738</sup>

A adoção desse sistema integrado de divulgação de informações foi declaradamente implementado pela *SEC* tendo por pressuposto teórico a hipótese dos mercados eficientes, assumindo que as informações divulgadas acerca das companhias que se enquadram na primeira categoria já teriam sido avaliadas pelo mercado e incorporadas aos preços dos seus valores mobiliários, não sendo necessária sua repetição quando da realização das ofertas públicas de distribuição.<sup>739</sup>

Esses critérios foram paulatinamente flexibilizados ao longo dos anos, de modo que atualmente o *short registration form* pode ser utilizado por qualquer companhia que (i) possua ações em circulação com direito a voto com valor de mercado superior a setenta e cinco milhões de dólares norte-americanos (no caso de ofertas públicas primárias subscritas em dinheiro), independentemente do valor da oferta; e (ii) companhias que

---

<sup>737</sup> Cf. CLARK, Robert Charles. Op. cit. p. 750-751.

<sup>738</sup> Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 146.

<sup>739</sup> Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 142. É de se notar que, nesse sentido, o *Securities Act Release n° 6383 (1982)* mencionava: “*Form S-3, in reliance on the efficient market theory, allows maximum use of incorporation by reference of Exchange Act reports and requires the least disclosure to be presented in the prospectus and delivered to investors*” (reproduzido em COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 142).

estejam sujeitas ao regime de prestação contínua de informações previsto no *Securities Act* de 1934 por pelo menos doze meses, tenham cumprido tempestivamente com suas obrigações informacionais e sejam listadas em alguma bolsa de valores nacional, desde que não tenha ofertado, ao longo dos últimos doze meses, valor mobiliário em montante que exceda a um terço do valor de mercado de suas ações com direito a voto em circulação.<sup>740</sup>

As companhias que preenchem os critérios de elegibilidade para utilização do *short form registration* podem, ainda, beneficiar-se de um “registro de prateleira” (*shelf registration*) para suas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários,<sup>741</sup> baseado em um conceito similar ao dos programas de distribuição previstos na ICVM 400.<sup>742</sup>

O regime norte-americano prevê, também, procedimento de registro automático de oferta para um determinado grupo de emissores tidos como bem conhecidos pelo mercado (“*Well-Known Seasoned Issuers*”), conceito que, conforme mencionado, inspirou a ICVM 400 e ICVM 480 com relação aos chamados emissores de grande exposição ao mercado.<sup>743</sup>

Entretanto, ao contrário do verificado no mercado de valores mobiliários norte-americano, onde a integração dos regimes informacionais atinentes às ofertas públicas e aos mercados secundários representou redução de custos para os emissores e maior celeridade no processo de registro das ofertas públicas de distribuição de ações,<sup>744</sup> o objetivo de simplificar referido processo, amplamente declarado quando da elaboração e discussão acerca da ICVM 400 ainda não foi devidamente atingido.

Isso devido, nos termos dos ICVM 400<sup>745</sup>, aos documentos relativos ao registro de emissor (incluindo o Formulário de Referência, que é reentregue nessa ocasião, e as demonstrações financeiras) serem revisados pela CVM concomitantemente ao prospecto e demais documentos da oferta, de modo que não há otimização relevante do processo de análise efetuado pela autarquia em decorrência da redução do prospecto e da respectiva incorporação das informações contidas no Formulário de Referência, que,

---

<sup>740</sup> Cf. *Securities Act Release n° 8812 (2007)*.

<sup>741</sup> Cf. *Rule 415*.

<sup>742</sup> Cf. artigos 11 a 13-F da ICVM 400.

<sup>743</sup> Entretanto, à luz da regulamentação norte-americana, esses emissores também são obrigados a apresentar um “registro de prateleira” (semelhante ao programa de distribuição previsto na ICVM 400) para beneficiar-se do registro automático das ofertas, requisito que não é exigido, no caso brasileiro, nos termos da ICVM 400. Por outro lado, os critérios para qualificar-se como um *Well-Known Seasoned Issuers* são menos rigorosos dos que os previstos na ICVM 480 com relação aos emissores de grande exposição ao mercado, bastando, para tanto, possuir ações em circulação em valor superior a setecentos milhões de dólares norte americanos, ou ter emitido valores mobiliário representativos de dívida não conversíveis em valor superior a um bilhão de dólares norte-americanos (Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 152).

<sup>744</sup> Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 147-148 e CLARK, Robert Charles. Op. cit. p. 750-751.

<sup>745</sup> Cf. artigos 8° e 9° da ICVM 400.

consequentemente, não cumpre plenamente a função de *shelf registration document* à qual originalmente se propunha, exceto com relação aos chamados emissores de grande exposição ao mercado<sup>746</sup>.

De modo a conferir essa maior celeridade, a melhor alternativa seria estabelecer alguns critérios de elegibilidade com relação aos emissores (em função, por exemplo, de seu porte, volume financeiro de ações em circulação, tempo de registro perante a CVM, nível de cobertura por analistas de investimento etc.) com relação aos quais se dispensaria a revisão das informações atinentes ao registro de emissor quando da realização de ofertas públicas de valores mobiliários, que seria feita pela autarquia em período imediatamente após a entrega anual desses documentos. Trataria-se, portanto, de regime intermediário entre o aplicável aos emissores em geral e aquele aplicável aos emissores de grande exposição ao mercado, com relação aos quais o registro de oferta pública é concedido automaticamente, nos termos do artigo 6-A da ICVM 400

Assim, com relação a esses emissores, o procedimento de análise e revisão da autarquia, quando da realização de ofertas públicas de distribuição, recairia apenas sobre as informações constantes do prospecto, podendo, inclusive, ser feita em prazo menor ao estabelecido nos artigos 8º e 9º da ICVM 400.<sup>747</sup>

Apesar da integração dos regimes informacionais aplicáveis às ofertas públicas de distribuição e às obrigações periódicas e eventuais no mercado secundário, adotada a partir da edição de ICVM 480, persistem, ainda, alguns mecanismos aptos a incrementar a qualidade das informações prestadas no âmbito das ofertas, considerando as peculiaridades que envolvem esse tipo de operação tanto sob a perspectiva do ofertante, quanto dos investidores, conforme acima explorado.

Enquanto que a responsabilidade pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações continuamente disponibilizadas pelas companhias abertas sob a égide da ICVM 480 é exclusivamente de seus administradores (e, com relação às

---

<sup>746</sup> Não se pode ignorar, entretanto, que a partir da implementação do Formulário de Referência pela ICVM 480, parte das informações que eram preparadas pelas companhias abertas apenas quando da realização de ofertas públicas de distribuição passaram a ser divulgadas continuamente, o que certamente facilita o processo de organização das mesmas quando da realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, quando é necessário, apenas, atualizá-las. Adicionalmente, quanto à celeridade do processo de registro das ofertas de distribuição de valores mobiliários realizadas por companhias já registradas perante a CVM, não se pode ignorar os efeitos benéficos trazidos pela celebração de importante convênio entre a autarquia e a ANBIMA, implementado por meio da edição da Instrução CVM 471, de 08 de agosto de 2008, que prevê procedimento simplificado de registro de ofertas públicas subsequentes de distribuição de valores mobiliários perante a CVM, nas hipóteses em que a mesma for objeto de análise prévia pela ANBIMA.

<sup>747</sup> Podendo-se utilizar, exemplificativamente, os prazos reduzidos aplicáveis às ofertas objeto de programas de distribuição de valores mobiliários, nos termos do artigo 13, §3º da ICVM 400.

demonstrações financeiras, também dos auditores independentes, dentro do limite de sua atuação), nas ofertas públicas de distribuição há também o dever de diligência por parte das instituições intermediárias com relação à checagem dessas informações, inclusive aquelas constantes do Formulário de Referência e incorporadas ao prospecto.<sup>748</sup> cuja quebra poderá ensejar responsabilização dos mesmos.

Não obstante a ICVM 400 expressamente estenda o dever de diligência das instituições intermediárias às informações acerca do emissor incorporadas ao prospecto a partir do Formulário de Referência, a questão que se coloca é se o processo de verificação e auditoria das informações (*due diligence*), tradicionalmente conduzido pela instituição intermediária líder no âmbito das ofertas públicas de distribuição em cumprimento da obrigação prevista no artigo 56, §1º da ICVM 400 será feito com a mesma assiduidade, garantindo assim a qualidade das informações prestadas.<sup>749</sup>

Esse tópico gerou intensos debates no mercado de valores mobiliários norte-americano após a integração dos regimes informacionais e a adoção do *short registration form* e, principalmente, após a edição da *Rule 415*, que instituiu a possibilidade do “registro de prateleira” (*shelf registration system*) para as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Naquele país, não obstante o reconhecimento de que referidas medidas tornaram o processo de registro de ofertas públicas de distribuição mais céleres e eficientes, questionou-se em que medida esse incremento na velocidade com que as ofertas públicas de distribuição passariam a ser analisadas e registradas pela *SEC* e realizadas junto ao público investidor não prejudicaria a capacidade das instituições intermediárias conduzirem a verificação e checagem das informações prestadas, principalmente aquelas a respeito do emissor, incorporadas por referência ao *short registration form*.<sup>750</sup>

---

<sup>748</sup> Cf. artigo 56, §1º da ICVM 400.

<sup>749</sup> A esse respeito, sobre o sistema introduzido pela ICVM 480 e pela ICVM 482, A. ARAGÃO afirma: “Esse sistema certamente trará desafios novos em termos de responsabilidade do ‘underwriter’. Se, por um lado, ganha-se celeridade na concessão do registro de distribuição ao se permitir a incorporação por referência ao prospecto de informações periódicas prestadas pela companhia, por outro lado, as instituições intermediárias passarão a ter cada vez menos tempo para atender ao seu dever de diligência na revisão das informações no prospecto” (Cf. ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 236).

<sup>750</sup> No mercado de valores mobiliários norte-americano, os próprios bancos de investimento demonstraram preocupação e insatisfação com as medidas, especialmente com relação à possibilidade da concessão do “registro de prateleira”, sob o argumento de que permaneceriam expostos ao rígido regime de responsabilidade imposto pela *Section 11* do *Securities Act* de 1933 sem possuir, contudo, tempo suficiente para conduzir satisfatoriamente o processo de *due diligence* (Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 147). A respeito dessa questão, M. Fox considera que essas medidas são indesejáveis, pois afetam adversamente a qualidade das informações prestadas no âmbito das ofertas, em virtude do inerente prejuízo ao processo de *due diligence* conduzido pelas instituições intermediárias nestas situações, o que tornaria os

À época, a *SEC* pronunciou-se com o intuito de esclarecer que o regime integrado de divulgação de informações destinava-se a simplificar as obrigações informacionais e evitar a repetição ou reapresentação de informações que já haviam sido disponibilizadas, e não alterar as funções e obrigações específicas dos participantes das ofertas públicas de distribuição atribuídas pelo *Securities Act* de 1933.<sup>751</sup>

Dessa forma, as instituições intermediárias deveriam continuar conduzido as verificações e investigações necessárias com relação às informações disponibilizadas, ainda que elaboradas, continuamente, por terceiros que não as próprias instituições intermediárias e incorporadas aos prospectos por referência.<sup>752</sup> Ademais, o ganho de celeridade com relação ao registro e efetivação da oferta não deveria, na visão do regulador norte-americano, atrapalhar o processo de *due diligence* das instituições intermediárias nas ofertas, haja vista que o mesmo é conduzido previamente à formulação do respectivo pedido de registro, sendo, portanto, irrelevante, para sua profundidade, a celeridade com que o registro é concedido.<sup>753</sup>

Nesse ponto, o regime proposto pela ICVM 400 e pela ICVM 480 parece não afetar adversamente a profundidade do processo de verificação das informações contidas no Formulário de Referência e incorporadas ao prospecto quando da realização de ofertas públicas de distribuição pelas instituições intermediárias, na medida em que, conforme mencionado, o artigo 24, §2º da ICVM 480 exige a reentrega do Formulário de Referência quando do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, atualizado até a data do referido pedido (que, conforme mencionado, será inclusive objeto de análise específica pela CVM), dando, portanto, oportunidade para que, no âmbito dessa atualização do documento, a instituição intermediária da oferta conduza o processo de *due diligence*.

---

eventuais benefícios dela decorrentes inferiores aos prejuízos causados, afirmando: “*The improvement in the quality of information about an issuer that results from underwriter due diligence enhances efficient allocation of resources in the economy. Short form and shelf registration-the heart of the integrated disclosure program-can be expected to reduce the amount of due diligence underwriters perform, and therefore reduce the benefits to the economy that flow from that activity. The real issue concerning due diligence these reforms raise is whether the benefits of the traditional level of underwriter due diligence are worth their accompanying costs*” (FOX, Meritt. Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence- An Economic Analysis. *Virginia Law Review*. Charlottesville: University of Virginia, v. 70, 1984, p. 1032).

<sup>751</sup> Cf. *Securities Act Release n° 6335(1981)* (reproduzido em COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 150).

<sup>752</sup> *Ibidem*.

<sup>753</sup> *Ibidem*.

### 5.3 A UTILIZAÇÃO DA NOÇÃO DE RELEVÂNCIA COMO FILTRO DAS OBRIGAÇÕES INFORMACIONAIS

Conforme já mencionado, a noção de relevância serve como importante limitador às obrigações de divulgação de informações no mercado de valores mobiliários.<sup>754</sup>

A adequada utilização desse filtro beneficia, simultaneamente (i) os emissores, que ficam desobrigados de incorrer nos custos associados à elaboração e divulgação de informações que não possuem qualquer importância para os investidores, para os reguladores e para o mercado de modo geral; (ii) os investidores, que podem concentrar seus esforços e dispor de seu tempo e recursos apenas para processar, interpretar, e verificar as informações que lhe são efetivamente úteis; e (iii) os reguladores, que podem direcionar seus esforços no acompanhamento e fiscalização das informações que realmente importam ao hígido funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Adicionalmente, ao reconhecermos que diversas limitações cognitivas acometem os investidores com relação às suas decisões no mercado de valores mobiliários, maximizadas pelos efeitos adversos causados pelo excesso de informação e suas consequências, a noção de relevância como filtro das obrigações informacionais adquire importância ainda maior.<sup>755</sup>

Assim, pode-se afirmar que a correta utilização da noção de relevância opera, simultaneamente, função (i) propagadora das informações efetivamente úteis no mercado de valores mobiliários e de interesse dos seus participantes; e (ii) retentora das informações desnecessárias cuja divulgação representa apenas custo para as companhias e para os investidores, dado o efeito deletério causado pelo excesso de informação e a consequente necessidade de gastar tempo e recursos com dados inúteis.

O juízo acerca da relevância e materialidade das informações deve ser feito desde o momento da definição do conteúdo das obrigações informacionais pelos reguladores, dada a opção regulatória predominante de se definir, *a priori*, um conjunto mínimo de informações que devem ser disponibilizadas como requisito para acesso e permanência no mercado de valores mobiliários. O mesmo juízo deve ser feito pelas companhias no momento da divulgação das informações, quer seja quando da disponibilização desse conteúdo informacional mínimo exigido, quer seja na hipótese em que essa reflexão é mais

---

<sup>754</sup> Cf. CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 29.

<sup>755</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 27.

explícita, quando da decisão por divulgar determinadas informações eventuais que configuram fatos relevantes à luz da legislação e regulamentação aplicável.

Ao contrário do que ocorre no direito brasileiro, a partir da definição contida no artigo 157, §4º da LSA, não há qualquer definição de fato ou ato relevante presente na legislação norte-americana, sendo que referido conceito foi, naquele país, desenvolvido a partir da construção jurisprudencial.

O precedente jurisprudencial que consolidou a noção de informação relevante no mercado de valores mobiliários norte-americano foi o caso *TSC Industrie Inc. vs. Northway*, que estabeleceu que uma determinada informação será considerada relevante quando existir uma considerável possibilidade de sua divulgação ser reputada, por um investidor razoável,<sup>756</sup> como capaz de alterar significativamente o conjunto total de informações disponíveis acerca de um determinado emissor.<sup>757</sup>

Dessa forma, foi rejeitada a ideia de se aplicar uma linha divisória objetiva (orientação que persiste até a atualidade)<sup>758</sup> entre o que seria relevante ou não, a partir de

<sup>756</sup> S. Choi e A. Pritchard afirmam que não obstante todos os problemas que a subjetividade da noção de "investidor razoável" apresenta ao conceito de relevância (e da clara influência da teoria da escolha racional nessa definição), seria difícil estabelecer outro parâmetro, pois esse enfoque se justifica na medida em que (i) para o investidor irrazoável, a informação muitas vezes não importa; e (ii) é impossível prever os diferentes níveis e graus de irrazoabilidade dos investidores, para, então, tentar conferir uma proteção mais ampla (Cf. CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 31).

<sup>757</sup> "The general standard of materiality that we think best comports with the policies of Rule 14a-9 is as follows: An omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote. This standard is fully consistent with Mills general description of materiality as a requirement that "the defect have a significant Propensity to affect the voting process." It does not require proof of a substantial likelihood that disclosure of the omitted fact would have caused the reasonable investor to change his vote. What the standard does contemplate is a showing of a substantial likelihood that, under all the circumstances, the omitted fact would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder. Put another way, there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the "total mix" of information made available" (429 U.S. 810; 97 S. Ct. 48; 50 L. Ed. 2d 70; 1976 U.S. LEXIS 2354).

<sup>758</sup> Essa ideia foi recentemente reafirmada pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América no âmbito do caso *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano* (2011), conforme ementa a seguir: "This case presents the question whether a plaintiff can state a claim for securities fraud under §10(b) of the Securities Exchange Act of 1934, 48 Stat. 891, as amended, 15 U. S. C. §78j(b), and Securities and Exchange Commission (SEC) Rule 10b-5, 17 CFR §240.10b-5 (2010), based on a pharmaceutical company's failure to disclose reports of adverse events associated with a product if the reports do not disclose a statistically significant number of adverse events. Respondents, plaintiffs in a securities fraud class action, allege that petitioners, Matrixx Initiatives, Inc., and three of its executives (collectively Matrixx), failed to disclose reports of a possible link between its leading product, a cold remedy, and loss of smell, rendering statements made by Matrixx misleading. Matrixx contends that respondents' complaint does not adequately allege that Matrixx made a material representation or omission or that it acted with scienter because the complaint does not allege that Matrixx knew of a statistically significant number of adverse events requiring disclosure. We conclude that the materiality of adverse event reports cannot be reduced to a bright-line rule. Although in many cases reasonable investors would not consider reports of adverse events to be material information, respondents have alleged facts plausibly suggesting that reasonable investors would have viewed these particular reports as material. Respondents have also alleged facts 'giving rise to a strong inference' that Matrixx 'acted with

parâmetros preestabelecidos, de modo que a definição então consolidada teve por objetivo (i) providenciar aos investidores a informação por eles desejada; e (ii) evitar uma definição muito ampla de relevância, que poderia inundá-los de informações desnecessárias e, ao mesmo tempo, impor custos desnecessários ao emissor e aos próprios investidores.<sup>759</sup>

De qualquer forma, é evidente que a subjetividade do conceito de relevância é problemática para as companhias, pois depende de um juízo individual sobre o teor da informação, conforme abordado no Capítulo 4.5, com relação ao conceito previsto na LSA e na ICVM 480, que, em alguns casos, pode não corresponder à realidade, aumentando o risco de responsabilização pela omissão ou divulgação inadequada.

Uma maneira de mitigar os efeitos da subjetividade do conceito de materialidade seria estabelecer alguns padrões referenciais quantitativos como filtro para o dever de divulgar determinadas informações, que funcionam como uma espécie de presunção de relevância. São as chamadas *rules of thumb*, que vinculam a noção de relevância a determinados valores referenciais, como, por exemplo, impacto de um negócio ou contingência com relação a um percentual da receita, do patrimônio ou do lucro da companhia, entre outros.

Entretanto, a adoção desse tipo de critério é recorrentemente considerada problemática pelo regulador.

Se por um lado, esse tipo de abordagem confere um maior grau de certeza aos emissores com relação às suas obrigações informacionais, permitindo um maior planejamento dessas<sup>760</sup>, por outro, pode favorecer condutas indesejadas por parte dos emissores, administradores e acionistas controladores, delimitando um campo explícito no qual não incide qualquer obrigação informacional.<sup>761</sup> Teme-se, assim, a ocorrência de desvio de condutas com relação a negócios ou eventos que se encontrem abaixo desses parâmetros.<sup>762</sup> Adicionalmente, esse tipo de abordagem ignoraria o fato de que algumas operações ou eventos podem ser quantitativamente ínfimos, mas, entretanto,

---

*the required state of mind.* 15 U. S. C. A. §78u-4(b)(2)(A) (Feb. 2011 Sup.). We therefore hold, in agreement with the Court of Appeals for the Ninth Circuit, that respondents have stated a claim under §10(b) and Rule 10b-5” (131 S. Ct. 1309; 179 L. Ed. 2d 398; 2011 U.S. LEXIS 2416).

<sup>759</sup> Cf. CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 30-31.

<sup>760</sup> Sobre a subjetividade que permeia a definição de informações relevantes no mercado de valores mobiliários norte-americano, H. KRIPKE afirma: “*The feeling that discretionary judgment rather than rules will produce better results may be sound in particular cases, but the expense, uncertainty, and delay caused by the continuous blurring of firm rules is, on balance, unquestionably a drag on the processes of justice and regulation*” (KRIPKE, Homer (1979). Op. cit. p. 47).

<sup>761</sup> Cf. CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 35.

<sup>762</sup> Ibidem.

qualitativamente relevantes.<sup>763</sup>

Outro ponto importante para a noção de relevância desenvolvida no direito norte-americano é a definição do conjunto de informações disponíveis ao mercado.

A definição traz consigo a noção de que caso os investidores já estejam cientes de uma determinada informação, fazer a companhia repeti-la representa um custo desnecessário para essa, bem como uma distração injustificada para os investidores.<sup>764</sup>

Assim, quando a informação já foi de alguma forma divulgada, a repetição posterior dessa pode ser considerada irrelevante, entretanto, é necessário averiguar (i) o quão similar foi a informação anterior com relação a que seria divulgada pela companhia em momento ulterior; e (ii) o local e a forma que a informação anterior foi disponibilizada, posto que a profusão e a reação à informação pode diferir em decorrência da credibilidade de quem a divulgou anteriormente,<sup>765</sup> bem como do grau de profusão do veículo utilizado.

Conforme abordado no Capítulo 4.5 acima, a LSA também optou por uma definição subjetiva de fatos tidos como relevantes, associando-os, entretanto, necessariamente ao potencial de afetar a tomada de decisão de investimento ou o preço dos valores mobiliários, o que não ocorre na definição jurisprudencial norte-americana.

Além da obrigação genérica de divulgar informações tidas como relevantes, nos termos do artigo 157, §4º da LSA e do artigo 2º da ICVM 358, é de se notar que o regime informacional aplicável às companhias abertas brasileiras também faz uso da noção de relevância para filtrar as obrigações informacionais em diversas outras hipóteses, inclusive com relação às obrigações periódicas.

Nesse sentido, o artigo 17 da ICVM 480, conforme já mencionado, estabelece, como regra geral no cumprimento das obrigações informacionais por parte das companhias abertas, o dever de fornecer informações úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos.

Não obstante a referida obrigação também possa ser interpretada de modo a privilegiar uma limitação da funcionalidade do regime de *disclosure*, uma vez que não contempla informações cuja utilidade não esteja associada diretamente à avaliação econômica dos valores mobiliários, verifica-se que a norma buscou valorizar, de alguma forma, a importância exercida pelo filtro da relevância nas prestações informacionais, enquanto limitador do excesso de informação no âmbito do mercado de valores

---

<sup>763</sup> Ibidem.

<sup>764</sup> Cf. CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 42-44.

<sup>765</sup> Ibidem.

mobiliários.

Por outro lado, quando da definição do conteúdo informacional mínimo cuja prestação é obrigatória por meio do preenchimento do Formulário de Referência, a ICVM 480 também se utilizou recorrentemente do aludido filtro, ora com o intuito de limitar a prestação informacional desnecessária,<sup>766</sup> ora com o objetivo de exigir a divulgação de informações adicionais que escapem ao conteúdo mínimo do indicado pela ICVM 480 mas que sejam relevantes, dadas as peculiaridades de cada companhia.<sup>767</sup>

Em adição, conforme mencionado, a noção de relevância integra expressamente os princípios basilares que devem ser seguidos com relação à elaboração e divulgação das demonstrações financeiras à luz do *IFRS*.

Na esfera das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, o regime regulatório brasileiro também reconhece a utilidade da noção de relevância como filtro das obrigações informacionais aplicáveis a essa modalidade de operação, haja vista a exigência, nos termos do artigo 56, §5º da ICVM 400, de o ofertante e a instituição líder declararem formalmente que o prospecto contém as informações relevantes necessárias ao conhecimento pelos investidores da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da emissora, suas atividades, sua situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes.<sup>768</sup>

Verifica-se, portanto, que o regime regulatório utiliza-se largamente da noção de relevância como elemento modulador das obrigações informacionais, quer seja para exigir a prestação adicional de informações que não são expressamente exigidas, quer seja para limitar a divulgação de informações inúteis que somente representam custos para as companhias abertas, para o regulador e para os destinatários das mesmas.

Contudo, não obstante os instrumentos normativos acima mencionados, a adequada utilização desses filtros no processo de divulgação de informações pelas companhias se demonstra, na prática, problemática.

---

<sup>766</sup> Como é o caso das informações exigidas nos seguintes itens do Formulário de Referência: 4.2, 4.3, 4.5, 4.6, 5.3, 6.6, 7.5, 7.6, 7.8, 9.1, 10.1(f), 10.1(h), 10.2(a), 10.3, 10.4(a), 10.4(b), 10.5, 10.7(b), 10.8, 10.10(b), 12.10(c), 14.2, 15.6, 22.1, 22.2 e 22.3.

<sup>767</sup> Como é o caso das informações exigidas nos seguintes itens do Formulário de Referência: 2.3, 3.9, 4.7, 5.4, 6.7, 7.9, 8.4, 9.2, 10.11, 12.12, 13.16, 15.7, 17.5, 18.1(h), 18.1(j), 18.10, 19.4, 20.3, 21.4 e 22.4.

<sup>768</sup> Com relação à limitação da definição de informação relevante contida no artigo 2º da ICVM 358 às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, A. Aragão afirma: “*Como se sabe, a Instrução 358, de 3.1.2002, busca estabelecer o que se deve entender por ‘fato’ ou ‘informação relevante’, mas esse conceito está voltado para as negociações realizadas com valores mobiliários em mercados secundários, não se aplicando, em princípio, às distribuições públicas primárias ou secundárias*” (Cf. ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 235).

Em primeiro lugar, é evidente que a ausência de parâmetros objetivos para definição de informação relevante, não obstante tenha grande utilidade na prevenção de condutas ardilosas e confira maior maleabilidade e completude ao regime informacional, incentiva, simultaneamente, a divulgação excessiva de informações.

Isso porque, diante da eventual incerteza resultante da subjetividade associada à qualificação de uma informação como relevante e do risco de responsabilização por sua eventual não divulgação, as companhias tenderão naturalmente a adotar uma postura mais conservadora, divulgando uma maior quantidade de informações em caso de dúvida, com o intuito de eximir-se da responsabilidade.<sup>769</sup>

Se, por um lado, o risco de ser sancionado em decorrência da ausência de informações é real, o risco de o mesmo ocorrer em decorrência da divulgação de informações pouco úteis é remoto, exceto se essas se demonstrarem falsas, imprecisas ou tendenciosas (na hipótese, por exemplo, de operações de manipulação de preço), ou forem utilizadas deliberadamente para induzir os investidores a erro,<sup>770</sup> mesmo que, conforme mencionado, o artigo 17 da ICVM 480 exija que as informações divulgadas pelas companhias sejam úteis.

Adicionalmente, a divulgação excessiva de informações inúteis pode contribuir para que aquelas realmente relevantes fiquem escamoteadas (ou, como se costuma dizer, enterradas) em meio às demais, reduzindo-se ou, em alguns casos, até neutralizando sua

---

<sup>769</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 11-12. Em sentido diverso, E. KITCH considera que o risco de responsabilização levará, na verdade, a divulgação de informações em quantidade inferior. Nesse sentido, 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*” (KITCH, Edmund. Op. cit. p. 840-841).

<sup>770</sup> A esse respeito, L. A. De Sampaio Campos afirma: “(...) em princípio, não há sanção pela divulgação de fatos não relevantes como fatos relevantes, desde que as informações sejam reais e não tendenciosas. Esses fatos têm como resultado prático o inconveniente de incentivar o administrador de companhia aberta a divulgar, como fato relevante, informações que não necessariamente o sejam e mesmo a utilização do meio de divulgação como instrumento de ‘marketing’. Não surpreende, por isso, que muitos fatos relevantes divulgados no mercado não tenham qualquer reflexo na cotação ou no volume dos valores mobiliários negociados. Tem-se atribuído a esse fenômeno o nome de ‘hipertrofia do fato relevante’, que passa a ser tratado mais como um veículo de comunicação de informações, independentemente do potencial dessa informação de influir de modo ponderável na conduta do investidor” (SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Op. cit. p. 1188).

utilidade (a ideia de *buried information*).<sup>771</sup> Evidentemente que, com relação a divulgação de fatos relevantes, a LSA e o a ICVM 480 prescrevem forma específica para sua divulgação, de modo que a veiculação da informação de forma ou por modo diverso e, sobretudo, de modo a dificultar seu acesso ou compreensão, implicam evidente infração à legislação e regulamentação aplicável.

Contudo, no tocante às informações periódicas, mormente as contidas no Formulário de Referência, as informações eventuais e aquelas divulgadas nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, o tema merece melhor tratamento.

Apesar desse tipo de conduta ser evidentemente irregular a partir da exegese do artigo 14 da ICVM nº 480<sup>772</sup>, com relação às obrigações informacionais contínuas, e do artigo 38 da ICVM 400,<sup>773</sup> no campo das ofertas públicas de distribuição, ambas as normas apenas prescrevem formas específicas de posicionamento de informações dentro do conjunto informacional para os fatores de risco, que devem ser hierarquizados por ordem de relevância.

Faltam, portanto, regras mais precisas na determinação da forma como as informações relevantes, nesses casos, devem ser apresentadas, haja vista os potenciais efeitos deletérios causados pelo excesso de informação, sobretudo com relação às informações “enterradas”.<sup>774</sup> Em adição, é necessário que a interpretação e aplicação da ICVM 400 e da ICVM 480 evoluam para que as informações “enterradas” sejam consideradas materialmente não apresentadas pelo emissor, sujeitando-os às penalidades advindas do descumprimento das obrigações informacionais ali previstas.

---

<sup>771</sup> Conforme definido por A. Aragão, “A informação ‘enterrada’ é aquela prestada como um mosaico que só possa ser recomposto com grande dificuldade” (Cf. ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 253-254). A esse respeito, S. Choi e A. Pritchard afirmam, com relação ao mercado de valores mobiliários norteamericano: “Too much disclosure may harm investors just as much as too little disclosure might. Too much information may also frustrate investors attempting to find the truly important information. It’s one thing to find a CEO’s salary in a proxy statement of 200 pages, but consider the challenge if this information is buried in a document of 2,000 or 20,000 pages. Indeed, some courts have employed a ‘buried facts’ doctrine under which a disclosure may be deemed false and materially misleading if the material information is buried in a document” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 33).

<sup>772</sup> “Art. 14. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.”

<sup>773</sup> “Art. 38. Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.”

<sup>774</sup> Propostas nesse sentido serão apresentadas no Capítulo 5.5.

## 5.4 ANÁLISE FUNCIONAL DO REGIME OBRIGATÓRIO DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES IMPOSTO ÀS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

### 5.4.1 Aspectos introdutórios

Uma vez apresentadas observações sobre a estrutura do regime informacional aplicável às companhias abertas brasileiras, passemos a analisar em que medida o conjunto de informações exigido atende às múltiplas funções a que se presta o regime de *disclosure* (apresentadas no Capítulo 2), tendo em vista, inclusive, suas limitações (abordadas ao longo do Capítulo 3).

Assim, será abordado, a seguir, em que medida o conjunto informacional exigido atende, individual e especificamente, as funções do regime de *disclosure* atinentes (i) à tomada de decisão dos investidores e a à precificação dos valores mobiliários; (ii) ao monitoramento da conduta corporativa e a redução dos custos de agência na esfera das companhias abertas; e (iii) ao exercício das atividades normativas, fiscalizadora e sancionadora por parte dos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários; bem como, coletivamente (i) ao aumento e manutenção da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários; (ii) à administração do fenômeno da seleção adversa de companhias; e (iii) à viabilização do regime de responsabilização das companhias, ofertantes e instituições intermediárias.

Em primeiro lugar, é importante ressaltar que a caracterização de determinada informação ou conjunto de informações como importantes à tomada de decisão dos investidores e à precificação dos valores mobiliários não significa dizer que essa é irrelevante para o monitoramento da conduta corporativa e para a redução dos custos de agência, e vice-versa.

Obviamente, no limite, toda informação importante para o controle das atividades e do comportamento dos administradores e dos acionistas controladores possui o condão de influenciar a tomada de decisão de investimento e o preço dos valores mobiliários de uma determinada companhia, principalmente se deflagrarem condutas lesivas específicas que importam em perda de valor imediato para as companhias ou uma tendência de comportamentos que, no longo prazo, podem produzir o mesmo efeito.

Da mesma forma, informações que são extremamente relevantes para a tomada de decisão dos investidores com relação à compra ou venda de determinado valor mobiliário e que possuem impacto imediato no preço dos mesmos, costumam conter indicativos importantes sobre o comportamento e a capacidade dos responsáveis pela condução dos negócios da companhia.

Adicionalmente, é evidente que as informações divulgadas pelas companhias são processadas pelos reguladores e autorreguladores em sua atividade fiscalizatória, e são largamente utilizadas em suas atividades normativas. Todavia, algumas delas podem ser de interesse primário desse, sendo menos importante, ou até irrelevante, para o público investidor.

Dessa forma, ao apontar determinada informação como importante para uma ou outra função do regime informacional, não se pretende, de forma alguma, afirmar que essa atende exclusivamente àquela função, mas apenas identificar uma relevância primária e imediata para o atendimento de determinada função, sem ignorar efeitos secundários ou mediatos com relação às demais.<sup>775</sup>

Importante destacar, também, que não obstante sejam feitas ponderações sobre a eficiência do regime informacional, a análise não contempla uma verificação empírica da efetiva utilização das informações pelos destinatários das mesmas ou a quantificação dos custos e benefícios delas advindas, mas sim os potenciais incentivos criados pelo regime regulatório em vigor.

Em adição, ressalta-se que as informações sobre preços e negócios realizados com valores mobiliários, divulgadas pelas entidades administradoras de mercados de bolsa e de balcão organizado por força da ICVM 461, não serão incluídas na análise, pois, apesar de relevantes para a tomada de decisão de investidores (principalmente para aqueles se valem de análise grafistas<sup>776</sup> e para os *high frequency traders*, que, em verdade, utilizam apenas

---

<sup>775</sup> A respeito, M. Guttentag afirma, a respeito da qualificação de informações destinadas a reduzir custos de agência ou permitir a adequada precificação dos valores mobiliários: “(...)many of the mechanisms by which disclosures reduce agency costs are directly mediated by more accurate share prices, and more accurate share prices are the direct result of disclosing accuracy-enhancing information. For example, managers have fewer opportunities to profitably trade the firm's shares if share prices are more accurate. Similarly, the operation of the market for corporate control is facilitated when share prices reflect the value of the company's assets while under current management. Nor is it surprising that information about the firm's economic well-being is helpful in reducing agency costs. Managers can fail investors not just by directly expropriating funds from the firm, but also by inadequately exploiting the business opportunities available to the firm” (Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 162). A esse respeito, vale o exemplo apontado por T. Paredes com relação ao mercado de valores mobiliários norte-americano: “Two disclosure items of particular note when it comes to reducing agency cost are Item 402 of Regulation S-K (dealing with executive compensation) and Item 404 of Regulation S-K (dealing with conflict-of-interest transactions). These disclosures have less to do with valuing the company and more to do with deterring insider misconduct or mismanagement, although there is some overlap between the goal of reducing agency costs and informed investor decision making” (PAREDES, Troy. Op. cit. p. 40).

<sup>776</sup> A análise grafista é justamente aquela que, negando os pressupostos da hipótese dos mercados eficientes, busca correlações entre preços passados e preços futuros dos valores mobiliários negociados. A esse respeito, J. Pinheiro afirma: “A hipótese básica desta análise é que as expectativas dos investidores, a respeito do desempenho de determinada ação, refletem-se no seu comportamento bursátil. Com isso, torna-se possível a realização de previsões de seus movimentos futuros em função de suas oscilações passadas. (...) Podemos dizer que o principal objetivo dessa análise seria a identificação de ‘tendências’ e ‘pontos de reversão’ por

essas informações para direcionar suas ordens de compra e venda de valores mobiliários), não são informações associadas primariamente às companhias tampouco por elas produzidas, escapando, portanto, ao escopo da presente análise.

#### *5.4.2 A importância para a tomada de decisão do investidor e para a eficiência informacional do mercado de valores mobiliários*

##### *5.4.2.1 Considerações iniciais: tipos de investidores e informações importantes para a avaliação dos fundamentos econômicos das companhias*

A função da informação com relação à tomada de decisão do investidor é tradicionalmente reputada como a principal justificativa para a existência de um regime informacional obrigatório no mercado de valores mobiliários, amplamente respaldada pela teoria de escolha racional. Conforme já mencionado, essa decisão pode ser a respeito da compra, venda, ou manutenção de um determinado de valor mobiliário (uma genuína decisão de investimento) ou com relação ao exercício de direitos, políticos ou econômicos, associados a determinado valor mobiliário.

A aceção da funcionalidade da informação com relação à adequada precificação dos valores mobiliários no mercado secundário, ou seja, na promoção de sua eficiência informacional, decorre, por sua vez, da aceitação, ainda que parcialmente, dos pressupostos da hipótese dos mercados eficientes em sua modalidade semiforte, segundo a qual o preço dos valores mobiliários refletem todas as informações disponíveis (ou seja, divulgadas) a seu respeito, que são incorporadas aos referidos preços a partir das decisões informadas tomadas pelos investidores.

Conforme amplamente apresentado no Capítulo 3, a importância da informação com relação à tomada de decisão de investimento e à formação do preço dos valores mobiliários no mercado secundário é fragilizada por alguns elementos operacionais do mercado (e.g. a demora na incorporação de uma determinada informação ao preço de um valor mobiliários em decorrência de sua distribuição inicial, dependente, essencialmente, dos custos de aquisição, processamento e verificação dessa informação, que podem variar, inclusive, em função de sua complexidade), bem como por elementos associados ao próprio comportamento dos investidores com relação à tomada de decisão de investimento, que não é dotado da plena racionalidade pressuposta pela teoria da escolha racional, em

decorrência de diversas limitações cognitivas que os acometem a todo o instante.

Essa realidade explica parcialmente, como visto, a existência de discrepâncias entre o preço de mercado e o valor intrínseco dos valores mobiliários negociados publicamente, oscilações de preço que não guardam qualquer fundamento com as informações disponíveis, bem como a eventual demora na incorporação de um determinado conjunto de informações ao preço de um determinado valor mobiliário, criando efetivas oportunidades de ganho a partir da aquisição e manutenção de ativos subavaliados e alienação de ativos superavaliados. Mas essa não é a única explicação para a constatada ineficiência informacional do mercado de valores mobiliários em determinadas situações.

A tomada de decisão de investimento e a adequada precificação dos valores mobiliários pode ser afetada, também, pelo fato de informações que são essenciais à avaliação dos fundamentos econômicos dos valores mobiliários não serem divulgadas pelas respectivas companhias, não por desatendimento às obrigações informacionais a elas aplicáveis, mas pela não exigência dessas informações pelo regime de *disclosure*.

Cumprindo indagar, portanto, se as informações realmente essenciais aos investidores para a tomada de decisão de investimento e, conseqüentemente, para a adequada precificação dos valores mobiliários são, de fato, exigidas. E diante da constatação de que algumas delas não o são, cumpre ainda questionar se seria razoável as exigir, considerando os custos diretos e indiretos envolvidos em sua divulgação, em face dos reais benefícios obtidos a partir dessa, principalmente em um cenário em que a tomada de decisão de investimento e a precificação dos valores mobiliários é afetada por realidades intrínsecas à estrutura do mercado e ao comportamento dos investidores, que sempre prejudicariam sua otimização.

Para tanto, é essencial identificar quais as informações que são efetivamente importantes para aferição do valor de uma determinada companhia, e, portanto, relevantes para a tomada de decisão de investimento e precificação dos valores mobiliários. Contudo, não se pode deixar de reconhecer que as informações que fundamentam a tomada de decisão de investimento diferem de investidor para investidor, a partir de suas características e estratégias.

Nesse sentido, é importante ressaltar que para uma parcela significativa dos investidores, as informações divulgadas pelo emissor dos valores mobiliários são absolutamente irrelevantes, pois esse define suas estratégias de investimento apenas a partir do comportamento dos preços dos valores mobiliários em um determinado período (que pode, inclusive, ser de milissegundos, no caso dos *high frequency traders*), valendo-se

da chamada análise grafista.

Esse tipo de investidor, que muitas vezes procura obter ganhos apenas a partir da volatilidade dos preços de um determinado valor mobiliário, não possui qualquer interesse nos fundamentos econômicos do emissor e, conseqüentemente, nas informações relevantes para sua aferição, utilizando-se tão somente das informações a respeito de preços, negócios e ordens de compra e venda dos valores mobiliários.

No entanto, não obstante a atividade desse tipo de investidor também exerça influência na precificação de um determinado valor mobiliário (que será maior ou menor, a depender da participação desses nos negócios com valores mobiliários de determinado emissor), a oscilação dos preços por eles operadas é influenciada (também em maior ou menor grau) pelos fundamentos econômicos associados aquele valor mobiliário, a partir das informações divulgadas pelo emissor em decorrência do regime de *disclosure*.

Existem, ainda, investidores que possuem estratégias de curto-prazo, que apesar de não se limitarem a negociar apenas com base no comportamento dos preços, são fortemente influenciados por eles, levando em consideração, entretanto, para suas decisões de compra, venda ou manutenção de determinado valor mobiliário, também as informações divulgadas pelos emissores acerca de seus negócios. É evidente que, nesse caso, o comportamento especulativo e a necessidade de ganhos em períodos curtos minimiza a relevância que os fundamentos econômicos aferidos a partir das informações divulgadas pelos emissores exercem sobre as decisões de investimento desse tipo de investidor.

Os investidores de longo-prazo, por sua vez, tomam decisões de investimento baseadas essencialmente nos fundamentos econômicos associados a um determinado valor mobiliário, atrelados à situação econômico-financeiras do emissor e seu prognóstico, bem como a partir de elementos associados ao seu setor de atuação e a fatores macroeconômicos que influenciam sua atividade.

Assim, esses investidores possuem maior interesse e demanda pelas informações oriundas dos emissores de valores mobiliários, que ocupam papel de relevo em suas estratégias e decisões de investimento, que são definidas e influenciadas por uma análise fundamentalista.

Sem entrar nas complexidades técnicas que envolvem a avaliação econômico-financeira de uma companhia, que fogem ao escopo da presente análise, pode-se afirmar, de modo singelo, que o valor de um determinado ativo em um dado momento será definido a partir da perspectiva de sua rentabilidade futura (seus fluxos de caixa futuros, descontados ao valor presente), que, por exemplo, no caso das ações, podem ser resumidos

na expectativa de distribuição de dividendos (a partir de sua capacidade de geração de lucros) e de valorização de seu preço (a partir do aumento do valor intrínseco do empreendimento a ela subjacente).<sup>777</sup>

Para tanto, é necessário coletar informações que permitam ao investidor realizar uma análise:<sup>778</sup>

(i) das questões macroeconômicas que podem afetar as atividades da companhia (comportamento das taxas de juros, inflação, câmbio, crescimento econômico etc.);

(ii) dos setores de atividade em que a companhia atua (questões legais, regulatórias, ciclo de vida do setor, estruturas de oferta e demanda, exposição à concorrência externa, correlação com a evolução da economia – setores cíclicos, acíclicos ou contracíclicos –, exposição a oscilações de preços, tendências do setor para o curto, médio e longo prazo etc.); e

(iii) dos fundamentos econômicos da companhia propriamente ditos.

Este último elemento, cuja aferição tem como fonte primordial as informações divulgadas pelas companhias em virtude do regime de *disclosure*, inclui:<sup>779</sup>

(i) o potencial de crescimento da companhia;

(ii) o nível de risco associado a seu negócio (incertezas e volatilidade dos lucros e fluxos de caixa), à alavancagem financeira (parcela do negócio que depende de financiamento de longo prazo e a capacidade de honrar os compromissos financeiros de curto prazo) e à capacidade de captação de financiamento externo; e

(iii) a flexibilidade financeira da companhia, a partir da possibilidade de essa obter caixa por meio de recursos próprios, ativos líquidos ou recursos de terceiros.

É evidente que as informações econômico-financeiras divulgadas pela companhia são essenciais para a análise dos aspectos acima mencionados, e, nesse sentido, as demonstrações financeiras são reputadas como fonte maior desse tipo de informação.

Porém, questiona-se em que medida essas informações são suficientes para que os investidores consigam analisar, prospectivamente, a situação econômico-financeira da companhia<sup>780</sup> e, a partir daí, aferir de modo adequado o prognóstico de rentabilidade futura

---

<sup>777</sup> Cf. ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2005, p. 299.

<sup>778</sup> Cf. PINHEIRO, Juliano Lima. Op. cit. p. 379-382.

<sup>779</sup> Cf. PINHEIRO, Juliano Lima. Op. cit. p. 408.

<sup>780</sup> Nesse sentido, L. Cunningham, em obra que reúne e sistematiza diversos ensaios do renomado investidor norte-americano Warren E. Buffet, afirma: “*What needs to be reported is data - whether GAAP, nonGAAP, or extra-GAAP - that helps financially-literate readers answer three key questions: (1) Approximately how*

derivado da titularidade dos valores mobiliários de sua emissão, dado que, em regra geral, as demonstrações financeiras refletem informações históricas, que permitem, essencialmente, a análise do comportamento passado dos negócios ao longo do tempo.

Nesse sentido, E. KITCH aponta alguns elementos importantes à real avaliação dos valores mobiliários para fins de uma tomada de decisão de investimento criteriosa e, conseqüentemente, essenciais para a adequada precificação dos valores mobiliários no mercado secundário, dentre os quais (i) a avaliação dos ativos e passivos da companhia por seu valor justo, valor presente ou valor de mercado; (ii) a segmentação dos resultados das diversas atividades exercidas pela companhia; (iii) a qualidade dos comentários acerca das demonstrações financeiras pelos administradores da companhia divulgados ao mercado; e (iv) a divulgação de projeções e estimativas com relação aos negócios da companhia.<sup>781</sup>

#### 5.4.2.2 Avaliação de ativos e passivos

O debate acerca da forma de contabilização dos ativos e passivos de uma companhia em seu balanço patrimonial, se com base em seu custo histórico, ou se com base em seu valor justo, valor presente ou valor de mercado, permeou a discussão acerca do regime informacional aplicável às companhias abertas por longa data.<sup>782</sup>

Durante longo período, prevaleceu uma abordagem conservadora a respeito da matéria, de modo que as normas contábeis exigiam o registro dos valores dos ativos e passivos de uma determinada companhia com base em seu valor histórico, justificada, grosso modo, pelo temor de que qualquer análise subjetiva acerca da valorização ou depreciação de um determinado ativo conferisse margem para práticas fraudulentas.<sup>783</sup>

*much is this company worth? (2) What is the likelihood that it can meet its future obligations? and (3) How good a job are its managers doing, given the hand they have been dealt? In most cases, answers to one or more of these questions are somewhere between difficult and impossible to glean from the minimum GAAP presentation”* (CUNNINGHAM, Lawrence A. *The Essays of Warren Buffet: lessons for corporate America*. *Cardozo Law Review*. New York: Yeshiva University, v. 19, 1997, p. 191).

<sup>781</sup> Cf. KITCH, Edmund. Op. cit. p. 776.

<sup>782</sup> A esse respeito, G. MAY afirma: *“The question how far cost and value respectively shall be reflected in books of account and financial statements, may be regarded as perhaps the central question of accounting”* (Cf. MAY, George O. *Financial Accounting: A Distillation of Experience*. New York: The Macmillan Company, 1943, p. 86 apud KRIPKE, Homer. *The SEC, the accountants, some myths and some realities*. *New York University Law Review*. New York: New York University, v. 45, 1970, p. 1176).

<sup>783</sup> A esse respeito, H. KRIPKE afirma, a respeito das práticas contábeis adotadas nos Estados Unidos da América: *“The wild unorganized accounting of the 1920's frequently accepted purported values as the basis for security issues, and the result was widespread frauds, deception of investors and losses. It is not surprising, therefore, that the accountants and the SEC ruled firmly against ‘value’ accounting in the 1930's and early 1940's and required the presentation of fixed assets in the balance sheet at cost. They likewise required the depreciation of fixed assets in the income statement to be at cost to preclude any support for balance sheets based on increased appraised values and also to preclude the elimination or reduction of*

Essa abordagem foi largamente criticada no mercado de valores mobiliários norte-americano a partir da década de 1960, sob o argumento de que retirava grande parte da utilidade das demonstrações financeiras na avaliação econômica das companhias.<sup>784</sup>

Considerando-se que uma das maneiras de uma determinada companhia gerar fluxo de caixa é justamente por meio da alienação de ativos, essa possibilidade depende, em grande medida, do valor resultante dessa operação, portanto, do valor de mercado daquele ativo em dado momento,<sup>785</sup> que pode diferir significativamente (para mais ou para menos), de seu custo histórico de aquisição, ainda que considerada sua eventual depreciação, dependendo da forma como essa é contabilizada.

No mercado de valores mobiliários norte-americano, essa realidade começou a ser alterada apenas a partir da década de 1990, quando, paulatinamente, a *SEC* passou a exigir a contabilização de determinados ativos com base em seu valor de mercado.<sup>786</sup> Já no Brasil, as evoluções na matéria foram significativas, principalmente a partir da implementação do *IFRS* pelas companhias abertas, como resultado da edição da Lei nº 11.638/07 e da ICVM 457.

As demonstrações financeiras anuais e trimestrais periodicamente divulgadas pelas companhias nos termos da ICVM 480, bem como aquelas apresentadas quando da realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, preparadas de acordo com o *IFRS* e guiadas pelos princípios da confiabilidade, da comparabilidade e da visão verdadeira e apropriada, conferem maior realidade às informações econômico-financeiras das companhias abertas brasileiras, incrementando sua utilidade na aferição dos seus fundamentos econômicos e, conseqüentemente, permitindo melhores decisões de investimento e uma melhor precificação dos seus valores mobiliários.

O mesmo se aplica às informações financeiras selecionadas apresentadas na Seção 3 do Formulário de Referência, que, inclusive, inovou ao exigir dados sobre medições não contábeis (e.g. *EBITDA*), caso a companhia as divulguem,<sup>787</sup> de grande serventia na avaliação dos fundamentos econômicos das companhias abertas.

Adicionalmente, diversos foram os pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) aprovados pela CVM e, portanto, aplicáveis à

---

*depreciation charges by arbitrary write-downs of fixed assets below costs.*” (KRIPKE, Homer (1970). Op. cit. p. 1176).

<sup>784</sup> A esse respeito, ver KRIPKE, Homer (1970). Op. cit. p. 1175 e ss.

<sup>785</sup> Cf. KITCH, Edmund. Op. cit. p. 826.

<sup>786</sup> Cf. KITCH, Edmund. Op. cit. p. 831.

<sup>787</sup> Cf. tem 3.2 do Formulário de Referência.

elaboração das demonstrações financeiras das companhias abertas brasileiras, que impõem a necessidade de contabilização e reavaliação de ativos e passivos da companhia a partir de critérios realistas, como, por exemplo, valor de mercado, valor justo ou valor presente.<sup>788</sup>

#### 5.4.2.3 Divulgação de informações econômico-financeiras por segmento de atividade

Outro aspecto associado às demonstrações financeiras importante para a adequada avaliação dos fundamentos econômicos da companhia diz respeito à divulgação de informações econômico-financeiras segregadas a partir de cada segmento de atividades exercidas pela companhia.

---

<sup>788</sup> A título exemplificativo, cumpre mencionar os seguintes pronunciamentos: (i) Pronunciamento Técnico CPC 01R1 (Redução ao Valor Recuperável dos Ativos), aprovado pela Deliberação CVM nº 639/10, cujo objetivo é definir procedimentos visando a assegurar que os ativos não estejam registrados contabilmente por um valor superior àquele passível de ser recuperado por uso ou por venda; (ii) Pronunciamento Técnico CPC 03R1 (Demonstração dos Fluxos de Caixa), aprovado pela Deliberação CVM nº 641/10, cujo objetivo é permitir que as informações dos fluxos de caixa sejam úteis para proporcionar aos usuários das demonstrações financeiras uma base para avaliar a capacidade de a entidade gerar caixa e equivalentes de caixa, bem como suas necessidades de liquidez; (iii) Pronunciamento Técnico CPC 04R1 (Ativo Intangível), aprovado pela Deliberação CVM nº 644/10, que aborda o tratamento contábil e a mensuração dos ativos intangíveis, inclusive do valor justo de ativos intangíveis adquiridos a partir da combinação de negócios (e.g. reorganizações societárias e aquisições); (iv) Pronunciamento Técnico CPC 12 (Ajuste a Valor Presente), aprovado pela Deliberação CVM nº 564/08, cujo objetivo é estabelecer os requisitos básicos a serem observados quando da apuração do ajuste a valor presente de elementos do ativo e do passivo quando da elaboração de demonstrações financeiras, bem como as hipóteses em que esse ajuste é necessário; (v) Pronunciamento Técnico CPC 16 (Estoques), aprovado pela Deliberação CVM nº 575/08, que tem por objetivo estabelecer o tratamento contábil para os estoques, especialmente em relação ao valor do custo a ser reconhecido como ativo e mantido nos registros até que as respectivas receitas sejam reconhecidas; (vi) Pronunciamento Técnico CPC 15R1 (Combinação de Negócios), aprovado pela Deliberação CVM nº 665/11, que tem por objetivo incrementar a relevância, a confiabilidade e a comparabilidade das informações fornecidas nas demonstrações financeiras acerca de combinação de negócios (e.g. reorganizações societárias e aquisições) e seus efeitos; (vii) Pronunciamento Técnico CPC 27 (Ativo Imobilizado), aprovado pela Deliberação CVM nº 583/09, que tem por objetivo estabelecer o tratamento contábil para ativos imobilizados, de forma que seja possível diferenciar a informação sobre o investimento da companhia em seus ativos imobilizados, bem como suas mutações, englobando o reconhecimento dos ativos, a determinação dos seus valores contábeis e os valores de depreciação e perdas por desvalorização a serem reconhecidas em relação aos mesmos; (viii) Pronunciamento Técnico CPC 25 (Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes), aprovado pela Deliberação CVM nº 594/09, que tem por objetivo estabelecer que sejam aplicados critérios de reconhecimento e bases de mensuração apropriados a provisões e a passivos e ativos contingentes e que seja divulgada informação suficiente nas notas explicativas para permitir o adequado entendimento de sua natureza, oportunidade e valor; (ix) Pronunciamento Técnico CPC 30R1 (Receitas), aprovado pela Deliberação CVM nº 692/12, que tem por objetivo estabelecer o tratamento contábil de receitas provenientes de certos tipos de transações e eventos, determinando o momento adequado e a forma de seu reconhecimento; (x) Pronunciamento Técnico CPC 31 (Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada), aprovado pela Deliberação CVM nº 598/09, que tem por objetivo estabelecer critérios para a contabilização de ativos não circulantes mantidos para venda (colocados à venda) e a apresentação e a divulgação de operações descontinuadas; e (xi) Pronunciamentos Técnicos CPC 38, 39 e 40R1 (Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação), aprovados pela Deliberação CVM nº 604/09 e alteradas pela Deliberação CVM 684/11, que têm por objetivo estabelecer princípios para o reconhecimento e a mensuração de ativos e passivos financeiros, de alguns contratos de compra e venda de itens não financeiros e para a divulgação de instrumentos financeiros derivativos.

Informações financeiras segregadas por ramo de atividades são mais úteis à avaliação econômica da companhia do que informações que consolidem receitas e despesas advindas de negócios distintos, pois também possibilitam uma melhor aferição dos fluxos de caixa futuros.<sup>789</sup>

No caso de companhias que exercem atividades distintas, caso suas informações financeiras sejam apresentadas de modo consolidado, essas vão combinar receitas e despesas associadas a negócios diferentes, não sendo possível determinar a lucratividade de cada um dos segmentos de negócios ou mensurar os impactos decorrentes de alterações setoriais atinentes a cada um dos diversos negócios na lucratividade global da companhia.<sup>790</sup>

A questão acerca da necessidade de apresentação de informações econômico-financeiras segmentadas por parte das companhias listadas também passou a ser debatida com maior intensidade a partir da década de 1960, passando a ser paulatinamente exigida a partir de meados da referida década.<sup>791</sup>

A polêmica associada a essa exigência, no mercado de valores mobiliários norte-americano, advinha principalmente do potencial efeito concorrencial adverso que poderia emergir a partir da divulgação desse tipo de informação, na medida em que permitira aos concorrentes acesso a estratégias negociais importantes de seus competidores.<sup>792</sup>

No Brasil, a exigência de divulgação de informações por segmentos também foi objeto de paulatina evolução. A divulgação desse tipo de informação era facultativa à época da ICVM 09, conforme previa seu artigo 15,<sup>793</sup> tornando-se obrigatória a partir de 1984, quando da edição da ICVM 32.

Entretanto, havia certa flexibilidade na apresentação dessas informações no Formulário de Informações Anuais – IAN.<sup>794</sup> Com o advento do Formulário de Referência,

<sup>789</sup> Cf. KITCH, Edmund. Op. cit. p. 789.

<sup>790</sup> Ibidem. A esse respeito, L. Cunningham, em obra que reúne e sistematiza diversos ensaios do renomado investidor norte-americano Warren E. Buffet, afirma: “*The greater the number of economically diverse business operations lumped together in conventional financial statements, the less useful those presentations are and the less able investors are to answer the three questions posed earlier*” (Cf. CUNNINGHAM, Lawrence A. Op. Cit. p. 193.)

<sup>791</sup> Cf. KITCH, Edmund. Op. cit. p. 791-797.

<sup>792</sup> Cf. ROMANO, Roberta (2002). Op. cit. p. 40-41.

<sup>793</sup> “Art. 15. É recomendável, mas não obrigatória, a prestação de informação sobre:

*I - estrutura de capital;*

*II - informações por segmento ou linha de produto;*

*III - análise gerencial. (...)*

<sup>794</sup> Em síntese, as informações prestadas a esse respeito anteriormente à edição da ICVM 480 constavam dos seguintes quadros do Formulário de Informações Anuais – IAN: (i) “Breve Histórico da Empresa, onde se sugeria a indicação de eventual diversificação dos produtos; (ii) “Características do Setor de Atuação” onde

a informação passou a ser prestada em escopo maior e mais objetivo, nos termos da Seção 7 do referido documento (conforme indicado na Tabela 4.4.1.3).

Referida ampliação de escopo foi objeto de certa resistência por parte de algumas companhias abertas durante a audiência pública que precedeu a edição da ICVM 480. Em síntese, argumentou-se que o nível de detalhamento da informação exigida poderia colocar em risco a posição competitiva das companhias, principalmente diante de eventuais concorrentes que não fossem companhias abertas e, portanto, não estariam obrigados a divulgar referidas informações.<sup>795</sup>

Porém, com fundamento na argumentação de que referidas informações já eram, em parte, exigidas sob à égide da regulamentação anterior, bem como de que essas compõem o conteúdo informacional mínimo exigido no mercado de valores mobiliários norte-americano e recomendado, no âmbito das ofertas públicas de distribuição, pela *IOSCO*, manteve-se a exigência dessa informação no escopo inicialmente proposto.<sup>796</sup>

Na esfera das demonstrações financeiras das companhias abertas brasileiras, as informações por segmentos de atividade já haviam sido objeto de regulamentação por meio da Deliberação CVM nº 582/2009, que aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 22 (obrigatório para as companhias abertas a partir do exercício de 2010), determinando a divulgação de informações, nas demonstrações financeiras, que permitam a adequada

se exigia a prestação de informações para cada segmento de atuação da companhia; (iii) “Produtos e/ou Serviços” onde se exigia a divulgação dos produtos e serviços, matérias primas, fornecedores e clientes que correspondiam a mais de dez por cento da receita líquida ou das compras totais, conforme o caso, da companhia, indicando a participação de cada um; e (iv) “*Posicionamento no Processo Competitivo*”, onde se exigia informações sobre os concorrentes e a posição da companhia no processo competitivo com relação a cada linha de produto ou serviço (Cf. ICVM 202).

<sup>795</sup> Os questionamentos apresentados podem ser ilustrados a partir do seguinte trecho do relatório da audiência pública que precedeu a edição da ICVM 480: “*A AAA sugere a supressão da alínea “b” do item 7.2, que manda divulgar a participação de cada segmento de negócio do emissor e de suas controladas na receita e no lucro do emissor. Argumenta que tal informação acarretaria um forte desequilíbrio concorrencial e que a gestão do emissor pode ser satisfatoriamente avaliada por meio de indicadores financeiros já amplamente adotados pelo mercado. (...) AAA, BBB e CCC sugerem a supressão do item 7.3, sob a alegação de que as informações ali exigidas são estratégicas para a companhia. De acordo com tais participantes, não é do interesse do emissor ou de seus acionistas e investidores que informações estratégicas sejam levadas a conhecimento público, porque isso prejudicaria o posicionamento da sociedade em seu mercado de atuação. No mesmo sentido, a APIMEC diz que o item 7.3 pode trazer problemas para algumas companhias, especialmente em relação a concorrentes de capital fechado, que não precisam prestar as informações nele solicitadas. Especificamente, a ABRASCA sugere a exclusão do item 7.3 “c”, que trata das características dos mercados de atuação do emissor. A ABRASCA argumenta que as informações ali exigidas são estratégicas para o emissor*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência*. Audiência Pública 07/2008, p. 22-23, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010. Suprimiu-se o nome das companhias).

<sup>796</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência*. Audiência Pública 07/2008, p. 22-23, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

avaliação da natureza e dos efeitos financeiros das atividades de negócio nos quais a companhia está envolvida e os ambientes econômicos em que essa opera.

#### 5.4.2.4 Projeções

A discussão sobre a divulgação de projeções pelas companhias abertas também foi objeto de grande atenção no mercado de valores mobiliários norte-americano a partir do final da década de 1960.

Ao assumirmos que a avaliação de um determinado valor mobiliário está associada ao seu valor futuro, a partir da perspectiva de rentabilidade advinda de sua titularidade, que, por sua vez, depende essencialmente da valorização do empreendimento a ele subjacente e dos prognósticos acerca do andamento dos negócios sociais, aumenta a importância das informações prospectivas divulgadas pela própria companhia, uma vez que seus administradores estão em melhor posição para avaliar o andamento de suas atividades e, conseqüentemente, realizar estimativas a esse respeito.<sup>797</sup>

É evidente que as informações constantes das demonstrações financeiras são um importante ponto de partida para essa avaliação prospectiva sobre os negócios da companhia, entretanto, não se pode negar que referidas informações são elaboradas a partir de uma perspectiva diversa, qual seja, demonstrar a evolução econômico-financeira da companhia ao longo do tempo, tendo, portanto, um caráter eminentemente retrospectivo.<sup>798</sup>

Adicionalmente, os indivíduos externos à administração da companhia podem não ser capazes de compreender o significado, os resultados e as implicações de eventos contábeis complexos constantes das demonstrações financeiras de uma companhia dinâmica, tampouco as diversas taxas de crescimento ou desaceleração de volumes de

---

<sup>797</sup> A esse respeito, H. Krimpke afirma: *"The value of securities lies in the future, not in the past. Investors want to have the view of the issuer itself as to its future, at least as a check on their own projections, because the issuer has some idea where it intends to go"* (KRIMPKE, Homer (1979). Op. cit. p. 317). Da mesma forma, R. Gilson e R. Kraakman afirmam: *"In the broadest sense, information is data that has the capacity to alter one's beliefs about the world or, in our more limited context, one's beliefs about the appropriate price of an asset. For our purposes, however, it is useful to distinguish between two different types of information bearing on asset price: the 'hard' information of known facts, and the 'soft' information of forecasts and estimates (...) Because securities prices ultimately turn on expectations about future earnings, hard information, in this wholly certain sense, would hardly be the only information of interest. Even a trader fully informed about the past would wish to have access to optimal forecasts about future events that seemed likely to affect future cash flows"* (GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. Op. cit. p. 561).

<sup>798</sup> A respeito, E. KITCH afirma: *"Surely all would agree that a principal management function is the function of increasing the value of the business. That function has important implications for disclosure policy. The reason that information about past results provides an incomplete basis for valuing a firm is that the important question is not what the past results were, but what management is going to do about the past results"* (KITCH, Edmund. Op. cit. p. 853).

venda e lucratividade de seus diversos segmentos de negócios, de modo tão acurado quanto de seus administradores.<sup>799</sup>

Contudo, não obstante seja possível afirmar que viabilizar a elaboração de projeções acerca das atividades de determinada companhia é uma das maiores finalidades do regime de *disclosure*<sup>800</sup> (com relação à sua funcionalidade associada à tomada de decisão de investimento e adequada precificação dos valores mobiliários de sua emissão), a divulgação desse tipo de informação jamais foi expressamente exigida pelos reguladores quando da definição do conteúdo das obrigações informacionais aplicáveis às companhias abertas.<sup>801</sup> Em contrário, a divulgação de projeções foi, no mercado de valores mobiliários norte-americano, expressamente proibida durante longo período.

Essa abordagem extremamente conservadora com relação às informações prospectivas remonta à enorme quantidade de fraudes que acometeu o mercado de valores mobiliários norte-americano no começo do século XX, que contribuiu significativamente para o *crash* de 1929 e motivou, em grande medida, a edição do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934.

Dessa forma, a *SEC*, durante décadas, adotou o posicionamento de que esse tipo de informação, extremamente subjetiva e com base em premissas potencialmente questionáveis, era excessivamente perigosa, pois poderia dissuadir ou manipular os investidores.<sup>802</sup> Assim, o regulador norte-americano limitava as obrigações informacionais das companhias abertas aos fatos passados e vedava a divulgação de qualquer tipo de informação prospectiva, que, de acordo com a *SEC* competiria ao público investidor preparar, com base nas informações históricas disponibilizadas pelas companhias.<sup>803</sup>

---

<sup>799</sup> Cf. KRIMPKE, Homer (1970). Op. cit. p. 1198. A esse respeito, H. Krimpke afirma: “*The management, which has the greatest stake in the matter, and which may have spent months of labor in its projections, certainly is in a better position than the public to forecast where the company is going, and its current estimate rendered in good faith is a fact*” (KRIMPKE, Homer (1970). Op. cit. p. 1198).

<sup>800</sup> Cf. KRIMPKE, Homer (1970). Op. cit. p. 1197.

<sup>801</sup> Como será analisado adiante, existem importantes justificativas à não divulgação dessas informações sob a ótica dos custos a ela associados, sobretudo em vista dos potenciais impactos negativos na posição competitiva daquela que as divulga.

<sup>802</sup> Cf. E. KITCH. Op. cit. p. 777.

<sup>803</sup> Ibidem. Nesse sentido, H. Heller, um antigo integrante da *SEC* afirmou, à época, sobre a abordagem do órgão com relação a divulgação de informações prospectivas: “*The question will be raised, if the determination of future earnings is the prime task confronting the investor, why not require or permit a direct prediction of such earnings? The answer to this is that the Securities Act, like the hero of "Dragnet", is interested exclusively in facts. Conjectures and speculations as to the future are left by the Act to the investor on the theory that he is as competent as anyone to predict the future from the given facts. Since an expert can speak with authority only as to subjects upon which he has professional knowledge and since no engineering course or other professional training has ever been known to qualify anyone as a clairvoyant, attempts by companies to predict future earnings on their own or on the authority of experts have almost invariably been*

Essa abordagem regulatória extremamente paternalista com relação à divulgação de informações prospectiva operava um grande incentivo, em realidade, a divulgação informal e seletiva de projeções aos profissionais de mercado<sup>804</sup>, visto que seria do interesse das companhias, dentro de certos limites (ou seja, sem colocar em risco sua posição competitiva em decorrência da divulgação de informações sensíveis), municiar o público investidor com esse tipo de informação, em busca de uma redução de seu custo de capital ou de uma melhor avaliação de seus valores mobiliários no mercado secundário.<sup>805</sup>

Em todas as oportunidades em que a *SEC* trouxe à tona a discussão sobre a utilidade do regime informacional imposto às companhias abertas norte-americanas e eventuais necessidades de aprimoramento, surgiram questionamentos sobre a adequação da política regulatória adotada até então com relação à divulgação de informações prospectivas.

Em 1967, a *SEC* indicou o *Commissioner* Francis Wheat para coordenar um grupo de trabalho destinado a estudar possíveis aprimoramentos nas regras de divulgação de informações vigentes à época, inclusive a flexibilização da política regulatória concernente à divulgação de projeções.<sup>806</sup> A conclusão dos trabalhos, consolidadas em relatório denominado *Disclosure to Investors – A Reappraisal of Federal Administrative Practices Under the 1933 and 1934 Acts* (que ficou conhecido como *Wheat Report*), entretanto, foi

*held by the Commission to be misleading because they suggest to the investor a competence and authority which in fact does not exist*” (Cf. HALLER, Harry. *Disclosure Requirements Under Federal Securities Regulation*. In: *The Business Lawyer*. Washington DC: New American Bar Association, v. 16, 1960, p. 307).

<sup>804</sup> Nesse sentido, H. Kripke, à época, afirmou: “*The professionals get management projections informally through press conferences, speeches to analysts’ societies or press releases, and these projections form the basis for professional judgments. Under its present system the SEC precludes the giving of this information equally to all investors through the documents filed with it, and does not subject them to any of the liabilities of the statutes or of administrative scrutiny*” (KRIMPKE, Homer (1970). *Op. cit.* p. 1199). E. KITCH aponta como evidência de que a afirmação de H. KRIPKE sobre a divulgação seletiva desse tipo de informação estava correta o fato dos analistas de investimento terem sido inicialmente contrário às primeiras propostas da *SEC* de regulamentar a divulgação desse tipo de informação, impondo rígidas exigências de acompanhamento das projeções feitas e a necessidade de esclarecer e justificar eventuais desvios, por acreditarem que a medida fariam essas informações que até então eram prestadas informalmente deixarem de ser divulgadas (Cf. KITCH, Edmund. *Op. cit.* p. 785). A esse respeito, referido autor afirmou: “*Uncharacteristically, both issuers and analysts vigorously opposed the proposal. Typically, issuers oppose extensions of the reporting requirements because they are the ones who bear the costs, while analysts welcome them because they are the ones who can use the information (and do not have to pay for it). In this case, the analysts saw that the effect of the proposal would be to cut them off from projections, that they would get less, not more, information. Analysts, therefore, closed ranks with the issuers. Their reaction made it clear beyond dispute that Kripke was right: analysts did have access to management projections and they were not going to give them up without a fight*” (Cf. KITCH, Edmund. *Op. cit.* p. 785-786).

<sup>805</sup> Nesse sentido, J. Cox afirma: “*Because companies are not required to offer financial forecasts, the self-selecting feature of forecasting ensures that those that do forecast have unique characteristics. These characteristics support the belief that the act of forecasting is an important form of signaling engaged in by managers to increase their firm’s market value*” (COX, James D (1986). *Op. cit.* p. 493).

<sup>806</sup> Cf. KITCH, Edmund. *Op. cit.* p. 777.

no sentido de manter a vedação à divulgação desse tipo de informação.<sup>807</sup>

No entanto, no final da década de 1970, quando a *SEC* novamente criou um grupo de trabalho para avaliar a regulação do regime informacional, denominado *Advisory Committee on Corporate Disclosure*, o relatório final, publicado em 1977, apresentou conclusões diversas daquelas apresentadas oito anos antes pelo *Wheat Report*.

Em linha geral, o grupo de trabalho reconheceu a importância desse tipo de informação à tomada de decisão dos investidores e a inadequação da abordagem paternalista acerca do tema em vigor até então, concluindo que a política regulatória adotada pela *SEC* a respeito da divulgação de informações prospectivas pelas companhias abertas deveria ser alterada substancialmente, de modo que o regulador deveria expressamente encorajar esse tipo de divulgação, desde que feitas com responsabilidade e que fossem devidamente atualizadas e acompanhadas pelas companhias que as divulgaram.<sup>808</sup>

---

<sup>807</sup> A esse respeito, o *Wheat Report* concluiu: “A number of experienced security analysts suggested to the Study that the Commission should permit “controlled” projections of sales and earnings in prospectuses and other documents filed with the Commission. These analysts are in the business of estimating the present and future value of securities based on predictions of sales and earnings. Management projections of sales and earnings serve as a valuable check on their own conclusions. The British disclosure system recognizes this to a limited degree and the Study carefully considered the merits of British practice. Moreover, the Study recognizes that most investment decisions are based essentially on estimates of future earnings. Lawyers, underwriters and company officials were generally opposed to the analysts’ suggestion. Even if projections were not required but only permitted, it was observed that problems of civil liability would be insurmountable unless projections in prospectuses were expressly granted immunity from Sections 11 and 12 of the Act. This would be extremely difficult for the Commission to do. Moreover, from a management standpoint, projections may change rapidly during a given year as changes occur in the factors on which they are based. Inclusion of such changing projections in a prospectus, which might be used long after it became effective would give rise to significant problems. It has been the Commission’s long-standing policy not to permit projections and predictions in prospectuses and reports filed with the Commission. Such documents are designed to elicit material facts. Their factual character is widely recognized. Investors and their advisers are at liberty to make their own projections based on the disclosures resulting from the Commission’s requirements. A real danger exists, in the Study’s judgment, that projections appearing in prospectuses and other documents filed under the securities laws and reviewed by the Commission would be accorded a greater measure of validity by the unsophisticated than they would deserve. For these reasons the Study concludes that the Commission’s policy on projections should not be changed (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Disclosure to Investors - A Reappraisal of Federal Administrative Practices Under the 1933 and 1934 Acts*, 1969, p. 95-96, Disponível em: <[http://c0403731.cdn.cloudfiles.rackspacecloud.com/collection/papers/1960/1969\\_Wheat\\_CH03.pdf](http://c0403731.cdn.cloudfiles.rackspacecloud.com/collection/papers/1960/1969_Wheat_CH03.pdf)>. Acesso em: 11 nov. 2012).

<sup>808</sup> A esse respeito, o *Advisory Committee on Corporate Disclosure* concluiu “The Commission should encourage issuers to publish forward-looking and analytical information. Experimental programs to encourage certain types of information such as projections and future oriented analysis should be initiated. Monitoring of these programs is encouraged for the purpose of determining the usefulness of the information to investors, the costs to issuers, and the responsiveness of issuers to user needs. The SEC staff review process should be coordinated to assure proper implementation of Commission policy and uniform treatment of issuers. A safe harbor rule should be adopted to provide maximum incentive for disclosure of management projections and other forward-looking information, whether or not filed with the Commission. The purpose of the safe harbor rule would be to place the burden of proof on the person seeking to establish liability for the disclosure of a management projection, management’s analysis of financial information, plans and

A recomendação foi adotada pela *SEC* que passou a incentivar a divulgação de informações prospectivas e editou, em 1979, a *Rule 175*, regulamentando a matéria.<sup>809</sup>

Na esfera do mercado de valores mobiliários brasileiro, conforme já mencionado, a divulgação de projeções pelas companhias abertas, embora também jamais tenha sido obrigatória (exceto, conforme já visto, nas hipóteses específicas em que se exige a divulgação de estudo de viabilidade das companhias), nunca foi expressamente proibida.

Nesse sentido, a ICVM 09 já mencionava<sup>810</sup> a faculdade de apresentação de projeções empresariais, desde que revelassem, com clareza, suas premissas fundamentadoras e que fossem constantemente acompanhadas ao longo do tempo, cabendo aos administradores, quando julgassem que essas não mais possuíam validade, divulgar imediatamente fato relevante a esse respeito ao mercado.

Ao longo dos anos, essa abordagem regulatória foi mantida pela CVM, que, entretanto, tornou mais rigorosa a obrigação das companhias que optassem por divulgar projeções acompanharem o atingimento dos resultados projetados.

A partir da edição da ICVM 32, passou a ser mandatório<sup>811</sup> que referidas companhias apresentassem, quando da prestação das informações financeiras trimestrais, o confronto entre as projeções elaboradas e os resultados obtidos no trimestre, seguido das respectivas justificativas a respeito.

Nas das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, exigia-se, ainda, nos termos da ICVM 400<sup>812</sup> (antes da alteração promovida pela ICVM 482) que as projeções eventualmente divulgadas nos prospectos fossem suportadas pela opinião dos auditores independentes, no que diz respeito aos seus pressupostos, os critérios utilizados, sua consistência e coerência das previsões efetuadas.

A matéria recebeu tratamento mais detalhado a partir da edição da ICVM 480. Inicialmente, a norma estabelece<sup>813</sup>, como regra geral, a obrigatoriedade das informações factuais prestadas serem diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas.

---

*objectives, and other items of forward-looking and analytical information. The safe harbor rule should be applicable to all registrants and should provide protection from liability unless it is proven that the information was prepared without a reasonable basis or was disclosed other than in good faith”* (Cf. ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Op. cit. p. 344).

<sup>809</sup> Conforme relata E. KITCH, a *SEC* já estudava regulamentação da matéria desde 1975, ou seja, mesmo antes da formação do *Advisory Committee on Corporate Disclosure* (Cf. KITCH, Edmund. Op. cit. p. 780 e ss.).

<sup>810</sup> Cf. artigo 14 ICVM 09.

<sup>811</sup> Cf. artigo 8º da ICVM 32.

<sup>812</sup> Cf. artigo 39, §1º da ICVM 400 (revogado pela ICVM 482).

<sup>813</sup> Cf. artigo 19 ICVM 480.

Com relação especificamente às informações prospectivas, a ICVM 480 estabelece<sup>814</sup> que a divulgação de projeções e estimativas é facultativa, entretanto, caso o emissor decida divulgá-las, referidas informações devem ser:

- (i) incluídas no Formulário de Referência;<sup>815</sup>
- (ii) identificadas como dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho;
- (iii) razoáveis e vir acompanhadas das premissas relevantes, parâmetros e metodologia adotados; e
- (iv) sempre que as referidas premissas forem fornecidas por terceiros, as fontes devem também ser indicadas.

A norma estabelece ainda que as projeções e estimativas divulgadas devem ser revisadas periodicamente, em intervalo de tempo adequado ao objeto da projeção, que, em nenhuma hipótese, deve ultrapassar um ano. Adicionalmente, a companhia deve divulgar no Formulário de Referência que realizou alterações nas premissas relevantes, parâmetros e metodologia de projeções e estimativas anteriormente divulgadas, caso ocorra. Persiste, ainda, a obrigação de a companhia confrontar as projeções divulgadas no Formulário de Referência e os resultados efetivamente obtidos em cada trimestre, indicando as razões para eventuais diferenças.

Todavia, conforme dito, existem algumas situações em que a divulgação de informações prospectivas é exigida pelo regime informacional obrigatório, mormente nas já mencionadas hipóteses em que a ICVM 400 determina que o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários seja instruído com um estudo de viabilidade econômico-financeira da companhia,<sup>816</sup> expondo clara e objetivamente cada uma das

---

<sup>814</sup> Cf. artigo 20 da ICVM 480.

<sup>815</sup> A Seção 11 do Formulário de Referência trata especificamente da divulgação de informações, exigindo: “11.1. As projeções devem identificar: (a) objeto da projeção, (b) período projetado e o prazo de validade da projeção, (c) premissas da projeção, com a indicação de quais podem ser influenciadas pela administração do emissor e quais escapam ao seu controle, (d) valores dos indicadores que são objeto da previsão. 11.2. Na hipótese de o emissor ter divulgado, durante os 3 últimos exercícios sociais, projeções sobre a evolução de seus indicadores: (a) informar quais estão sendo substituídas por novas projeções incluídas no formulário e quais delas estão sendo repetidas no formulário; (b) quanto às projeções relativas a períodos já transcorridos, comparar os dados projetados com o efetivo desempenho dos indicadores, indicando com clareza as razões que levaram a desvios nas projeções; e (c) quanto às projeções relativas a períodos ainda em curso, informar se as projeções permanecem válidas na data de entrega do formulário e, quando for o caso, explicar por que elas foram abandonadas ou substituídas” (Cf. Anexo 24 da ICVM 480).

<sup>816</sup> Cf. artigo 400 da ICVM 400. Anteriormente à reforma implementada pela ICVM 482, as hipóteses em que o estudo de viabilidade era exigido eram ainda mais amplas, e incluíam situações em que (i) a companhia emissora exercia sua atividade há menos de dois anos e estivesse realizando sua primeira distribuição pública de valores mobiliários; (ii) a fixação do preço da oferta baseava-se, de modo preponderante, nas perspectivas de rentabilidade futura da companhia emissora; (iii) ocorresse emissão de valores mobiliários em montante

premissas adotadas para sua elaboração.

A obrigatoriedade de prestação de informações projetivas, nos casos em que o estudo de viabilidade econômico-financeira é exigido, guarda fundamento na ausência de informações históricas acerca das atividades do emissor, que impossibilitam a formação de qualquer juízo de valor acerca da rentabilidade do respectivo investimento, sendo necessário, portanto, que a própria companhia apresente as premissas a esse respeito.

Apesar da mencionada importância das informações prospectivas para a adequada avaliação das companhias abertas (e, conseqüentemente, para a tomada de decisão de investimento e adequada precificação dos valores mobiliários de sua emissão), grande parte das companhias não divulgam referidas informações em seus Formulários de Referência.<sup>817</sup>

Uma das possíveis justificativas coincide com aquele que fundamenta a não obrigatoriedade da prestação desse tipo de informação, qual seja, o custo excessivo a ela associado, principalmente em decorrência das externalidades geradas a partir delas com relação à competitividade daquela que as divulgar.

Em adição, há de se reconhecer que as obrigações adicionais que passam a existir a partir do momento em que determinada companhia opta por divulgar esse tipo de informação também são extensas e sujeitam-na, bem como seus administradores, a um risco maior de responsabilização, o que incrementa, assim, o custo de sua divulgação, operando como um desincentivo a sua disponibilização pública. Em contrapartida, esse elemento pode favorecer a divulgação seletiva e informal desse tipo de informação a

---

superior ao patrimônio líquido da emissora e os recursos captados visassem à expansão ou diversificação das atividades ou investimentos em controladas ou coligadas; e (iv) a emissora tivesse apresentado patrimônio líquido negativo, ou tivesse sido objeto de concordata ou falência nos três últimos exercícios sociais que antecedem a oferta. Dessa forma, procurou-se limitar as situações em que a divulgação dessa informação era exigida, alterando a redação do artigo 32 da ICVM 400 para racionalizar e limitar as referidas hipóteses, sob a seguinte alegação: “*Em alguns casos, a obrigatoriedade de divulgação do estudo de viabilidade econômica traz como inconveniente um ônus excessivo para o ofertante. Esse inconveniente pode ser ainda mais danoso em ofertas realizadas simultaneamente em diversas jurisdições, nas quais o ofertante normalmente é obrigado a divulgar o estudo aos investidores fora do Brasil. (...) O estudo, nesses casos, coloca o ofertante involuntariamente sob regras estrangeiras bastante estritas de responsabilidade em relação à divulgação de projeções e estimativas, o que pode expô-lo a um risco de responsabilização consideravelmente alto*” (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 06 out. 2010. de Audiência Pública nº 01/09, p. 8, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010).

<sup>817</sup> Entre as sessenta e três companhias que possuíam ações na composição da carteira teórica do Índice IBOVESPA, composto por ações que representam mais de oitenta por cento do número de negócios e do volume financeiro negociado no mercado à vista e emitidas por companhias representativa de aproximadamente setenta por cento da capitalização bursátil da BM&FBOVESPA no período entre setembro e dezembro de 2012 (Cf. <http://www.bmfbovespa.com.br/indices>. Acesso em: 01 dez. 2012), trinta e cinco (aproximadamente cinquenta e cinco por cento do total) divulgou algum tipo de projeção ao longo dos últimos três anos, de acordo com Seção 11 de seus Formulários de Referência entregues em 2012 (Cf. <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2012).

determinados grupos de investidores e analistas de investimento, por exemplo, em reuniões reservadas e/ou no processo de apresentação de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários a investidores qualificados (*roadshow*).

#### 5.4.2.5 Comentários dos administradores às demonstrações financeiras

Não obstante a divulgação de projeções pelas companhias abertas, a par de sua importância para a adequada avaliação dos seus valores mobiliários, seja facultativa, existem outras informações de natureza prospectiva cuja divulgação muitas vezes é exigida pelo regime de *disclosure*, no campo dos comentários que devem ser feitos pelos administradores às demonstrações financeiras (conhecidos pelo termo em inglês *Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations – MD&A*).

No mercado de valores mobiliários norte-americano, a ideia de exigir dos administradores algum tipo de manifestação acerca dos resultados operacionais e da condição financeira das companhias, conforme evidenciado em suas demonstrações financeiras, passou a ser considerada pela *SEC* ao final da década de 1960<sup>818</sup>, culminando, em 1974, com a inclusão de uma seção específica nas demonstrações financeiras denominada *Management's Discussion and Analysis of the Summary of Earnings*.<sup>819</sup>

Posteriormente, no início da década de 1980, em meio à reforma regulatória decorrente da integração do regime informacional aplicável às ofertas públicas de distribuição e ao mercado secundário, bem como em atenção às propostas advindas do *Advisory Committee on Corporate Disclosure* com relação à importância das informações prospectivas para a tomada de decisão de investimento e adequada precificação dos valores mobiliários,<sup>820</sup> a *SEC* editou a *Regulation S-K*, estabelecendo diversos padrões a serem seguidos pelas companhias abertas norte-americanas na prestação das informações, inclusive com relação às informações de natureza econômico-financeiras (tratada nos *Itens 301 a 308* da norma).

---

<sup>818</sup> A esse respeito, E. KITCH afirma: “*At the end of the 1960's a new disclosure strategy began to emerge in the Commission's disclosure guides-documents designed to push issuers in the direction of good disclosure practices. The strategy, as it finally emerged, is to place on management the responsibility for identifying those aspects of an issuer's operations and accounting results which should be important to investors. Rather than struggling with the problem of identifying with meaningful precision the important information for valuing an issuer, the Commission requires the management of each issuer to struggle with the problem*” (KITCH, Edmund. Op. cit. p. 799)

<sup>819</sup> Cf. KITCH, Edmund. Op. cit. p. 799-800.

<sup>820</sup> Cf. KITCH, Edmund. Op. cit. p. 800-801.

O *Item 303* da *Regulation S-K* trata especificamente do *MD&A*, passando a exigir a divulgação de algumas informações de natureza prospectiva pelas companhias abertas. A ideia central encampada pelo regulador norte-americano era, por meio do *MD&A*, conceder aos investidores a oportunidade de “receber uma visão da companhia pelos olhos dos administradores”, por meio de uma análise de curto e longo prazo acerca de seus negócios.<sup>821</sup>

Nesse intuito, o *Item 303* da *Regulation S-K* exige a divulgação de comentários sobre quaisquer tendências de conhecimento da administração da companhia que possam afetar (i) a liquidez financeira da companhia; (ii) suas fontes de financiamento; e (iii) os resultados de sua operação.<sup>822</sup>

O dispositivo estabelece, ainda, que o *MD&A* deve abordar especificamente fatos relevantes ou situações de incerteza de conhecimento da administração que possam fazer com que as informações financeiras divulgadas não constituam um indicativo dos resultados operacionais ou da condição financeira futura da companhia, bem como encoraja que a companhia divulgue projeções, desde que observe os procedimentos estabelecidos na *Rule 175*.<sup>823</sup>

---

<sup>821</sup> Cf. *Securities Act Release No. 6711 – Concept Release on Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition And Operations (1987)*: “(...)II. The Purpose of MD & A and Current Requirements: The Commission has long recognized the need for a narrative explanation of the financial statements, because a numerical presentation and brief accompanying footnotes alone may be insufficient for an investor to judge the quality of earnings and the likelihood that past performance is indicative of future performance. MD & A is intended to give the investor an opportunity to look at the company through the eyes of management by providing both a short and long-term analysis of the business of the company” (reproduzido em COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 193).

<sup>822</sup> “*Regulation S-K, § 229.303 (Item 303): Management’s discussion and analysis of financial condition and results of operations. (...) (1) Liquidity. Identify any known trends or any known demands, commitments, events or uncertainties that will result in or that are reasonably likely to result in the registrant’s liquidity increasing or decreasing in any material way. If a material deficiency is identified, indicate the course of action that the registrant has taken or proposes to take to remedy the deficiency. Also identify and separately describe internal and external sources of liquidity, and briefly discuss any material unused sources of liquid assets. (2) Capital resources. (...) (ii) Describe any known material trends, favorable or unfavorable, in the registrant’s capital resources. Indicate any expected material changes in the mix and relative cost of such resources. The discussion shall consider changes between equity, debt and any off-balance sheet financing arrangements. (3) Results of operations. (...) (ii) Describe any known trends or uncertainties that have had or that the registrant reasonably expects will have a material favorable or unfavorable impact on net sales or revenues or income from continuing operations. If the registrant knows of events that will cause a material change in the relationship between costs and revenues (such as known future increases in costs of labor or materials or price increases or inventory adjustments), the change in the relationship shall be disclosed*” (Disponível em: <<http://www.ecfr.gov/>> . Acesso em: 01 dez. 2012).

<sup>823</sup> Nesse sentido, a *Regulation S-K, § 229.303*, estabelece: “*Regulation S-K, § 229.303 (Item 303): Management’s discussion and analysis of financial condition and results of operations. (...) 3. The discussion and analysis shall focus specifically on material events and uncertainties known to management that would cause reported financial information not to be necessarily indicative of future operating results or of future financial condition. (...)7. Any forward-looking information supplied is expressly covered by the safe harbor rule for projections. See Rule 175 under the Securities Act [17 CFR 230.175], Rule 3b-6 under the Exchange*

Ciente da eventual dificuldade em se diferenciar a natureza das informações prospectivas objeto de divulgação pelas companhias abertas, entre aquelas que se qualificam como tendências conhecidas (e, portanto, de divulgação obrigatória no *MD&A* por força do *Item 303* da *Regulation S-K*) e como projeções (de divulgação facultativa, nos termos da *Rule 175*), a *SEC* tratou, à época, de esclarecer que a distinção entre tendências e projeções reside na natureza da estimativa envolvida.

A divulgação obrigatória recai sobre aquelas informações que, embora prospectivas, baseiem-se em tendências, eventos ou incertezas que são de conhecimento da administração e podem afetar de modo relevante a companhia (e.g. redução dos preços dos produtos, de sua participação no mercado etc.), enquanto as projeções, de divulgação facultativa, constituem o exercício de prever uma tendência ou evento futuro, ou prever um impacto menos previsível de uma tendência já conhecida.<sup>824</sup>

Essa abordagem com relação às informações prospectivas, exigindo a divulgação de tendências conhecidas que possam afetar o prognóstico dos negócios da companhia e facultando a divulgação de projeções é, inclusive, recomendada pela *IOSCO*<sup>825</sup> e também

*Act [17 CFR 240.3b-6] and Securities Act Release No. 6084 (June 25, 1979) (44 FR 38810)*". (Disponível em: <<http://www.ecfr.gov/>>. Acesso em: 01 dez. 2012).

<sup>824</sup> Sobre a diferença entre tendências e projeções, o *Securities Act Release No. 6711 – Concept Release on Management's Discussion and Analysis of Financial Condition And Operations (1987)*, estabeleceu: "Both required disclosure regarding the future impact of presently known trends, events or uncertainties and optional forward-looking information may involve some prediction or projection. The distinction between the two rests with the nature of the prediction required. Required disclosure is based on currently known trends, events, and uncertainties that are reasonably expected to have material effects, such as: A reduction in the registrant's product prices; erosion in the registrant's market share; changes in insurance coverage; or the likely non-renewal of a material contract. In contrast, optional forward-looking disclosure involves anticipating a future trend or event or anticipating a less predictable impact of a known event, trend or uncertainty" (reproduzido em COFFEE JR, John; SALE, Hillary. op. cit. p. 194-195)

<sup>825</sup> Nesse sentido, o documento denominado *International Disclosure Standards For Cross-Border Offerings And Initial Listings By Foreign Issuers* sugere: "V. OPERATING AND FINANCIAL REVIEW AND PROSPECTS. Introduction: The purpose of this standard is to provide management's explanation of factors that have affected the company's financial condition and results of operations for the historical periods covered by the financial statements, and management's assessment of factors and trends which are anticipated to have a material effect on the company's financial condition and results of operations in future periods. Some countries may require a forecast or statement of the company's prospects for the current year and / or other future periods. (...) D. Trend Information. The company should identify the most significant recent trends in production, sales and inventory, the state of the order book and costs and selling prices since the latest financial year. The company also should discuss, for at least the current financial year, any known trends, uncertainties, demands, commitments or events that are reasonably likely to have a material effect on the company's net sales or revenues, income from continuing operations, profitability, liquidity or capital resources, or that would cause reported financial information not necessarily to be indicative of future operating results or financial condition" (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *International Disclosure Standards For Cross-Border Offerings And Initial Listings By Foreign Issuers*, 1998, p. 14-16, Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>>. Acesso em: 01 dez. 2012.

utilizada no mercado de valores mobiliários europeu.<sup>826</sup> No entanto, conforme veremos adiante, não foi implementada no mercado de valores mobiliários brasileiro, a despeito da intenção inicial da CVM.

No Brasil, até a edição da ICVM 480, a obrigatoriedade das companhias abertas divulgarem documento contendo os comentários da administração sobre demonstrações financeiras existia apenas nos prospectos das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.<sup>827</sup>

É bem verdade que a própria LSA exige<sup>828</sup> a elaboração e a divulgação, conjuntamente com as demonstrações financeiras, de relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos ocorridos no exercício social findo, documento que contém alguma análise interpretativa acerca das demonstrações financeiras.

Porém, apenas com a edição da ICVM 480 instituiu-se no Brasil um regime expresso acerca do tema, determinando o escopo e a amplitude dos comentários a serem feitos pela administração, anualmente, acerca dos aspectos econômico-financeiros evidenciados nas

<sup>826</sup> Nesse sentido, o *Annex I da Commission Regulation (EC) No 809/2004*, que implementa a *Directive 2003/71/EC* (conhecida como *Prospectus Directive*) estabelece: “12. TREND INFORMATION. 12.1. The most significant recent trends in production, sales and inventory, and costs and selling prices since the end of the last financial year to the date of the registration document. 12.2. Information on any known trends, uncertainties, demands, commitments or events that are reasonably likely to have a material effect on the issuer's prospects for at least the current financial year. 13. PROFIT FORECASTS OR ESTIMATES. If an issuer chooses to include a profit forecast or a profit estimate the registration document must contain the information set out in items 13.1 and 13.2. 13.1. A statement setting out the principal assumptions upon which the issuer has based its forecast, or estimate. There must be a clear distinction between assumptions about factors which the members of the administrative, management or supervisory bodies can influence and assumptions about factors which are exclusively outside the influence of the members of the administrative, management or supervisory bodies; the assumptions must be readily understandable by investors, be specific and precise and not relate to the general accuracy of the estimates underlying the forecast. 13.2. A report prepared by independent accountants or auditors stating that in the opinion of the independent accountants or auditors the forecast or estimate has been properly compiled on the basis stated and that the basis of accounting used for the profit forecast or estimate is consistent with the accounting policies of the issuer. 13.3. The profit forecast or estimate must be prepared on a basis comparable with the historical financial information. 13.4. If a profit forecast in a prospectus has been published which is still outstanding, then provide a statement setting out whether or not that forecast is still correct as at the time of the registration document, and an explanation of why such forecast is no longer valid if that is the case” (Disponível em: [http://www.esma.europa.eu/system/files/Implementing\\_Measure\\_Prospectus\\_Directive.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/Implementing_Measure_Prospectus_Directive.pdf)). Acesso em: 01 dez. 2012).

<sup>827</sup> Nesse sentido, o Item 5.1 do Anexo III da ICVM 400 (revogado pela ICVM 482) estabelecia, como conteúdo mínimo do prospecto: “5.1 DISCUSSÃO E ANÁLISE DA ADMINISTRAÇÃO SOBRE AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS. 5.1.1 Deve-se discutir a situação financeira da emissora, as alterações dessa situação e os resultados relativos a cada um dos exercícios sociais para os quais forem apresentadas demonstrações financeiras para fins de obtenção do registro de distribuição, incluindo as causas, suficientes ao entendimento do investidor sobre os negócios da emissora, de alterações materiais por cada ano em cada item das demonstrações financeiras; 5.1.2 Deve-se fornecer informações necessárias para o investidor compreender as condições financeiras da companhia e seus resultados; e 5.1.3 Deve-se discutir e analisar a capacidade de pagamento da companhia emissora relativamente aos seus compromissos financeiros”.

<sup>828</sup> Cf. artigo 133, I, da LSA.

demonstrações financeiras das companhias, em semelhança ao exigido pela regulação norte-americana no *MD&A*.

A exigência anual desse tipo de informação foi, inclusive, considerada um dos grandes avanços informacionais promovidos a partir da instituição do Formulário de Referência,<sup>829</sup> justamente por permitir uma melhor avaliação da companhia emissora a partir da visão da própria administração acerca do andamento de seus negócios.

Contudo, a proposta inicial da CVM, de se exigir a divulgação de algumas informações prospectivas na seção do Formulário de Referência que trata do comentário dos administradores às demonstrações financeiras, em linha com as práticas internacionais a respeito da matéria anteriormente mencionada, não logrou êxito.

A proposta inicial da regulamentação que posteriormente veio a ser a ICVM 480 exigia expressamente o comentário dos administradores sobre as perspectivas comerciais, operacionais e financeiras que condicionassem a evolução das atividades do emissor e dos mercados em que atua, identificando, entre outros fatores, eventuais tendências, favoráveis e desfavoráveis, nas fontes de financiamento do emissor e as possíveis variações no custo de capital da companhia delas decorrentes.<sup>830</sup>

Adicionalmente, a proposta exigia dos administradores comentários sobre fatos, fatores internos e externos, tendências e condições de mercado que:<sup>831</sup>

- (i) fossem relevantes para o desenvolvimento dos negócios do emissor;
- (ii) implicassem alterações relevantes no desempenho comercial dos produtos ou serviços oferecidos pelo emissor e a influência de tal alteração nos resultados do emissor;
- (iii) implicassem alterações relevantes nas receitas do emissor, indicando as razões para tal impacto;
- (iv) que pudessem resultar em ganho ou perda de liquidez dos valores mobiliários do emissor; e
- (v) qualquer outra informação que fosse considerada relevante pelos administradores.

Durante a audiência pública que antecedeu a edição da ICVM 480, os itens acima foram objeto de duras críticas, principalmente por parte da Associação Brasileira das

---

<sup>829</sup> Cf. AZAVEDO, Simone. Op. cit.

<sup>830</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 78 Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>831</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 78-79, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

Companhias Abertas – ABRASCA<sup>832</sup>, que, em síntese, posicionou-se contrariamente à divulgação obrigatória de quaisquer informações relativas a perspectivas futuras, que, na opinião da aludida entidade, deveriam ser consideradas, para fins da norma em elaboração, como projeções e, portanto, de divulgação facultativa.<sup>833</sup> É de se notar, também, que os argumentos apresentados contra a obrigatoriedade da inclusão desse tipo de informação no Formulário de Referência não foram fundamentados em quaisquer impactos negativos sob uma perspectiva da posição concorrencial da companhia, mas sim com base na imprevisibilidade que envolve esse tipo de informação e seus potenciais efeitos negativos que geram da incerteza a elas associada.

Não obstante a CVM tenha, na aludida audiência pública, reiterado expressamente a importância desse tipo de informação para a avaliação prospectiva do fluxo de caixa e da rentabilidade da companhia, bem como indicado a diferença conceitual existente entre tendências e projeções,<sup>834</sup> a autarquia acabou por ceder às pressões contrárias à

---

<sup>832</sup> Cf. YOKOI, Yuki. *Mais abertas*. Revista Capital Aberto. São Paulo, n° 74, out./2009, p. 10-14.

<sup>833</sup> “ABRASCA, ANBID e XXX sugerem que as informações sobre fatos, fatores internos e externos, tendências e condições de mercado sejam de divulgação facultativa, uma vez que envolvem projeções e estimativas que, de acordo com a regra geral estabelecida na Minuta, são de divulgação opcional. Em particular, a ABRASCA argumenta que fatos e dados incertos devem ser divulgados a critério da administração quando houver suporte suficiente. Alega que os administradores deveriam apenas comentar os fatos, fatores internos e externos, tendências e condições de mercado que afetam o emissor com relação ao passado e ao momento presente, e não sobre fatos incertos de alta imprevisibilidade” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência. Audiência Pública 07/2008, p. 40, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010). Omitiu-se o nome dos participantes da audiência pública que não constituem entidades representativas de agentes do mercado de valores mobiliários.

<sup>834</sup> “A projeções são estimativas de boa-fé sobre a performance futura do emissor. Tendências são inclinações já conhecidas pela administração que podem influir no desenvolvimento dos negócios do emissor, com relação a preços, custos, desenvolvimento de mercados, dentre outros aspectos relevantes. A CVM acredita que esses comentários são muito importantes, pois permitem que os investidores enxerguem a situação do emissor pela perspectiva dos administradores. A prática internacional é exigir a divulgação de tendências separadamente da divulgação de projeções. As projeções são, em geral, facultativas, mas a divulgação de tendências não (ver transcrições abaixo). A CVM entende que este é um modelo desejável e, por isso, manteve a obrigatoriedade de os emissores se pronunciarem sobre determinadas tendências já identificadas por eles, em especial, quanto às condições financeira e patrimonial do emissor e aos seus resultados operacionais. Apesar da convicção de que a divulgação de tendências é desejável, a CVM concorda com os participantes que a redação original do item 10.9 era inadequada. Isto porque misturava tendências com outras informações que só devem ser solicitadas em relação ao passado. Por isso, o item foi reformulado e se transformou nos itens 10.2 e 10.4(...) A elaboração de comentários sobre fatos, fatores internos e externos, tendências e condições de mercado não se confunde com a divulgação de projeções. A projeções são estimativas de boa-fé sobre a performance futura do emissor. O item 10.10 tem foco naqueles eventos futuros, certos ou incertos, e nas tendências já conhecidas pela administração que podem influir no desenvolvimento dos negócios do emissor, com relação a preços, custos, desenvolvimento de mercados, dentre outros aspectos relevantes. A CVM acredita que esses comentários são muito importantes, pois permitem que os investidores enxerguem a situação do emissor pela perspectiva dos administradores. Em particular, eles são relevantes para que os investidores possam avaliar se o fluxo de caixa e a rentabilidade do emissor, tal como evidenciados nas demonstrações financeiras dos exercícios anteriores, tendem a se manter, a melhorar ou a piorar no futuro. Além disso, trata-se de informação recomendada pelas entidades internacionais especializadas em mercados de valores mobiliários, conforme demonstra o documento

obrigatoriedade da divulgação desse tipo de informação, suprimindo-a da versão final do Formulário de Referência,<sup>835</sup> que limita-se a mencionar que, nos comentários dos administradores às demonstrações financeiras, essas informações são desejáveis.<sup>836</sup>

5.4.2.6 Informações importantes para a avaliação dos fundamentos econômicos das companhias não exigidas pelo regime informacional: aspectos concorrenciais

A partir do exposto, é possível afirmar que o regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras contempla diversos elementos considerados importantes à viabilização de uma adequada avaliação econômica das companhias abertas, auxiliando na tomada de decisão de investimento e no incremento da eficiência informacional do mercado de valores mobiliários.

Sob essa perspectiva, as evoluções recentes estão associadas às alterações nos padrões contábeis em decorrência da adoção do *IFRS* e ao alargamento do conteúdo das obrigações informacionais contínuas promovido pela ICVM 480, que, entretanto, apesar de ter introduzido algumas inovações significativas nesse campo, principalmente informações mais detalhadas sobre os segmentos de atividades das companhias e a introdução dos comentários dos administradores às demonstrações financeiras, não logrou êxito na tentativa de, neste último, introduzir a exigência de divulgação de informações prospectivas, tão caras à adequada avaliação dos fundamentos econômicos das companhias.

Feita essa primeira consideração, cumpre avançar na análise dessa funcionalidade específica do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras, indagando

*divulgado pela IOSCO, em 1998, sobre International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers. Finalmente, tal informação é usualmente exigida por órgãos reguladores estrangeiros, como se vê na Regulation S-K, em vigor nos Estados Unidos, e no Commission Regulation No. 809/2004 que implementa a Diretiva 2003/71/EC, em vigor na União Europeia. Por essas razões, a CVM entende que é importante que tais comentários sejam obrigatoriamente fornecidos pelos administradores. No entanto, a CVM concorda com os participantes que a redação original era inadequada e a reformulou.* (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência*. Audiência Pública 07/2008, p. 37-41, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>835</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Revisão Final do Formulário Cadastral e do Formulário de Referência e Informações Requeridas das Diferentes Categorias de Emissores*. Audiência Pública 07/2008, p. 13, Disponíveis em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>836</sup> Nesse sentido, a Nota 15 ao Item 10.1 do Formulário de Referência, sugere: “Sempre que possível, os diretores devem comentar também neste campo sobre as principais tendências conhecidas, incertezas, compromissos ou eventos que possam ter um efeito relevante nas condições financeiras e patrimoniais do emissor, e em especial, em seu resultado, sua receita, sua lucratividade, e nas condições e disponibilidade de fontes de financiamento”. (Cf. Anexo 24 da ICVM 480).

se seu conteúdo é suficiente para a adequada avaliação do valor intrínseco dos valores mobiliários negociados, ainda que esse valor não se reflita em seus preços em decorrência dos elementos operacionais do mercado e comportamentais dos investidores descritos ao longo do Capítulo 3.

Para proceder essa análise, partiremos de alguns argumentos desenvolvidos por E. Kitch<sup>837</sup> e M. Guttentag,<sup>838</sup> segundo os quais as informações que seriam realmente fundamentais à avaliação econômica das companhias e, conseqüentemente, a adequada tomada de decisão dos investidores e precificação dos valores mobiliários não são integralmente exigidas pelo regime informacional obrigatório.

De acordo com M. Guttentag, para tanto, seria necessário que as companhias divulgassem mais informações geradas internamente no âmbito de sua gestão operacional.<sup>839</sup> Em sua visão, as informações que seriam efetivamente relevantes para a funcionalidade do regime informacional ora sob análise são basicamente aquelas utilizadas pelos próprios administradores para gerir a companhia.<sup>840</sup>

É evidente que as informações utilizadas pela administração variam imensamente de acordo com suas características, estratégias e mercado de atuação; entretanto, M. Guttentag afirma que elas poderiam ser genericamente divididas em quatro categorias distintas, quais sejam (i) relatórios financeiros operacionais específicos; (ii) análise de lucratividade de produtos e serviços; (iii) outras medidas de performance; e (iv) análises sobre investimentos futuros.<sup>841</sup>

A primeira categoria incluiria dados sobre os resultados financeiros gerados pelas várias unidades de negócio da companhia, como, por exemplo, uma determinada loja ou uma determinada linha de produtos.<sup>842</sup>

A segunda categoria incluiria uma análise detalhada da lucratividade unitária dos produtos e serviços oferecidos pela companhia, bem como a correta identificação da maneira como os seus custos fixos são alocados em seus diversos produtos e serviços para esses efeitos.<sup>843</sup>

A terceira categoria refere-se a informações não exclusivamente financeiras e

---

<sup>837</sup> Cf. KITCH, Edmund. Op. cit.

<sup>838</sup> Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit.

<sup>839</sup> Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 130.

<sup>840</sup> Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 171.

<sup>841</sup> Ibidem.

<sup>842</sup> Ibidem.

<sup>843</sup> Ibidem.

tipicamente quantitativas utilizadas para avaliar as operações da companhia, como, por exemplo, a expectativa de vida de seus clientes e pesquisas de opinião sobre seus produtos e serviços.<sup>844</sup>

A última categoria, por sua vez, engloba os modelos e premissas utilizados pelos administradores para avaliar novas oportunidades de negócio e projetar os fluxos de caixa e resultados financeiros delas advindos, como, por exemplo, estimativas de preços futuros, níveis de produtividade e comportamento dos consumidores.<sup>845</sup>

M. Guttentag afirma que são essas as informações realmente demandadas pelos investidores sofisticados,<sup>846</sup> mas que, entretanto, não são exigidas pelo regime informacional obrigatório aplicável às companhias abertas,<sup>847</sup> embora sejam, usualmente, exigidas e fornecidas para esse tipo de investidor quando da realização de aquisições ou subscrições privadas de participação societária relevante em companhias (como, por exemplo, no caso de um investimento de *private equity* ou na hipótese de um *private placement*, espécie de operação que, nos termos do regime norte-americano, não sujeita a companhia a obrigações informacionais).<sup>848</sup>

É bem verdade que algumas informações afetas às duas primeiras categorias apresentadas por M. Guttentag são, de alguma forma, recorrentemente exigidas pelos regimes informacionais obrigatórios,<sup>849</sup> entretanto, não no mesmo nível de detalhe proposto pelo referido autor.

Entretanto, também é evidente que inundar o mercado com relatórios e informações

<sup>844</sup> Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 171-172.

<sup>845</sup> Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 172.

<sup>846</sup> Nesse sentido, M. GUTTENTAG refere-se a estudos feitos na década de 1990 que corroboram essa afirmação (Cf. GUTTENTAG, Michael D. op. cit. p. 172-173). O primeiro deles, publicado em 1993 pela *Association for Investment Management and Research* e denominado *Financial Reporting in the 1990's and Beyond* concluiu que os membros da aludida associação desejavam que as companhias abertas divulgassem mais informações gerenciais (Cf. KNUTSON; Peter H. *Financial reporting in the 1990s and beyond: a position paper*. Charlottesville: Association for Investment Management and Research, 1993, p. 85-86 apud GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 172). O segundo, publicado em 1994 pela *American Institute of Certified Public Accountants* denominado *Improving Business Reporting: A Customer Focus* concluiu: “To meet users' changing needs, business reporting must: (a) Provide more information with a forward-looking perspective, including management's plans, opportunities, risks, and measurement uncertainties. (b) Focus more on the factors that create longer term value, including non-financial measures indicating how key business processes are performing. (c) Better align information reported externally with the information reported to senior management to manage the business” (Cf. AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS. *Improving Business Reporting: A Customer Focus*, 1994, p. 16, Disponível em: 23 nov. 2012

<<http://www.aicpa.org/interestareas/frc/accountingfinancialreporting/downloadabledocuments/jenkins%20committee%20report.pdf>>. Acesso em: 05 dez. 2012).

<sup>847</sup> Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 172-176.

<sup>848</sup> Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 181.

<sup>849</sup> No caso brasileiro, os Itens 7.2 e 7.3 do Formulário de Referência exigem algumas dessas informações.

gerenciais extensas (e muitas vezes, extremamente técnicas) poderia ter efeito deletério,<sup>850</sup> principalmente por contribuir com o excesso de informação e com as distorções decorrentes. Com efeito, M. Guttentag afirma que para determinar adequadamente o nível de detalhe das informações utilizadas pela administração que deveriam ser divulgadas no escopo do regime informacional obrigatório, é essencial avaliar como essa informação é processada e utilizada dentro da própria companhia.<sup>851</sup> Nesse sentido, afirma que os investidores sofisticados estariam interessados em informações no mesmo nível de detalhe daquelas fornecidas ao diretor presidente de uma companhia, ou seja, que possibilite uma análise ampla sobre as suas atividades.<sup>852</sup>

A partir das considerações acima apresentadas, é possível afirmar que o regime informacional obrigatório (inclusive o brasileiro) de fato não exige uma série de informações que seriam fundamentais à adequada avaliação dos fundamentos econômicos (principalmente ao considerarmos a importância das informações prospectivas para essa avaliação), comprometendo sua funcionalidade relativa à tomada de decisão de investimento e adequada precificação dos valores mobiliários.

Essa constatação auxilia, portanto, a explicar (juntamente com as questões operacionais e comportamentais abordadas no Capítulo 3 acima) o motivo pelo qual recorrentemente existe uma discrepância entre o preço de mercado dos valores mobiliários negociados e seu valor intrínseco.

No caso brasileiro, essa discrepância é evidenciada nas oportunidades em que a LSA obriga a divulgação de laudo de avaliação das companhias, nas hipóteses em que referidos documentos são elaborados a partir de critérios que busquem aferir seu valor intrínseco<sup>853</sup>. A discrepância (a maior ou a menor, conforme o caso), explica-se pelo fato de os avaliadores, nessas hipóteses, terem acesso a diversas informações (como aquelas citadas por M. Guttentag) que são essenciais à adequada avaliação dos fundamentos

---

<sup>850</sup> Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 177.

<sup>851</sup> Ibidem.

<sup>852</sup> A esse respeito, M. Guttentag afirma: “*The sophisticated investor and the company's Chief Executive Officer (CEO) would be interested in information at a similar level of detail. The CEO is reviewing and building the company from the firm-wide perspective, just as the investor is concerned with the overall value and management of the firm. Therefore, the level of detail of information subject to a disclosure requirement should be on par with the level of detail of information typically utilized by a company's CEO. At this level of detail, the amount of information subject to a disclosure requirement might be substantial, but just as this information is useful to a CEO in managing the firm, this information would also be useful to a sophisticated investor in evaluating the firm and its management*” (Cf. Guttentag, Michael D. Op. cit. p. 177-178).

<sup>853</sup> Como, por exemplo, quando da realização de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta ou em virtude de aumento de participação do acionista controlador, por força do artigo 4º, §4º e 6º, respectivamente, da LSA.

econômicos da companhia, principalmente sob uma ótica prospectiva, que, entretanto, não são exigidas pelo regime de *disclosure*. Tanto que referidos avaliadores costumam sujeitar-se a obrigações especiais de confidencialidade na esfera de suas atividades, com relação às informações afetas às companhias a que tem acesso durante seu processo de avaliação.

Adicionalmente, é de se notar que quando da realização de uma operação de aquisição privada de controle, ou de participação societária relevante, em uma companhia aberta, os potenciais adquirentes dificilmente restringem-se às informações públicas divulgadas pelas companhias em virtude do regime informacional obrigatório.

Em contrário, são realizadas extensas, custosas e detalhadas auditorias jurídicas, contábeis e financeiras, com base em informações que extrapolam aquelas cuja divulgação é obrigatória por exigência legal ou regulatória, pois referidos dados são reputados essenciais para a avaliação da participação societária a ser adquirida e, conseqüentemente, para a definição do respectivo preço de aquisição.

No entanto, constatar que uma quantidade relevante de informações essenciais à tomada de decisão do investidor e à adequada precificação dos valores mobiliários não são requeridas pelo regime informacional obrigatório não implica necessariamente em reconhecer que essas deveriam ser compulsoriamente exigidas como requisito de entrada e permanência no mercado de valores mobiliários, de modo a garantir que essa funcionalidade do aludido regime fosse melhor atendida.

Isso porque grande parte das informações que permitiriam ao investidor avaliar com maior precisão os fundamentos econômicos da companhia são justamente aquelas informações que poderiam ser também utilizadas pelos seus concorrentes, clientes e fornecedores, implicando para a companhia que as divulga perda de vantagens competitivas de que goze em seu mercado de atuação.

Como resultado, a divulgação dessas informações poderia contribuir para a redução do próprio valor da companhia (podendo, no limite, inviabilizar sua atividade econômica), o que significa dizer que seu custo de produção e aquisição incluiria essa desvalorização.<sup>854</sup>

Conforme abordado no Capítulo 3 acima, uma das justificativas recorrentemente

---

<sup>854</sup> Cf. KITCH, Edmund Op. cit. p. 848-849. A esse respeito, referido autor afirma: "*the second reason why accuracy enhancement cannot be achieved - the reason inherent in the world in which issuers do business - is that information is power, including the power to compete effectively. In the hands of competitors and others with interests adverse to the issuer, information relevant to accuracy enhancement can be used to harm the issuer. Information is a weapon, and issuers have strong incentives to make disclosures consistent with their success in rivalry with competitors and other adversaries rather than to enhance the accuracy of the prices at which their publicly issued securities are bought and sold. It is no accident that securities documents are opaque*" (KITCH, Edmund. Op. cit. p. 772).

apontadas para a necessidade da imposição regulatória de obrigações informacionais às companhias abertas, em contraponto à aceitação da ideia de que essas voluntariamente divulgariam as informações de interesse dos investidores para beneficiar-se de uma redução em seu custo de capital e valorização dos seus valores mobiliários no mercado secundário, é justamente a existência de externalidades positivas (decorrentes da comentada qualificação da informação como bem público), dada a utilização que pode ser feita de terminadas informações pelos seus concorrentes, clientes e fornecedores.<sup>855</sup>

Não obstante a validade dessa justificativa para o caráter mandatório do regime de *disclosure*, é necessário analisá-la com cautela. Parece claro que a divulgação de informações poderá beneficiar, em maior ou menor grau, terceiros cuja atuação a partir de sua titularidade pode, de alguma forma, representar prejuízo para a companhia que as divulga, cuja magnitude dependerá, obviamente, da natureza e da sensibilidade da informação divulgada.

A obrigatoriedade de divulgação das demonstrações financeiras, talvez a mais primária obrigação informacional e que, inclusive, se aplica a companhias fechadas,<sup>856</sup> por si só já pode gerar o impacto acima mencionado,<sup>857</sup> visto que esse documento pode relevar dados sobre o porte, as fontes de receita, o fluxo de caixa, os custos, os ativos e passivos da companhia que podem ser utilizados por terceiros que possuem relação de concorrência ou

---

<sup>855</sup> Nesse sentido, F. Easterbook e D. Fischel consideram que esses efeitos perante terceiros gerados a partir da divulgação de uma determinada companhia integram os rol de justificativas para a existência de um regime obrigatório de informações, afirmando: “*We discussed three reasons why the self-interest model of disclosure might not lead to optimal release of information: (1) some data would concern the industry as well as the firm, and firms would underproduce this data both because they could not charge for benefits conferred on others and because they would want to learn the plans of others without disclosing their own; (2) comparative data would be underproduced because of the inability to charge for it; (3) no firm would have the appropriate incentives to create the least-cost formula for disclosure*” (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. Op. cit. p. 300). M. Fox qualifica essa externalidade como “custos intrafirma”, afirmando: “*For each individual U.S. issuer, a disclosure of information involves two different kinds of costs: “operational” costs and “inter-firm” costs. Operational costs are the out-of-pocket expenses and the diversions of management and staff time that issuers incur to provide the required information. Interfirm costs arise from the fact that the information provided can put the issuer at a disadvantage relative to its competitors, major suppliers, and major customers*” (Cf. FOX, Meritt (1999). Op. cit. p. 1345) Segundo referido autor, a existência desses “custos intra-firma” impediriam a divulgação voluntária de informações em um nível ótimo, socialmente desejável (Cf. FOX, Meritt (1999). Op. cit. p. 1343-1346).

<sup>856</sup> Assim como ocorre no Brasil com relação a todas as sociedades por ações e às chamadas sociedades de grande porte (conforme definido pela Lei nº 11.638/2007), a publicação de demonstrações financeiras também é mandatória no âmbito da Comunidade Europeia. Nesse sentido, W. Schön salienta que nos países europeus, de modo geral, a divulgação de determinadas informações é vista como uma contrapartida ao gozo do regime de responsabilidade limitada pelas sociedades (Cf. SCHÖN, Wolfgang. Op. cit. p. 290), existindo, inclusive, entendimento jurisprudencial (caso *Axel Springer*, decidido pela *European Court of Justice of the European Union*), no sentido de que os concorrentes são, juntamente com os acionistas e os credores, beneficiários legítimos do regime de publicidade obrigatória (Cf. SCHÖN, Wolfgang. Op. cit. p. 261-262).

<sup>857</sup> Cf. SADKA, Gil. *Financial Reporting and Product Markets: Learning from Competitors*, 2004, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=556183>>. Acesso em: 17 dez. 2012.

comercial com a companhia que as divulga.<sup>858</sup>

Assim, em qualquer cenário, é evidente que a decisão de uma companhia em acessar ou não o mercado de valores mobiliários (ou mesmo até de se constituir sob determinada forma societária que exige a divulgação de determinadas informações financeiras) sempre deve sopesar o impacto que o regime de divulgação obrigatória de informações causará em sua posição competitiva diante dos benefícios trazidos pela abertura de seu capital.<sup>859</sup>

Porém, é evidente que essa ponderação é influenciada pela natureza das informações divulgadas. Nem todas as informações, pressupostamente de interesse dos investidores e, portanto, incluídas no regime de *disclosure*, são também de interesse dos concorrentes, clientes e fornecedores da companhia, e vice-versa. Contudo, na hipótese de sobreposição, parece razoável assumir que o interesse dos investidores em obter uma determinada informação importante à avaliação da companhia será limitado pelos efeitos negativos que a divulgação daquela informação pode gerar em decorrência da eventual perda de vantagem competitiva decorrente (que pode representar, no limite, redução do valor do investimento), e os benefícios resultantes da titularidade da informação.<sup>860</sup>

Dessa forma, parece claro que, a depender da sensibilidade e da natureza estratégica da informação, como é o caso daquelas indicadas por M. Guttentag, sua divulgação seria indesejável, ainda que pudesse permitir uma melhor avaliação econômica da companhia e, portanto, contribuir com a funcionalidade do regime informacional relativa à tomada de

<sup>858</sup> A esse respeito, W. Schön afirma: “*Next to the capital market we have to look at the product market, ie the market where the (corporate) business entity offers goods or services to the general public. In this market, information about the economic situation of the enterprise can be valuable for suppliers, customers and competitors of the business. Suppliers and customers are better able to define their negotiation strategy towards the company when they have specific information as to its financial data. Competitors are put into the position to identify rewarding markets, to assess the quality of strategic or technological developments, or to set price and quantity goals for their own production*” 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. 273).

<sup>859</sup> Cf. SCHÖN, Wolfgang. Op. cit. p. 294.

<sup>860</sup> Nesse sentido, E. KITCH afirma: “*The problem with accuracy enhancement as the normative goal for securities disclosure is that the very information that will enable investors to value the corporation is information that can and will be used by competitors and others to decrease the value of the issuer. Investors can have the information, but at a price: their investment will be worth less*” (KITCH, Edmund, op. cit. p. 848). Em sentido contrário, C. Salomão Filho minimiza essa situação por considerar que as informações que interessam aos investidores e aos concorrentes são diversas, e, nesse sentido, afirma: “*O que ocorre é que a informação que interessa ao Mercado não é tipicamente a informação que interessa ao concorrente. Aquele se interessa – em matéria de negócios sociais – por informações reveladoras das perspectivas de rentabilidade da companhia. Já os concorrentes se interessam por informações estratégicas da área comercial e industrial. Consequentemente, pode-se concluir que, na realidade, inexistem, em princípio, tensões entre princípio da informação completa e proteção de informação frente aos concorrentes*” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 157-158).

decisão de investimento e à precificação dos valores mobiliários.<sup>861</sup>

Nesse sentido, o próprio regulador do mercado de valores mobiliários recorrentemente reconhece os danos que a divulgação de informações sensíveis pode causar aos emissores e, nesse sentido, expressamente os dispensa da prestação de informações dessa natureza.<sup>862</sup>

A partir do momento em que o órgão regulador do mercado de valores mobiliários passa a exigir informações dessa natureza no âmbito do regime de *disclosure*, a análise dos custos associados à divulgação desse tipo de informação (dadas as potenciais consequências negativas por seu acesso por concorrentes, clientes e fornecedores) e os benefícios de acessar o mercado de valores mobiliários para captar recursos necessários à consecução de sua atividade passa a ser mais complexa, e, obviamente, depende de aspectos internos e setoriais de cada companhia e de seu estágio de desenvolvimento,<sup>863</sup> pois a divulgação dessas informações terá impactos diferentes a depender do perfil de cada

<sup>861</sup> A esse respeito, E. KITCH afirma: “*If the purpose of disclosure is to enable investors to correctly value the stock of the issuer, the information they need is information about what steps management is taking, and is going to take, to improve or preserve the performance of the issuer. The investor can then evaluate those steps and decide for him or herself whether they are likely to work. The problem is that if management has correctly identified the steps to take, once competitors learn what the steps are they can proceed to follow those steps*” (Cf. KITCH, Edmund. Op. cit. p. 853).

<sup>862</sup> Cf. KITCH, Edmund, op. cit. p. 838-839; e R. ROMANO (2002) op. cit. p. 35-36. A esse respeito, E. KITCH afirma: “*Why, if the need for secrecy is an important problem under the securities laws, hasn't the point been made frequently and vehemently by issuers? The answer is that the securities laws have not required the disclosure of sensitive information. The accuracy enhancement goal, however, requires that they do, and if implemented, would make the problem a serious one. The need for confidentiality was, in fact, a credible argument in the formative years of the securities laws*” (KITCH, Edmund. Op. cit. p. 865). Nesse sentido, no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, é sintomática a redação do §229-101 da *Regulation S-K*, que, ao apresentar os requisitos do *MD&A*, delimita o escopo da prestação de informações sobre novos produtos e segmentos de negócios das companhias abertas, : “*(...) A description of the status of a product or segment (e.g., whether in the planning stage, whether prototypes exist, the degree to which product design has progressed or whether further engineering is necessary), if there has been a public announcement of, or if the registrant otherwise has made public information about, a new product or segment that would require the investment of a material amount of the assets of the registrant or that otherwise is material. This paragraph is not intended to require disclosure of otherwise nonpublic corporate information the disclosure of which would affect adversely the registrant's competitive position*” (Disponível em: <http://www.ecfr.gov/>. Acesso em: 01 dez. 2012). No mesmo sentido, a CVM reconheceu, durante a audiência pública que precedeu a edição da ICVM 480, que informações estratégicas do ponto de vista concorrencial não deveriam ser incluídas no regime informacional obrigatório, conforme pode ser depreendido do trecho a seguir do relatório da aludida audiência pública: *A CVM revisitou item por item e eliminou informações que entendia potencialmente estratégicas, tais como a indicação da distribuição geográfica e por ramo de atividade dos investimentos. A CVM também determinou que certas informações só fossem mencionadas no formulário de referência caso já tivessem sido divulgadas ao mercado, tais como a aquisição de plantas, equipamentos, patentes e outros ativos que devam influenciar materialmente a capacidade produtiva do emissor, bem como a descrição de pesquisas em andamento e projetos em desenvolvimento*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência*. Audiência Pública 07/2008, p. 42, Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 06 out. 2010).

<sup>863</sup> Cf. Schön, Wolfgang. Op. cit. p. 278.

companhia.

Esse tipo de exigência de modo indiscriminado representa uma efetiva barreira de acesso ao mercado de valores mobiliários,<sup>864</sup> afastando-o de sua função primária, e sempre que a divulgação de informações representar perda significativa de posição competitiva para a companhia, os investidores tenderiam a abrir mão dessa,<sup>865</sup> em benefício da preservação do valor do seu investimento.

Adicionalmente, no caso das companhias já abertas, esse tipo de exigência representaria um significativo obstáculo à inovação, uma vez que a necessidade de divulgação prematura de projetos, produtos ou serviços em desenvolvimento minimizaria substancialmente seus ganhos decorrentes.<sup>866</sup>

No entanto, alguns argumentos são recorrentemente utilizados na justificativa de se buscar a prestação, por parte das companhias abertas, de uma maior quantidade de informações estratégicas que contribuam para sua melhor avaliação, sugerindo uma leitura diferenciada da externalidade gerada a partir da divulgação desse tipo de informação.

M. Fox, por exemplo, sugere que a análise dos custos decorrentes da divulgação de determinada informação estratégica não deve se limitar individualmente à eventual perda sofrida pela companhia que a divulga, devendo incluir, em contrapartida, os ganhos experimentados por aqueles que se beneficiam da informação (e.g. concorrentes, fornecedores e clientes)<sup>867</sup> que podem equivaler ou superar a referida perda, fazendo com que o ganho global com a divulgação da informação supere o custo individual dela decorrente.

Referido autor sugere, ainda, que esse cálculo considere os benefícios que a própria companhia terá ao acessar informações sensíveis de seus próprios concorrentes,

<sup>864</sup> W. Schön ressalta que esse problema é substancialmente maior com relação ao acesso das empresas de menor porte ao mercado de valores mobiliários e, nesse sentido, afirma: “*Firstly, formally unified mandatory disclosure requirements business entities face the problem that the same rule can do much more damage to small single-business firms than to large conglomerates. This is particularly problematic because these small single-business firms tend to carry out more innovative business than large stock corporations, so they have an interest in being shielded against big players who want to siphon off profitable business and technological opportunities. This is not only relevant when we look at technologically sensitive information but also with respect to strategically important knowledge, eg financial data which enable strong competitors to engage in predatory pricing*” (SCHÖN, Wolfgang. Op. cit. p. 288).

<sup>865</sup> Cf. SCHÖN, Wolfgang. Op. cit. p. 294.

<sup>866</sup> Conforme mencionado no Capítulo 2, é justamente em decorrência de desincentivos semelhantes que se justifica a intervenção do Estado na proteção à propriedade intelectual.

<sup>867</sup> A esse respeito, M. Fox afirma: “*Interfirm costs, however, are costs only to the individual firm. They are not social costs because the interfirm disadvantages on the issuer from the disclosure are counterbalanced by the advantages disclosure confers on the other firms*” (Cf. FOX, Meritt (2009). Op. cit. p. 1345-1346).

fornecedores e clientes,<sup>868</sup> assumindo, obviamente, um cenário onde todos seriam companhias abertas e estariam sujeitos às mesmas obrigações informacionais.<sup>869</sup>

A aplicação dessa ideia, justificaria, por exemplo, a divulgação de informações estratégicas que não obstante deletérias para o valor de uma determinada companhia, promovessem um incremento no valor daquelas que delas se aproveitassem, superior ao prejuízo experimentado pelas primeiras.

O primeiro problema que surge, naturalmente, é como aferir, *ex-ante* e em abstrato, quando da definição do conteúdo das obrigações informacionais, que tipo de informações surtiria esse efeito específico, na medida em que o prejuízo experimentado por uma determinada companhia a partir da divulgação de uma determinada informação estratégica e os ganhos aferidos pelos concorrentes, clientes e fornecedores a partir da detenção dessa informação depende de infinitas variáveis simplesmente impossíveis de serem previstas, afetas a aspectos internos de cada uma das companhias envolvidas, a seu estágio de evolução e ao mercado em que atuam, dentro outros inúmeros fatores.<sup>870</sup>

Todavia, M. Guttentag vai ainda além e afirma que a ponderação acima não pode deixar de considerar os benefícios resultantes da diminuição do poder de mercado de uma determinada companhia, que decorra da obrigatoriedade de divulgação de informações que sejam úteis aos seus concorrentes, clientes e fornecedores, ainda que em contrapartida, deletéria para as vantagens competitivas detidas pela companhia que as divulga.<sup>871</sup>

---

<sup>868</sup> Nesse sentido, M. Fox afirma: *It would be misleading, however, to stop the analysis at the level of the individual firm. A widespread disclosure practice, whether prompted by a mandatory regime or other pressures, involves the issuer's competitors, suppliers, and customers providing information comparable to what the issuer provides. The information provided by these other firms can be useful to the issuer. Depending on the particular issuer, these countervailing gains may equal or exceed the nonoperational, 'interfirm' costs that the issuer incurs as a result of the practice. Looking at the question across the whole economy, the average issuer will gain as many advantages from knowing more about its competitors, suppliers, and customers as these firms will gain from knowing about the issuer*" (FOX, Meritt. Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom. *Michigan Law Review*. Ann Arbor: University of Michigan, v. 95, 1997, p. 2551).

<sup>869</sup> Premissa que, por si só, seriam suficiente para relativizar a afirmativa, principalmente no caso do Brasil, onde as companhias abertas ainda são uma ínfima minoria.

<sup>870</sup> Conforme pontuado por R. ROMANO, é bem plausível assumir que, em diversas situações, o saldo dessa ponderação seria negativo Nesse sentido, referida autora afirma: *"Finally, it is altogether possible that in the case of a positive externality, the harm to the disclosing firm would be greater than the benefit to rival firms from disclosing information. If this were the situation, then the social welfare maximizing policy would not be to mandate disclosure"* (ROMANO, Roberta. *The Need For Competition in International Securities Regulation*, 2001, p. 40, Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=278728>>. Acesso em: 27 nov. 2012. Da mesma forma, W. SCHÖN afirma: *"While it is certain that mandatory disclosure of information to other participants in the product market will lead to high direct and indirect costs for the supplier of this information, it cannot be said in general that this loss will be outweighed by benefits derived by other participants and the economy in general"* (Cf. SCHÖN, Wolfgang. Op. cit. p. 287).

<sup>871</sup> A esse respeito, referido autor afirma: *"Information held within a company can create monopoly power for the firm, comparable to the monopoly power conferred under intellectual property law. Disclosures can*

Assim, o autor sugere que os benefícios associados aos ganhos obtidos pelos competidores, o incremento na alocação dos ativos disponíveis na economia e os ganhos gerados aos consumidores sejam ponderados em face da eventual perda de vantagem competitiva e do desincentivo ao investimento em inovações decorrentes da obrigatoriedade de divulgação de informações estratégicas<sup>872</sup> que sejam úteis à avaliação dos fundamentos econômicos de uma companhia e, portanto, importantes à funcionalidade do regime informacional concernente à tomada de decisão dos investidores e à adequada precificação dos valores mobiliários de sua emissão.

O fundamento dessas propostas está na ideia de que esse tipo de informação deveria ser divulgada quando contribuísse, globalmente, para o bem-estar econômico da sociedade em geral, ainda que à custa de prejuízos individuais para as companhias e seus investidores.<sup>873</sup>

Não obstante a validade teórica do argumento,<sup>874</sup>, a questão que se coloca é em que medida a política regulatória do mercado de valores mobiliários e, em especial, o regime de *disclosure*, deveria ocupar-se dessa tarefa, principalmente por meio da tentativa de corrigir problemas concorrencias afetos ao mercado de produtos e serviços em que as referidas companhias atuam, ou se essas questões deveriam ser tuteladas e, conseqüentemente, o aludido incremento do bem-estar econômico da sociedade, promovido, exclusivamente por meio de outras áreas do direito, mormente o direito da concorrência e do consumidor.

*reduce a firm's monopoly power, which could lead to a gain in consumer welfare*" (Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 138-139).

<sup>872</sup> Cf. GUTTENTAG, Michael D. op. cit. p. 142. M. FOX também chama atenção para o papel do regime de divulgação de informações com relação a redução de posições competitivas dominantes e os benefícios dela decorrentes, afirmando: "*increased disclosure will lead to more effective competition and hence a reduction in the allocative distortions associated with monopoly rents*" (FOX, Meritt (1997). Op. cit. p. 2552.

<sup>873</sup> G. HERTING, G. KRAAKMAN e R. ROCK afirmam, ainda, que os prejuízos experimentados por um determinado investidor em decorrência da divulgação de informações sensíveis poderiam ser neutralizados na hipótese do investidor ser titular de um portfólio diversificado, pois seriam compensados pelos ganhos auferidos pela titularidade dos valores mobiliários de emissão daqueles que se beneficiariam da informação (Cf. HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Op. cit. p. 278).

<sup>874</sup> Nesse sentido, acerca da necessidade de analisar os efeitos globais advindos de arranjos sociais, R. COASE afirma: "*The cost of exercising a right (of using a factor of production) is always the loss which is suffered elsewhere in consequence of the exercise of that right-the inability to cross land, to park a car, to build a house, to enjoy a view, to have peace and quiet, or to breathe clean air. It would clearly be desirable if the only actions performed were those in which what was gained was worth more than what was lost. But in choosing between social arrangements within the context of which individual decisions are made, we have to bear in mind that a change in the existing system which will lead to an improvement in some decisions may well lead to a worsening of others. Furthermore we have to take into account the costs involved in operating the various social arrangements (whether it be the working of a market or of a government department), as well as the costs involved in moving to a new system. In devising and choosing between social arrangements we should have regard for the total effect*" (Cf. COASE, Ronald Harry (1960). Op. cit. p. 44).

Internalizar essas questões à regulação do mercado de valores mobiliários parece um equívoco, pois implicaria na imposição de barreiras significativas à entrada e manutenção de companhias abertas no mercado e, conseqüentemente, o afastaria de sua utilidade econômica maior, qual seja, promover a atividade produtiva por meio da alocação desintermediada dos recursos excedentes da economia. Adicionalmente, a introdução de medidas dessa natureza, além de prejudicar o acesso ao mercado de novas companhias (e, portanto, a formação de capital), retiraria valor significativo dos valores mobiliários já emitidos, ou seja, dos investimentos já realizados.

Os argumentos acima, por si só, seriam suficientes para defender uma abordagem regulatória atinente à funcionalidade do regime de *disclosure* na tomada de decisão de investimento e na promoção da eficiência informacional do mercado de valores mobiliários que excluísse da necessária análise de custo-benefício relativa à divulgação de informações estratégicas (em prol de uma melhor avaliação dos fundamentos econômicos de uma determinada companhia), os eventuais ganhos gerados pela titularidade dessas informações por parte de concorrentes, fornecedores e clientes, à custa da perda de vantagens competitiva e, conseqüentemente, do valor da companhia que as divulga.

Não obstante um aprofundamento dos aspectos puramente concorrenciais associados a essa questão esteja fora do escopo da presente análise, algumas considerações sobre a forma como a concentração de poder de mercado é tratada no direito da concorrência merecem ser feitas, ainda que de modo bastante singelo, sem, entretanto, adentrar na espinhosa questão dos objetivos das leis antitruste<sup>875</sup> e dos bens jurídicos por elas tutelados.

A esse respeito, cumpre ressaltar que mesmo as regras próprias de direito concorrencial limitam-se a controlar a constituição artificial (por meio da formação de estruturas que impliquem concentração ou cooperação de empresas) ou ilícita de poder de

---

<sup>875</sup> A respeito da amplitude das discussões acerca dos objetivos das leis antitruste, P. FORGIONI afirma: “É impressionante a miríade de ‘objetivos máximos’ que já foram atribuídos às leis antitruste: redistribuição de renda; proteção das pequenas empresas; concentração do poder político; controle regional dos negócios; proteção dos trabalhadores, eficiência econômica, bem-estar do consumidor, controle de preços, obtenção de resultados econômicos desejáveis, (v.g. eficiência na utilização das riquezas, progresso, estabilidade de produção e emprego e distribuição equitativa de renda), promoção da concorrência, promoção de condutas leais, limitação da atuação e da expansão das grandes empresas, controle do poder político dos grandes conglomerados, ampliação da capacidade competitiva das empresas nacionais para assegurar participação maior no comércio internacional, e assim por diante” (FORGIONI, Paula A. *Os Fundamentos do Antitruste*. 5ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 160-161).

mercado, bem como as condutas que implicam abuso de poder econômico,<sup>876</sup> de modo que a conquista de poder de mercado pela eficiência, em virtude de vantagens competitivas, não são objeto de qualquer intervenção direta do Estado,<sup>877</sup> que, nesse caso, limita-se a acompanhar a conduta desse agente,<sup>878</sup> coibindo práticas abusivas.

Verifica-se, portanto, que, nem o próprio direito da concorrência considera a titularidade de determinada posição competitiva dominante no mercado prejudicial *per se*, não dispondo de nenhuma regra que tenha por objetivo promover o bem-estar econômico da sociedade por meio da diminuição comissiva e provocada das vantagens competitivas legítimas de uma determinada companhia, obtidas por sua eficiência em relação aos seus competidores.

Dessa forma, não haveria motivo algum para que esse tipo de tutela fosse abraçada pelo regime regulatório do mercado de valores mobiliário (como sugere M. Guttentag),<sup>879</sup>

---

<sup>876</sup> A esse respeito, C. Salomão afirma: “(...) é tradicional o duplo controle da formação do poder de mercado. De um lado, controla-se a sua formação artificial, através da concentração ou da cooperação entre empresas. Do outro lado, a sua constituição ilícita, através de técnicas tendentes a eliminar concorrentes ou impedir a entrada de novos (os atos tendentes à dominação do mercado, na linguagem constitucional), é sancionada. Finalmente, o quadro se completa com um controle do abuso do poder econômico” (SALOMÃO FILHO. Calixto. *Direito concorrencial: as estruturas*. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 376.)

<sup>877</sup> No caso do Brasil, esse entendimento é expresso no conteúdo do artigo 36, §1º da Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011:

“Art. 36. Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados:

I - limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa;

II - dominar mercado relevante de bens ou serviços;

III - aumentar arbitrariamente os lucros; e

IV - exercer de forma abusiva posição dominante.”

§ 1º A conquista de mercado resultante de processo natural fundado na maior eficiência de agente econômico em relação a seus competidores não caracteriza o ilícito previsto no inciso II do caput deste artigo.” (grifo nosso)

<sup>878</sup> Nesse sentido, P. FORGIONI afirma: “A lei brasileira, como insistimos várias vezes, não condena o domínio do mercado pelo agente econômico, desde que derivado de ‘processo natural fundado na maior eficiência de agente econômico em relação a seus competidores’, ou seja, resultante de vantagem competitiva. Nada há de ilícito na conduta de empresa que conquista ‘parcela substancial do mercado relevante’, simplesmente por ser mais eficiente que seus concorrentes. Porém, é fato que as autoridades antitruste mantêm vigilância maior sobre o comportamento das empresas que detêm posição dominante. Essa postura se justifica porque é a atuação da empresa ‘mais forte’ que, com maior probabilidade, poderá afetar (e prejudicar) a concorrência. Seu ato, na medida em que ele próprio tem capacidade para determinar o ambiente concorrencial, coloca em risco, de forma mais acentuada, a segurança do mercado” (FORGIONI, Paula A. Op. cit. p. 283).

<sup>879</sup> Por considerar que os benefícios advindos da divulgação de informações estratégicas utilizadas pela administração da companhia na gestão dos negócios devem contemplar, além de sua funcionalidade relativa à correta avaliação da companhia, também os efeitos positivos aos ganhos obtidos pelos competidores, o incremento da alocação dos ativos disponíveis da economia e os ganhos gerados aos consumidores, M. GUTTENTAG afirma que grande parte das informações por ele apontadas (dívidas nos quatro grupos acima mencionados e referidas pela sigla DMI – *Disclosable Management Information*) devem ser exigidas no âmbito do mercado de valores mobiliários, reconhecendo, entretanto, que com relação a algumas delas, os

por meio da imposição da obrigação de divulgação de informações de natureza estratégica relevantes para a avaliação da companhia, a partir de uma análise de custo e benefício que contemple os ganhos experimentados pelos concorrentes, fornecedores, clientes e consumidores em decorrência da mitigação de um poder de mercado legitimamente conquistado, à custa da perda dos valores das próprias companhias e da criação de um desincentivo ao acesso ao mercado de valores mobiliários.

Em adição, parece leviano acreditar que a imposição da obrigação de divulgar informações estratégicas, além de permitir uma melhor avaliação da companhia, auxiliaria, em qualquer hipótese, na criação ou manutenção de um ambiente econômico mais competitivo. Em verdade, o resultado da divulgação desse tipo de informação pode ser justamente o oposto, incentivando práticas indesejadas do ponto de vista concorrencial.<sup>880</sup>

A troca de informações estratégicas entre companhias concorrentes que atuam no mesmo setor é alvo de preocupação pelas autoridades antitruste, que costumam vedar a constituição de sistemas de troca de informação por viabilizarem a adoção de práticas concertadas entre concorrentes, a fixação de preços, diminuição arbitrária de oferta ou demanda etc.<sup>881</sup> Ou seja, no limite, exigir a divulgação de informações estratégicas, como aquelas sugeridas por M. Guttentag, poderiam levar à legalização de algumas práticas anticoncorrenciais que a lei antitruste busca veementemente coibir.<sup>882</sup>

Diante desses efeitos potencialmente deletérios que podem decorrer da perseguição

danos relativos à divulgação podem superar os benefícios globais a elas associados (Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 180 e ss). Nesse sentido, afirma: “(1) certain proprietary information should be shielded from a disclosure requirement, and (2) disclosures should only be required to be made on an annual basis. For the purposes of constructing DMI, information that identifies specific product attributes should be excluded” (Cf. GUTTENTAG, Michael D. Op. cit. p. 178 e ss.).

<sup>880</sup> A esse respeito, W. SCHÖN afirma: “The effects of such disclosure can be ambiguous. If an enterprise makes public that it derives high profits from a particular market segment, this can motivate other enterprises to enter the market and thereby increase the supply. This in turn may lead to a reduction of the market price, improved product quality or a wider scope of available goods, and thus to increased welfare for consumers. On the other hand, (potential) competitors might be impressed by the market power of the disclosing company thus refraining from entering a market at all. Taking this example further, the public announcement by a company that it will reduce its production capacities in reaction to sinking demand might lead other companies to follow suit with respect to the anticipated market situation. If all competitors decide simultaneously to disclose their production capacities to the market, this may well be regarded as ‘concerted practice’ in the terminology of competition law” (Cf. SCHÖN, Wolfgang. Op. cit. p. 280-281).

<sup>881</sup> Cf. SCHÖN, Wolfgang. Op. cit. p. 298.

<sup>882</sup> Cf. SCHÖN, Wolfgang. Op. cit. p. 296-297. No mesmo sentido, R. Romano afirma: “Finally, we should note that whether investors or an agency internalizes the costs and benefits of interfirm externalities, a further reason exists for why social welfare is not self-evidently maximized with the disclosure of interfirm externalities. The disclosures that are the objective of such a mandatory disclosure regime, information regarding firm-level costs and profit margins, are data that could facilitate collusion and hence anticompetitive behavior among firms. That, of course, is the reason for the long-standing prohibition against firms’ information sharing under the U.S. antitrust regime” (ROBERTA, Romano (2002). Op. cit. p. 35).

absoluta da funcionalidade do regime de *disclosure* relativa à tomada de decisão de investimento e à precificação dos valores mobiliários, por meio da exigência de divulgação obrigatória de informações de caráter estratégico (não obstante sua importância para uma precisa avaliação das companhias abertas), somada às já discutidas limitações operacionais do mercado de valores mobiliários e aos aspectos comportamentais dos investidores que naturalmente afastam o regime informacional da funcionalidade ora em comento, fica evidente que a definição do conteúdo informacional obrigatório, nesse aspecto, deve ser realizada com extrema cautela.

Assim, parece sensato que o regime de *disclosure* realmente limite-se a estabelecer o conteúdo mínimo de informações essenciais à avaliação das companhias abertas, considerados como requisitos básicos de entrada e permanência no mercado, deixando que as companhias, a seu critério (e com base em uma análise de custos e benefícios que apenas pode ser feita individualmente por cada uma delas, e não *a priori* e em abstrato, pelo Estado), sopesem as vantagens e desvantagens de, voluntariamente, avançar na prestação informacional para permitir uma avaliação mais precisa de seus negócios e, conseqüentemente, uma melhor formação do preço de seus valores mobiliários no mercado secundário.<sup>883</sup>

Conforme já mencionado no Capítulo 3, são diversos os exemplos em que esse tipo de negociação voluntária por informações adicionais ocorre de modo efetivo no mercado de valores mobiliários. Essa é justamente a abordagem regulatória recorrentemente utilizada com relação à divulgação de projeções pelas companhias: não obstante seja reconhecida sua importância para a adequada avaliação dos valores mobiliários, principalmente sob uma perspectiva prospectiva (associada à sua rentabilidade futura), é evidente que a depender de uma infinidade de peculiaridades associadas à companhia, a seus negócios e a seu mercado de atuação, a divulgação desse tipo de informação pode ser danosa sob uma perspectiva competitiva, ficando, portanto, a cargo de cada uma delas, realizar o juízo individual acerca da conveniência ou não de divulgar esse tipo de informação.

---

<sup>883</sup> No mesmo sentido, W. Schön afirma: “*The main conclusion we have to draw from this well-founded skepticism is that we should restrict mandatory disclosure to "minimum rules", giving leeway to companies to improve their position in the market by additional voluntary disclosure or to opt for a more defensive disclosure policy in order to minimize direct and indirect production cost on a discretionary basis. The current rules which combine periodical publications and ad hoc disclosure show us that there is a way to achieve tailor-made disclosure obligations without doing away with a minimum standardized set of information. Of course, investors should also be free to invest more efforts in order to privately increase their information above the level provided by mandatory disclosure*” (Cf. SCHÖN, Wolfgang. Op. cit. p. 293).

Com relação especificamente com o regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras, é importante notar que seu processo de ampliação, que culminou com a edição da ICVM 480, tangenciou a problemática associada à obrigatoriedade de divulgação de informações consideradas estratégicas, tendo sido objeto de críticas formuladas pelos participantes do mercado, principalmente (e evidentemente) das companhias abertas.<sup>884</sup>

A proposta inicial da norma previa, por exemplo, a necessidade de divulgação, pelas companhias abertas, de informações sobre:

(i) métodos utilizados para enfrentar a concorrência em cada segmento de atuação da companhia;<sup>885</sup>

(ii) com relação a patentes, marcas, licenças, concessões, franquias e contratos de transferência de tecnologia, indicação específica dos produtos com as quais estão relacionados e sua participação no faturamento do emissor;<sup>886</sup>

(iii) distribuição geográfica dos investimentos em curso da companhia;<sup>887</sup>

(iv) distribuição dos investimentos em curso da companhia por ramo de atividade;<sup>888</sup>

(v) desinvestimentos em andamento, indicando volume, segmento de atividade, distribuição geográfica e razões;<sup>889</sup>

(vi) produtos e serviços que o emissor pretende retirar do mercado e as respectivas razões;<sup>890</sup>

(vii) possível aquisição de plantas, equipamentos, patentes ou outros ativos que devam influenciar materialmente a capacidade produtiva do emissor;<sup>891</sup> e

(viii) com relação a novos produtos e serviços, a descrição das pesquisas em andamento, os montantes gastos pelo emissor em pesquisas para desenvolvimento de novos produtos ou serviços, os projetos em desenvolvimento e os montantes gastos pelo emissor no desenvolvimento de novos produtos ou serviço.<sup>892</sup>

<sup>884</sup> Cf. YOKOI, Yuki. Op. cit.

<sup>885</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 73, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>886</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 75, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>887</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 79, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>888</sup> Ibidem.

<sup>889</sup> Ibidem.

<sup>890</sup> Ibidem.

<sup>891</sup> Ibidem.

<sup>892</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 79-80, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

Entretanto, as informações acima foram suprimidas ou tiveram seu escopo alterado, justamente em atendimento ao pleito das companhias abertas durante a audiência pública que antecedeu a edição da ICVM 480, sob o argumento de que sua divulgação poderia acarretar sérios desequilíbrios concorrenciais e riscos para seus negócios.<sup>893</sup>

De qualquer maneira, é importante ressaltar que o conteúdo do Formulário de Referência exige a divulgação de algumas informações que podem ser classificadas como estratégicas e que poderiam, eventualmente, causar algum tipo de exposição mais acentuada da companhia aos seus concorrentes, fornecedores, e clientes, que inclusive foram objeto de amplo debate nesse sentido na aludida audiência pública, como, por exemplo:

(i) a descrição da política de gerenciamento de riscos de mercado adotada pelo emissor;<sup>894</sup>

(ii) a indicação, com relação a cada segmento operacional divulgado nas demonstrações financeiras da companhia, de informações sobre produtos e serviços comercializados, receita proveniente do segmento e sua participação na receita líquida do emissor e lucro ou prejuízo resultante do segmento e sua participação no lucro líquido do emissor;<sup>895</sup>

(iii) informações detalhadas sobre os produtos e serviços de cada segmento operacional da companhia;<sup>896</sup>

---

<sup>893</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência*. Audiência Pública 07/2008, p. 25-28 e 41-42, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

<sup>894</sup> Conforme item 5.2 do Formulário de Referência. A inclusão desse item foi motivada explicitamente por problemas efetivos experimentados por algumas companhias à época da elaboração da ICVM 480, no tocante à utilização de mecanismos de proteção cambial, entretanto, foi criticada por parte das companhias, conforme se depreende do trecho a seguir do relatório da audiência pública que precedeu a edição da ICVM 480: “A ABRASCA entende que a abertura total das informações exigidas na seção 5 do formulário de referência pode acarretar a divulgação de toda a estratégia financeira das companhias, incluindo informações confidenciais” (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência*. Audiência Pública 07/2008, p. 21, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010).

<sup>895</sup> Conforme item 7.2 do Formulário de Referência. Embora essas informações já fossem exigidas no Formulário de Informações Anuais – IAN, sob a égide da ICVM 202, as mesmas foram objeto de crítica por parte das companhias abertas, conforme se depreende do trecho a seguir do relatório da audiência pública que precedeu a edição da ICVM 480: “A XXX sugere a supressão da alínea “b” do item 7.2, que manda divulgar a participação de cada segmento de negócio do emissor e de suas controladas na receita e no lucro do emissor. Argumenta que tal informação acarretaria um forte desequilíbrio concorrencial e que a gestão do emissor pode ser satisfatoriamente avaliada por meio de indicadores financeiros já amplamente adotados pelo mercado” (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência*. Audiência Pública 07/2008, p. 22). Omitiu-se o nome dos participantes da audiência pública que não constituem entidades representativas de agentes do mercado de valores mobiliários.

<sup>896</sup> Conforme item 7.3 do Formulário de Referência. Com relação a essa informação, em comparação com a

(iv) a identificação dos clientes que sejam responsáveis por mais de dez por cento da receita líquida total do emissor, informando o montante total de receitas provenientes do cliente e os segmentos operacionais afetados pelas receitas provenientes do cliente;<sup>897</sup>

(v) descrição de eventual dependência de patentes, marcas, licenças, concessões, franquias e contratos de *royalties* relevantes para o desenvolvimento das atividades;<sup>898</sup> e

(vi) comentários dos diretores sobre os principais elementos do plano de negócios do emissor.<sup>899</sup>

Em adição, conforme já mencionado, a ICVM 400 prevê situações em que é obrigatória, nas ofertas públicas de distribuição, a apresentação de estudo de viabilidade, que também podem conter algumas informações potencialmente qualificadas como sensíveis sob uma perspectiva concorrencial.

A verificação do efetivo impacto negativo das exigências informacionais acima indicadas sob a perspectiva da posição competitiva das companhias abertas *vis-à-vis* sua

proposta inicial, a CVM se limitou a retirar a necessidade de divulgação dos métodos utilizados para enfrentar a concorrência, mantendo as demais disposições, que também haviam sido objeto de crítica por parte das companhias abertas e da própria associação representativa dos analistas de investimentos, não obstante parte das referidas informações já fosse exigida no Formulário de Informações Anuais – IAN, sob a égide da ICVM 202. “Neste sentido, afirmaram: XXX, YYY e ZZZ sugerem a supressão do item 7.3, sob a alegação de que as informações ali exigidas são estratégicas para a companhia. De acordo com tais participantes, não é do interesse do emissor ou de seus acionistas e investidores que informações estratégicas sejam levadas a conhecimento público, porque isso prejudicaria o posicionamento da sociedade em seu mercado de atuação. No mesmo sentido, a APIMEC diz que o item 7.3 pode trazer problemas para algumas companhias, especialmente em relação a concorrentes de capital fechado, que não precisam prestar as informações nele solicitadas. Especificamente, a ABRASCA sugere a exclusão do item 7.3 “c”, que trata das características dos mercados de atuação do emissor. A ABRASCA argumenta que as informações ali exigidas são estratégicas para o emissor” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência. Audiência Pública 07/2008, p. 23, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010. Omitiu-se o nome dos participantes da audiência pública que não constituem entidades representativas de agentes do mercado de valores mobiliários).

<sup>897</sup> Cf. item 7.4 do Formulário de Referência.

<sup>898</sup> Cf. item 7.5 do Formulário de Referência.

<sup>899</sup> Cf. item 10.10 do Formulário de Referência. Apesar de esse item ter sido objeto de ampla durante a audiência pública que precedeu a edição da ICVM 480, tendo sido ajustado de modo a não exigir informações que pudessem colocar as companhias em desvantagem competitiva, referidos ajustes foram principalmente no sentido de limitar as informações a dados já divulgados pelas companhias. De qualquer forma, parte das informações exigidas ainda podem ser reputadas como sensíveis, entre elas (a) a descrição quantitativa e qualitativa dos investimentos em andamento e dos investimentos previstos, as fontes de financiamento dos investimentos e os desinvestimentos relevantes em andamento e desinvestimentos previstos; (b) a aquisição de plantas, equipamentos, patentes ou outros ativos que devam influenciar materialmente a capacidade produtiva do emissor, desde que já divulgadas; (c) os novos produtos e serviços, indicando a descrição das pesquisas em andamento já divulgadas, os montantes totais gastos pelo emissor em pesquisas para desenvolvimento de novos produtos ou serviços, os projetos em desenvolvimento já divulgados e os montantes totais gastos pelo emissor no desenvolvimento de novos produtos ou serviços.

utilidade na promoção de sua melhor avaliação econômica e, conseqüentemente, da tomada de decisão dos investidores e da adequada precificação dos valores mobiliários de sua emissão exigiria uma análise empírica que foge do escopo do presente estudo e seria dificultada pelo pouco prazo de vigência da ICVM 480.

Porém, é importante que a questão receba a devida atenção do regulador, de modo a promover eventuais ajustes que se demonstrem necessários no intuito de proteger os legítimos interesses das companhias abertas e dos investidores a esse respeito.

É de se questionar, ainda, em que medida a exigência desse tipo de informação deve ser efetivamente imposta como requisito informacional mínimo de ingresso e permanência no mercado de valores mobiliários a todas as companhias abertas, sem considerar aspectos associados a seu porte, à sua atividade, a seu estágio de desenvolvimento e à quantidade e natureza de seus investidores, que podem influenciar na capacidade de ocorrer uma efetiva negociação voluntária por informações adicionais, que, conforme já mencionado, caso possível, demonstra-se mais eficiente do que a intervenção estatal, sobretudo com relação à adequada aferição dos custos e benefícios decorrentes da divulgação de determinado conjunto de informações.

#### 5.4.2.7 Informações importantes para o exercício de direitos

Com relação às decisões dos investidores atinentes ao exercício de direitos advindos da titularidade de determinados valores mobiliários, há de se reconhecer que o regime de informações divulgadas previamente às assembleias de acionistas, que constitui, por excelência, o momento em que esses direitos são exercidos ou passam a existir, conforme o caso, sofreu substancial aprimoramento após a edição da ICVM 481, tanto no tocante às informações necessárias ao exercício do direito de voto, quanto com relação àquelas que são úteis na tomada de decisão sobre o exercício de direitos que surgem, e devem ser exercidos, após a aprovação assemblear de uma determinada matéria.

Com relação ao exercício de voto propriamente dito, a norma trata de estabelecer detalhadamente as informações que devem ser previamente divulgadas, conforme a matéria específica que será objeto de deliberação, contendo requisitos especiais para assuntos de grande relevo para o cotidiano social da companhia e que, portanto, merecem maior atenção e reflexão por parte dos acionistas com relação a sua aprovação ou reprovação, conforme indicado no Capítulo 4.6.

A regra trata, também, de exigir informações detalhadas que viabilizem a tomada de decisão quanto ao exercício de direitos de natureza econômica, como o direito de

preferência na subscrição de novas ações ou valores mobiliários nelas conversíveis, bem como o direito de retirada, em caso de deliberações cuja dissidência o dê causa.

Não obstante o conteúdo informacional necessário à tomada de decisão relativa ao exercício de direitos possa ser reputado como altamente satisfatório, o mesmo não se pode dizer do prazo de antecedência de sua divulgação.

O prazo geral estabelecido para a divulgação da maior parte da documentação, quinze dias antes da realização da assembleia, é objeto de constantes críticas, principalmente por parte dos investidores estrangeiros (que compõem parcela significativa da base acionária das companhias abertas brasileiras), que o consideram insuficiente para a formação de juízo acerca de matérias mais complexas, bem como à adequada formalização de sua tomada de decisão perante as instâncias necessárias.<sup>900</sup>

#### 5.4.3 A importância para a administração de conflitos de agência

##### 5.4.3.1 Considerações iniciais: informações importantes ao monitoramento das atividades dos administradores e acionistas controladores

É de se notar que, apesar de o efeito da prestação informacional na administração de conflitos de agência não ser recorrentemente reconhecido como principal objetivo regulatório do regime de *disclosure* (embora tenha sido um dos grandes motivadores da elaboração do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934),<sup>901</sup> trata-se de função eficientemente exercida pelo referido regime, pois as informações predominantemente úteis ao monitoramento do comportamento dos administradores e acionistas controladores podem ser produzidas a um custo relativamente baixo, em comparação àquelas predominantemente destinadas a promover uma melhor avaliação econômico-financeira das companhias, conforme amplamente discutido acima.

Conforme mencionado no Capítulo 3, a divulgação de determinadas informações

---

<sup>900</sup> Cf. TANOUE, Luciana. Burocracia inconveniente. *Revista Capital Aberto*. São Paulo, n° 78, fev./2010, p. 20-45. Durante a audiência pública que antecedeu a edição da ICVM 481, a questão acerca da adequação desse prazo foi expressamente endereçada pela CVM, obtendo posicionamento favorável da maioria dos seus participantes. Contudo, na ocasião, alguns investidores estrangeiros e nacionais manifestaram que o referido prazo poderia ser insuficiente, a depender da complexidade da matéria a ser deliberada. (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública* 02/2009, p. 2, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010).

<sup>901</sup> A esse respeito, P. MAHONEY afirma: “*While reduction of agency costs may be a good reason to have mandatory disclosure, does it explain the mandatory disclosure system we have? If we look only at the statutes enacted by Congress in the 1930s, the agency cost explanation seems superior to the accuracy enhancement explanation. Mandatory disclosure was not a New Deal innovation, but evolved from the common law rules applicable to agents dealing adversely with their principals*” (MAHONEY, Paul. Op. cit. p. 1049).

auxiliam no monitoramento da conduta dos administradores e acionistas controladores por evidenciarem eventuais comportamentos indevidos e/ou autointeressados, reduzindo, assim, os custos decorrentes dos conflitos de agência existentes nas companhias abertas.<sup>902</sup> Nesse aspecto, o regime de *disclosure* possui, também, efeito profilático sobre o comportamento desses agentes, evitando condutas indesejáveis ou atuação negligente na condução dos negócios sociais, diante da incapacidade de escondê-las de modo eficaz,<sup>903</sup> da necessidade de verificar informações que eventualmente não receberiam sua atenção, bem como por meio da redução da quantidade de informações com relação às quais os administradores e acionistas controladores têm acesso exclusivo.<sup>904</sup>

Esse tipo de informação é de interesse especial daqueles investidores de longo prazo, que, por possuírem objetivos econômicos essencialmente fundamentados ao desenvolvimento dos negócios de uma determinada companhia, estão mais expostos aos males que potencialmente podem ser causados pelos conflitos de agência.

De modo geral, as informações que se destinam predominantemente à administração dos conflitos de agência na esfera das companhias abertas são associadas (i) à estrutura de capital da companhia, incluindo a participação detida pelos administradores e acionistas relevantes; (ii) a transações com partes relacionadas; (iii) as demonstrações financeiras; (iv) a remuneração dos administradores; e (v) no caso de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, ao relacionamento existente entre as instituições intermediárias e a companhia e/ou seus administradores e acionista controlador.

Passemos a analisar em que medida esse tipo de informação é satisfatoriamente exigida pelo regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras.

#### 5.4.3.2 Informações sobre a estrutura de capital das companhias abertas

As informações sobre a estrutura de capital são essenciais para que os investidores possam identificar adequadamente os centros de comando da companhia aberta e a exposição econômica de seus agentes (administradores e acionistas controladores) com relação ao sucesso dos negócios sociais.

Em primeiro lugar, é essencial que o regime de divulgação de informações permita a adequada identificação daqueles que são os efetivos responsáveis pela condução dos negócios sociais.

---

<sup>902</sup> Cf. MAHONEY, Paul G. Op. cit. p. 1051.

<sup>903</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 39.

<sup>904</sup> Ibidem.

Para tanto, é necessário identificar, a partir da análise da estrutura de capital da companhia, os responsáveis pelo exercício do poder de controle societário (conforme definido pelo artigo 116 da LSA) ou a efetiva ausência de um acionista ou grupo de acionistas que se enquadre na aludida definição, hipótese na qual a atividade empresarial é dominada exclusiva e solitariamente pelos administradores da companhia,<sup>905</sup> que serão, portanto, os únicos agentes cujo comportamento estará sujeito ao monitoramento promovido pelo regime informacional.

Com o intuito de viabilizar essa identificação, a ICVM 480 exige a prestação, no Formulário de Referência, de uma série de informações acerca da estrutura de capital das companhias abertas. Assim, a norma exige a identificação expressa do acionista ou grupo de acionistas controladores, indicando, em relação a cada um deles, a participação societária detida (inclusive por classe e espécie de ações) e a eventual participação em acordo de acionistas.<sup>906</sup>

No caso de acionistas pessoas jurídicas, é necessário, ainda, providenciar as referidas informações acerca de toda a cadeia de controladores diretos e indiretos, até que se chegue aos controladores que sejam pessoas naturais, ainda que tais informações sejam tratadas como sigilosas por força de negócio jurídico ou pela legislação do país em que forem constituídos ou domiciliados o sócio ou controlador.<sup>907</sup>

A regra determina, ainda, a prestação das informações acima mencionadas com relação a quaisquer acionistas, ou grupos de acionistas que agem em conjunto ou que representam o mesmo interesse, com participação igual ou superior a cinco por cento de

---

<sup>905</sup> Sobre a distinção entre o poder de controle societário, que advém da titularidade de participação acionária votante suficiente para determinar os rumos dos negócios sociais e reconhecido pelo artigo 116 da Lei nº 6.404/76, e o controle empresarial, determinado pelo efetivo domínio da empresa, R. CASTRO afirma: *“Formalmente, portanto, controles societário e empresarial jamais se confundem, visto a atribuição indelegável de competências, pela Lei 6.404/76, aos distintos órgãos da sociedade. Em tese, mesmo quando o acionista controlador também exerce função administrativa, controlando as relações empresariais, atua em âmbitos distintos, submetendo-se a diferentes comandos. A manifestação de poder, em ambos os casos, circunscreve-se às competências legais e estatutárias. Neste caso, porém, do ponto de vista material, controles societários e empresarial tendem a se amalgamar, em decorrência da incapacidade (ou ausência de vontade) humana (ou jurídica, no caso da pessoa moral) de impor barreira fictícias (ou jurídicas) onde, fisicamente, não existem. Assim, quanto maior a participação do sócio no capital da sociedade, maior a probabilidade de reunião de controles societário e empresarial. Inversamente, quanto menor a participação, aumentam-se as chances de confirmação dos propósitos segregacionistas da Lei 6.404/76. Em outras palavras, a concentração da propriedade acionária conduz à identidade dos controles societários e empresarial, em decorrência da participação direta ou indireta do acionista controlador na atividade empresarial, enquanto a diluição reforça a natureza de ambos controles, propiciando o surgimento do controle gerencial (ou outras formas de domínio da empresa). Ou seja, o controle gerencial resulta, normalmente, da dominação da formação volitiva da sociedade, a partir dos órgãos da administração”* (CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. *Controle gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 75).

<sup>906</sup> Cf. item 15.1 do Formulário de Referência.

<sup>907</sup> *Ibidem*.

uma mesma classe ou espécie de ações e que não estejam qualificados no Formulário de Referência como acionista controlador.<sup>908</sup>

Adicionalmente, com relação a qualquer acordo de acionistas arquivado na sede da companhia ou do qual o controlador seja parte, regulando o exercício do direito de voto ou a transferência de suas ações, é necessário indicar, no Formulário de Referência, sem prejuízo da obrigação de divulgar os referidos documentos<sup>909</sup> (i) as partes do referido acordo, sua data de celebração e prazo de vigência; (ii) a descrição das cláusulas relativas ao exercício do direito de voto e do poder de controle; (iii) a descrição das cláusulas relativas à indicação de administradores; (iv) a descrição das cláusulas relativas à transferência de ações e à preferência para adquiri-las; e (v) a descrição das cláusulas que restrinjam ou vinculem o direito de voto de membros do conselho de administração.<sup>910</sup>

Esse sistema de identificação dos acionistas que exercem o controle societário das companhias abertas é complementado pela já mencionada obrigação prevista no artigo 12 da ICVM 358.

Apesar do robusto arcabouço normativo destinado à adequada identificação dos acionistas que exercem do poder de controle societário nas companhias abertas (sujeitos, portanto, ao regime especial de deveres e responsabilidades previsto nos artigos 116 e 117 da LSA), e, conseqüentemente, agentes cuja conduta será monitorada pelo regime de *disclosure*, existem algumas fragilidade a ele intrínsecas que podem dificultar ou, no limite, impedir, essa identificação.<sup>911</sup>

Essas fragilidades estão associadas principalmente à flagrante possibilidade dos efetivos exercentes do poder de controle societário dissimularem essa condição por meio da diluição de sua participação acionária em diversos veículos (e.g. fundos de investimento, sociedades estrangeiras – sujeitas, muitas vezes, a regimes de sigilo societário –, *trusts* etc.) que, individualmente, não atingem o limite percentual acima mencionado, não disparando, formalmente, a respectiva obrigação informacional, sob a falaciosa impressão de que se tratam de acionistas independentes não titulares de

---

<sup>908</sup> Cf. item 15.2 do Formulário de Referência.

<sup>909</sup> Cf. artigo 30, VIII da ICVM 480.

<sup>910</sup> Cf. item 15.5 do Formulário de Referência.

<sup>911</sup> Para uma profunda análise acerca dessas fragilidades, ver WARDE JR., Walfrido Jorge. O fracasso do direito grupal brasileiro: a institucionalização do controle oculto e sua sub-reptícia transferência. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de; WARDE JR., Walfrido Jorge (org.). *Os grupos de sociedades: organização e exercício da empresa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 115-150.

participação acionária relevante, nos termos definidos pela ICVM 358 e pela ICVM 480.<sup>912</sup>

Nessa hipótese, o dever informacional é frustrado pelo fato de a própria companhia, formalmente, não ter conhecimento efetivo da situação, na medida em que a identificação dos beneficiários finais das posições acionárias diretas registradas em seus livros está sujeita às regras de sigilo bancário (e, a depender das jurisdições da sede de determinados acionistas, de sigilo societário).<sup>913</sup>

Ainda que a prestação informacional das participações acionárias relevantes seja feita de modo correto, a identificação dos acionistas exercentes do poder de controle societário pode, ainda, ser dificultada pela não exigência de algumas informações essenciais à sua detecção, especificamente na hipótese de o esse ser exercido por acionistas titulares de participação acionária inferior à maioria absoluta do capital social votante.

O artigo 116 da LSA estabelece, genericamente, dois critérios para a definição de acionista controlador, quais sejam, (i) a titularidade de direitos de sócio que assegurem permanentemente a preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (ii) o uso efetivo desse poder na condução das atividades sociais.

Dessa forma, a caracterização de determinada pessoa ou grupo de pessoas como acionista controlador independe da titularidade de uma participação societária predefinida.<sup>914</sup> A LSA reconheceu a possibilidade de determinado acionista ou grupo de

---

<sup>912</sup> Cf. WARDE JR., Walfrido Jorge. Op. cit. p. 122-136. Nesse sentido, sobre a possibilidade de ocultação do poder de controle nas companhias abertas brasileiras, referido autor afirma: “*A mencionada técnica de ocultação de controle ou de coligação (...), por meio da diluição simulada de participações de companhia aberta brasileira entre inúmeros acionistas sujeitos, direta ou indiretamente, ao regime de sigilo societário (quase) absoluto, somada ao contexto do investimento estrangeiro no nosso mercado de capitais, torna impossível, na falta de outros mecanismos de detecção, a fiscalização do fiel cumprimento do dever de informar da ICVM n. 480/2009. A grande ironia é que, para cumprir o dever de informar previsto na ICVM n. 480/2009, a companhia precisa ser informada, na forma do art. 12 da ICVM n. 358/2002. E, se não souber das relações de coligação ou de controle, porque não foi informada, então não descumpriu o dever a que estava adstrita. As relações de coligação ou de controle, ocultas por meio de muitas pequenas participações detidas por muitos acionistas estrangeiros (sujeitos ao regime de sigilo societário), sob controle comum, quando não informadas espontaneamente, não podem ser detectadas*” (WARDE JR., Walfrido Jorge. Op. cit. p. 132-133).

<sup>913</sup> Não obstante os esforços da CVM na tentativa de orientar a adequada prestação dessas informações, principalmente na hipótese de titularidade indireta de participação societária relevante, cf. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº 002/2012, item 14.8, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 05 jun. 2012.

<sup>914</sup> A esse respeito, J. L. Bulhões Pedreira e A. Lamy Filho afirmam: “*O controle é dito absoluto quando o acionista possui a maioria absoluta (metade mais um) dos votos conferidos por todas as ações do capital social, e relativo quando o número de votos de que o acionista é titular, embora não assegure a maioria absoluta, é suficiente para garantir a maioria dos acionistas que comparecem às reuniões da Assembléia, uma vez que, em regra, nem todos participam das reuniões. Para a lei é acionista controlador tanto o titular da maioria absoluta de votos quanto o que exerce, regular e permanentemente, direitos de voto suficientes para formar a maioria dos acionistas presentes nas Assembleias*” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES

acionista exercer o poder de controle mesmo sem deter a maioria do capital votante da companhia (o chamado controle minoritário ou controle de fato), que pode correr quando a titularidade do capital social da companhia é de tal modo dispersa que nenhum acionista, individualmente, detém sua maioria, ou aquele que a detém não exerce efetivamente o poder que derivaria de sua participação societária.<sup>915</sup> Assim, o exercício do poder de controle viabiliza-se, portanto, diante da abstenção dos demais acionistas, que, ao não exercerem o direito de voto de que são titulares, permitem a preponderância continuada e permanente de acionistas ou grupo de acionistas que não detém a maioria absoluta do capital social votante.

Como se sabe, o exercício do poder de controle societário se dá, primordialmente, em função da assembleia geral, que constitui sua mais alta instância decisória.<sup>916</sup> Porém, o regime informacional obrigatório aplicável às companhias abertas brasileiras não exige a divulgação de algumas informações referentes ao aludido conclave que são essenciais à identificação do poder de controle de fato.

Explica-se: na ausência de um acionista controlador majoritário, a permanência da preponderância nas assembleias gerais depende, essencialmente, de seus quóruns de instalação, pois é em função desses que se verificará em que medida a participação minoritária detida por determinado acionista ou grupo de acionistas foi suficiente para fazer preponderar sua vontade nas deliberações.<sup>917</sup> Contudo, as companhias abertas não são

---

PEDREIRA, José Luís. Estrutura da Companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, v. 1., 2009, p. 816-817).

<sup>915</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson. “Aquisição de Controle Minoritário. Inexigibilidade de Oferta Pública”, in CASTRO, Rodrigo; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 180. Em sentido oposto, M. Carvalhosa afirma que a inteligência do artigo 116 da Lei nº 6.404/76 não comporta a noção de controle de fato, de modo que o regime especial ali previsto não se aplicaria a acionista que, não obstante exercite o comando da companhia, seja titular de participação inferior a maioria absoluta do capital votante por considerar que “[a] expressão ‘de modo permanente’ contida. Nesse dispositivo, quer significar que existe um acionista ou grupo deles que, possuindo 50% mais uma das ações votantes, não podem ser destituídos de seu direito de eleger a maioria dos administradores por parte de qualquer outro grupo de acionistas – o que reveste a administração por eles eleita do atributo de estabilidade, na medida em que a maioria dos seus membros somente pode ser destituída pelos próprios controladores. E essa maioria absoluta do capital votante outorga, ainda, aos controladores o direito de sempre deliberarem majoritariamente em matérias próprias das assembleias gerais” (CARVALHOSA, Modesto. O Desaparecimento do Controlador nas Companhias com Ações Dispersas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 517)

<sup>916</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977, p. 33.

<sup>917</sup> Por exemplo, em uma determinada companhia aberta em que as assembleias gerais jamais foram realizadas com quórum de instalação superior a cinquenta por cento do capital votante, um acionista ou grupo de acionistas que detenha participação votante igual ou superior a vinte e cinco por cento mais uma ação do capital social votante será titular de direitos de sócio que asseguram, de modo permanente, a preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, até a ocorrência de

obrigadas a divulgar, nas respectivas atas das assembleias ou em qualquer outro documento, os quóruns exatos de sua instalação, mas apenas se o quórum aplicável (previsto no artigo 125 ou 136 da LSA, a depender da matéria) foi atingido, dificultando, portanto, a detecção do exercício do poder de controle de fato.<sup>918</sup>

Outra dificuldade existe, ainda, com relação à identificação dos exercentes do poder de controle compartilhado, de fato ou de direito. Como se sabe, o controle compartilhado caracteriza-se, essencialmente, pela existência de acordo de voto entre determinado grupo de acionistas. É evidente que nas hipóteses em que referido acordo não é escrito, a comprovação de sua existência dependerá, dentre outros fatores, da observância do comportamento dos acionistas no âmbito das assembleias, principalmente da maneira como o direito de voto é exercido, para que seja possível identificar elementos capazes de configurar a existência de um acordo de voto, ainda que não escrito.<sup>919</sup>

Referida identificação, que, por definição, é bastante complexa, é dificultada ainda mais pela inexistência da obrigação das companhias divulgarem, nas atas das assembleias, como o direito de voto foi exercido por cada acionista (exceto caso o acionista assim o exija expressamente quando da manifestação de seu voto), tampouco os quóruns exatos de aprovação das matérias, limitando-se a informar se essas foram aprovadas por unanimidade, por maioria ou reprovadas.

Dessa forma, não obstante o regime informacional disponha de regras especificamente destinadas à identificação dos acionistas controladores, que constitui o passo inicial para a viabilização do adequado monitoramento de suas condutas, existem importantes deficiências que possuem o condão de prejudicar sobremaneira a identificação dessa categoria de agentes em uma companhia aberta.

Com relação especificamente a outra categoria de agentes cujo monitoramento deve ser viabilizado pelo regime informacional, qual seja, os administradores da companhia aberta, é evidente que sua identificação não guarda a mesma relação com a estrutura de capital da companhia que existe com relação aos acionistas controladores, uma vez que são

---

uma assembleia na qual o quórum de instalação seja superior, de modo que sua participação não seja mais suficiente para tanto.

<sup>918</sup> Não obstante a inexigência da prestação desse tipo de informação, a CVM recomenda a divulgação da mesma, cf. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº03/2012, item 12.12, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 05 jun. 2012.

<sup>919</sup> É evidente que votar em conjunto não é elemento suficiente para, *per se* e isoladamente, caracterizar um determinado grupo de acionistas como exercentes do poder de controle compartilhado de determinada companhia aberta, entretanto, é requisito indispensável para referida caracterização, obviamente, acompanhado de outras evidências.

expressamente eleitos e identificados nos atos próprios.

Entretanto, a ICVM 480 exige a divulgação exata, no Formulário de Referência, da participação societária por eles detidas, por órgão de administração, complementada pela já mencionada obrigação prevista no artigo 14 da ICVM 358.

Essas informações, além de úteis na identificação de eventual uso indevido de informação privilegiada, auxilia, também, na identificação dos incentivos aos quais esses estão sujeitos em decorrência da coexistência do exercício do cargo de administração e da posição de acionista da companhia, que é crucial para o monitoramento de sua conduta e identificação de eventuais conflitos de agência,<sup>920</sup> sem prejuízo de sua eventual utilização na avaliação dos negócios da companhia.<sup>921</sup>

#### 5.4.3.3 Informações sobre transações entre partes relacionadas

As operações realizadas pelas companhias envolvendo partes a ela relacionadas, principalmente seus administradores e acionistas controladores, são, provavelmente, a maior fonte de potenciais conflitos de agência em seu âmbito, em vista da possibilidade de esse tipo de transação ser celebrada em condições desvantajosas para a companhia, permitindo a expropriação de seu valor (e, indiretamente, de seus acionistas) por seus agentes.<sup>922</sup>

O regime de *disclosure* compõe, juntamente com outros mecanismos (e.g. regras de proibição ou impedimento de voto, estabelecimento de parâmetros para essas transações etc.) instrumental indispensável para o controle dessas operações, de modo que, quando autorizadas por lei, tais transações fiquem sob rigoroso escrutínio dos acionistas da

---

<sup>920</sup> Exemplificativamente, é possível considerar que a titularidade de participação significativa no capital social da companhia por seus administradores, não obstante todas as potenciais vantagens que decorrem do eventual alinhamento de interesses entre administração e acionistas, pode, em contrapartida, promover incentivos a tomada de medidas, por parte dos administradores, que representem alta lucratividade para a companhia no curto prazo (promovendo uma alta e rápida valorização de suas ações), mas que se demonstram pouco sustentáveis no longo prazo.

<sup>921</sup> Trata-se de informação que também possui importância com relação à funcionalidade do regime informacional associada à tomada de decisão de investimento e a precificação dos valores mobiliários, uma vez que a aquisição ou alienação das ações da companhia por seus administradores, que possuem conhecimento detalhado sobre seus negócios e suas perspectivas futuras, costumam ser consideradas pelos investidores quando da tomada de suas decisões, de modo que a compra de ações pela administração, por exemplo, costuma ser interpretada positivamente com relação aos seus prognósticos.

<sup>922</sup> Cf. ENRIQUES, Lucas; HERTIG, Gerard; e KANDA, Hideki. Related-Party Transactions. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach*. 2. ed. London: Oxford University Press, 2009, p. 153. A esse respeito, R. CLARK afirma: “*The basic objection to all forms of self-dealing that are unfair (that is, not as advantageous to corporations or investors as other-dealing or market transaction) derives from the fact that the unfair element constitutes a unilateral taking of property rather than a bargained-for distribution of it*” (CLARK, Robert. Op. cit. p. 154).

companhia e do mercado de modo geral, por meio da obrigação de divulgação de suas principais características e condições, viabilizando, assim, o monitoramento da conduta dos agentes nelas envolvidos.<sup>923</sup>

Nesse aspecto, a abrangência do regime informacional obrigatório aplicável às companhias abertas brasileiras é bastante satisfatória, e foi substancialmente ampliando após a edição da ICVM 480,<sup>924</sup> a implementação do *IFRS* e a consequente edição do Pronunciamento Técnico CPC 05R1, aprovado pela Deliberação CVM nº 642/10 (CPC 05)<sup>925</sup>, o que favoreceu sobremaneira o incremento da funcionalidade do regime informacional ora em comento.

Começamos pela obrigatoriedade de divulgação das informações atinentes a esse tipo de transação nas demonstrações financeiras das companhias abertas.

Nos termos do CPC 05, as demonstrações financeiras das companhias abertas devem conter informações suficientes de modo a evidenciar a possibilidade de sua posição financeira e de seu resultado serem afetados pela existência de transações e saldos com partes relacionadas, definindo, para efeitos dessa divulgação, que tipo de operações pode ser qualificado como transações entre partes relacionadas, bem como quais tipos devem ser divulgados e em que extensão, nas demonstrações financeiras das companhias abertas.

Para esses efeitos, o CPC 05 define parte relacionada:

(i) os acionistas controladores, as sociedades controladas ou as sociedades sob controle comum, independentemente se em virtude de relação direta ou indireta, bem como qualquer pessoa física ou jurídica que detiver qualquer interesse na companhia que lhe confira influência significativa sobre ela;

---

<sup>923</sup> Nesse sentido, L. ENRIQUES, G. HERTIG e H. KANDA afirmam: “*Mandatory disclosure that alerts shareholders and the market to related party-transactions is among the most significant controls against expropriation by managers or controlling shareholders. The strategy has obvious advantages. It enlist the capital and labor markets as well as financial analysts and the media in deterring suspect transactions with the threat of lower share prices and the risk of reputational harm. Mandatory disclosure also increases the likelihood of actions against the extraction of private benefits: compliance with the requirement conveys information about suspect transactions to approval and enforcement actor, while culpable failure to disclose is easier to punish given that no proof of harm has to be given. Best of all, mandatory disclosure imposes virtually no constraints on legitimate self-dealing, compensation contracts, or trading in shares*” (ENRIQUES, Lucas; HERTIG, Gerard; e KANDA, Hideki. Op. cit. p. 155-156).

<sup>924</sup> Sob a égide da ICVM 202, o Formulário de Informações Anuais – IAN exigia apenas que a companhia descrevesse as condições em que eram realizados negócios entre a companhia e seus acionistas controladores, suas controladas, coligadas e sociedades detidas ou que tenham participação dos acionistas controladores.

<sup>925</sup> Anteriormente ao CPC 05, a divulgação de informações sobre operações entre partes relacionadas nas demonstrações financeiras das companhias abertas era regulamentada pela Deliberação CVM nº 26/86. Não obstante não existirem diferenças quanto os critérios contábeis aplicados a essas informações, a regra antiga era menos detalhada do que a regra atual, que incrementou a quantidade e a qualidade das informações prestadas a esse respeito.

- (ii) sociedades coligadas da companhia;
- (iii) *joint ventures* em que a companhia participe;
- (iv) membro do “pessoal-chave” da administração da companhia ou de sua controladora, bem como qualquer membro próximo da família desses; e
- (v) qualquer pessoa que controle, seja controlada ou sujeita a influência significativa de qualquer pessoa referida acima.

As transações com partes relacionadas, por sua vez, são definidas como quaisquer transferências de recursos, serviços ou obrigações entre partes relacionadas, independentemente de haver ou não um valor alocado à transação.

O CPC 05 determina a necessidade de divulgação, nas demonstrações financeiras, das condições em que as transações entre partes relacionadas foram efetuadas. A regra exige, também, que eventuais declarações de que as transações com partes relacionadas foram realizadas em termos equivalentes aos que prevalecem nas transações com partes independentes apenas podem ser feitas quando esses termos puderem ser efetivamente comprovados (por exemplo, por meio de informações públicas sobre preços médios de produtos ou serviços).

A ICVM 480, estabelece, ainda, que o Formulário de Referência deverá descrever as regras, políticas e práticas do emissor quanto à realização de transações com partes relacionadas.<sup>926</sup>

Em adição, o Formulário de Referência deve informar, em relação às transações com partes relacionadas que, nos termos do CPC 05, devam ser divulgadas nas demonstrações financeiras e que tenham sido celebradas nos três últimos exercícios sociais ou estejam em vigor no exercício social em curso:

- (i) nome das partes relacionadas e sua relação com a companhia;
- (ii) data da transação, objeto do contrato, montante envolvido no negócio e saldo existente;
- (iii) montante correspondente ao interesse de tal parte relacionada no negócio, se for possível aferir;
- (iv) garantias e seguros relacionados à operação;
- (v) duração, condições de rescisão ou extinção, e quando a operação constituir um empréstimo ou outro tipo de dívida, a natureza e razões para a operação e taxa de juros

---

<sup>926</sup> Cf. item 16.1 do Formulário de Referência.

cobrada.<sup>927</sup>

Em relação a cada uma das transações ou conjunto de transações ocorridas no último exercício social, a companhia deverá, ainda, identificar as medidas tomadas para tratar de eventuais conflitos de interesses envolvidos na operação, bem como demonstrar o caráter estritamente comutativo das condições pactuadas ou o pagamento compensatório adequado.<sup>928</sup>

No que diz respeito à divulgação de informações previamente à celebração de transações entre partes relacionadas que exigem aprovação da assembleia geral de acionistas (em decorrência de previsão estatutária expressa nesse sentido), a ICVM 481 estabelece<sup>929</sup> a obrigatoriedade de a companhia disponibilizar, anteriormente à realização da referida assembleia, informações sobre:

(i) o nome e a qualificação da parte relacionada interessada, a natureza da relação da parte relacionada interessada com a companhia e a quantidade de ações e outros valores mobiliários emitidos que sejam de titularidade da referida parte relacionada interessada;

(ii) eventuais saldos existentes, a pagar e a receber, entre as partes envolvidas;

(iii) descrição detalhada da natureza e extensão do interesse envolvido na transação;

(iv) recomendação da administração acerca da proposta, destacando as vantagens e desvantagens da operação para a companhia; e

(v) caso a matéria submetida à aprovação da assembleia seja um contrato sujeito às regras do artigo 245 da LSA<sup>930</sup>, a demonstração pormenorizada, elaborada pelos administradores, de que o contrato observa condições comutativas, ou prevê pagamento compensatório adequado e a análise dos termos e condições do contrato à luz dos termos e condições que prevalecem no mercado.

#### 5.4.3.4 Demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras, além de conterem informações importantes para a

---

<sup>927</sup> Cf. item 16.2 do Formulário de Referência.

<sup>928</sup> Cf. item 16.3 do Formulário de Referência.

<sup>929</sup> Cf. artigo 8º ICVM 481.

<sup>930</sup> “Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto nesse artigo.”

avaliação dos fundamentos econômicos da companhia, são fundamentais, também, à viabilização do adequado monitoramento da conduta dos administradores e dos acionistas controladores, pois demonstram a maneira como os fundos e os ativos da companhia estão sendo utilizados, facilitando a identificação de desvios ou da quebra dos deveres fiduciários dos responsáveis por tal atividade.<sup>931</sup>

No entanto, aqui reside um aparente conflito entre as múltiplas funções exercidas pelo regime de *disclosure*, considerando que, para efeitos do acompanhamento da conduta dos agentes da companhia aberta, as informações históricas possuem mais valor do que as prospectivas,<sup>932</sup> (pois são elas que evidenciam como os recursos da companhia foram utilizados, bem como auxiliam na identificação de eventuais desvios de conduta ocorridos), que, por sua vez, são úteis à avaliação econômica da companhia. Para a funcionalidade do regime informacional ora em discussão, portanto, a utilização de critérios contábeis baseados em valores históricos e a divulgação de informações de natureza retrospectiva seriam mais úteis.<sup>933</sup>

Assim, alguns dos novos critérios contábeis obrigatórios às companhias em decorrência da adoção do *IFRS* podem, apesar de conferir maior precisão ao retrato econômico-financeiro da companhia relatado em suas demonstrações financeiras, acinzentar a utilidade das referidas informações ao monitoramento da conduta dos agentes. Adicionalmente, conforme já dito, a subjetividade associada a algumas das novas regras contábeis (principalmente aquelas que exigem contabilização de ativos e passivos a valor presente, a valor de mercado e/ou a valor justo), confere maior possibilidade de dissimulação de alguns desvios de conduta, ou, ainda, incentivos perversos de criar

---

<sup>931</sup> Cf. MAHONEY. Paul. Op. cit. p. 1050.

<sup>932</sup> A esse respeito, P. MAHONEY afirma: “*The normative prescriptions of the agency cost model tend to point in the opposite direction of those derived from the accuracy enhancement model. The agency cost model justifies the traditional, backward-looking model of mandatory disclosure as a means of helping investors uncover breaches of contractual or fiduciary obligations. Management's projections or views about the future of the business are not likely to contain information relevant to such breaches, and so the decision whether to disclose can be safely left unregulated*” (MAHONEY. Paul. Op. cit. p. 1080).

<sup>933</sup> A respeito, P. MAHONEY afirma: “*While the decision to embark on historical cost accounting has been much criticized, it makes perfect sense if the objective of financial reporting is not to help traders value firms, but merely to help shareholders uncover breaches of management's duties. In the context of ongoing reporting, two distinct conceptions of the function of financial reporting are possible. One might view financial reporting as principally a form of monitoring for the benefit of shareholders, creditors, and other interested parties. Alternatively, one might view accounting as a means of providing a comprehensive picture of a firm's performance that may enable investors to form a better judgment of the value of the firm and its securities. While today we tend to emphasize the latter function, the former would have loomed much larger in the early part of the twentieth century. The original purpose of accounting was to account—that is, to show how money and property entrusted to an agent had been used so that the principal could be assured that the agent had acted for the principal's benefit rather than the agent's*” (MAHONEY. Paul. Op. cit. p. 1085).

valorizações fictícias de ativos, patrimônio, receita etc., quando esses indicadores forem utilizados, por exemplo, como referência ao cálculo da remuneração variável dos administradores.

A opção regulatória a esse respeito envolve, portanto, um verdadeiro *trade off* entre a funcionalidade do regime informacional relativa à tomada de decisão de investimento e incremento da eficiência informacional e aquele concernente ao monitoramento da conduta dos administradores e acionistas controladores, que não pode desconsiderar que os efeitos perversos a esta última, conforme acima relatado, podem ser eficientemente mitigados por meio de mecanismos de governança corporativa que garantam a adequação dos controle internos associados à elaboração das demonstrações financeiras (e.g. comitês de auditoria) e pelo rígido controle da atuação dos auditores independentes enquanto *gatekeepers* do mercado de valores mobiliários com relação a essas informações.

#### 5.4.3.5 Informações sobre remuneração dos administradores

Apesar da ICVM 480 ter sido editada com o declarado intuito de promover a ampliação e aperfeiçoamento do regime de *disclosure* de modo a permitir uma melhor tomada de decisão de investimento e precificação dos valores mobiliários no mercado secundário,<sup>934</sup> a inovação mais discutida no período que antecedeu sua edição, posteriormente apontada como um de seus maiores avanços, diz respeito a uma exigência informacional cuja utilidade está predominantemente associada ao monitoramento do comportamento dos administradores e à administração dos conflitos de agência inerentes às companhias, qual seja, a obrigatoriedade de divulgação de detalhes sobre a remuneração desses.

A divulgação dos montantes percebidos pelos administradores, além de esclarecer detalhes sobre uma importante despesa das companhias, permite que os acionistas e o mercado em geral avaliem se a remuneração desses se justifica frente ao seu desempenho no exercício de suas atribuições.

Trata-se, evidentemente, de uma informação que, pelo menos de modo consolidado, sempre foi de conhecimento dos acionistas das companhias abertas brasileiras, responsáveis por aprovar o montante da remuneração dos administradores, no termos do artigo 152 da LSA.

---

<sup>934</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 9-10, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

Todavia, para fins do adequado monitoramento da conduta dos administradores, mais relevante do que os valores efetivamente pagos a eles é a divulgação da estrutura e da política de remuneração utilizada pela companhia, pois é ela que evidenciará quais os efetivos incentivos a que os administradores estão sujeitos e, a partir daí, possibilitar a identificação dos principais conflitos que podem emergir a partir dessa estrutura de incentivos, e, conseqüentemente, dos desvios de conduta aos quais estão sujeitos.

É sabido que a política de remuneração dos administradores pode ser, simultaneamente, uma solução para os problemas de agência inerentes às companhias ou seu agravante, a depender dos incentivos criados a partir dela.<sup>935</sup>

Adicionalmente, associa-se a dispersão do capital social das companhias ao incremento dos conflitos de agência em decorrência da seleção inadequada de incentivos quando da definição da política de remuneração dos administradores, pois, nesse caso, o grande distanciamento entre os principais (no caso, os acionistas de uma companhia cujo capital é disperso) e os agentes (no caso, seus administradores) aumenta significativamente a influência que os últimos exercem na definição da política de sua própria remuneração.<sup>936</sup>

A política de remuneração de uma companhia aberta possui o condão de gerar incentivos para que os administradores privilegiem ações de curto, médio ou longo prazo, bem como persigam as metas econômico-financeiras estabelecidas para a companhia. Isso

---

<sup>935</sup> Nesse sentido, L. BEBCHUK e J. FRIED afirmam: “Among financial economists, the dominant approach to the study of executive compensation views managers’ pay arrangements as a (partial) remedy to the agency problem. Under this approach, which we label the “optimal contracting approach,” boards are assumed to design compensation schemes to provide managers with efficient incentives to maximize shareholder value. (...) Another approach to studying executive compensation focuses on a different link between the agency problem and executive compensation. Under this approach, which we label the ‘managerial power approach’, executive compensation is viewed not only as a potential instrument for addressing the agency problem but also as part of the agency problem itself. As a number of researchers have recognized, some features of pay arrangements seem to reflect managerial rent-seeking rather than the provision of efficient incentives (...)” (BEBCHUK, Lucian.; FRIED, Jesse. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 17, 2003, p. 72.

<sup>936</sup> Nesse sentido, M. PINTO afirma: “Na medida em que a propriedade acionária se torna mais dispersa, os administradores adquirem maior influência sobre a determinação de sua própria remuneração. Enquanto a companhia tem um acionista majoritário, esse acionista consegue controlar com alguma facilidade a remuneração da administração. Quando a companhia deixa de ter um acionista majoritário, esse controle se torna mais difícil e os administradores acabam, no limite, por fixar a própria remuneração” (PINTO, Marcos Barbosa. *Relação entre dispersão acionária e remuneração dos administradores de companhias abertas brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial), Rio de Janeiro, Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, 2011, p. 10, Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8929>> Acesso em 07 dez. 2012. Para ampla discussão acerca de relação entre dispersão acionária e remuneração dos administradores, ver BEBCHUK, Lucian.; FRIED, Jesse. *Pay without performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge: Harvard University Press, 2004. Para uma análise empírica dessa correlação nas companhias abertas brasileiras, ver. PINTO, Marcos Barbosa. op. cit.

é devido, principalmente, no tocante à definição dos critérios de cálculo da parcela variável da remuneração, que tradicionalmente utilizam métricas associadas ao desempenho da companhia,<sup>937</sup> e, conseqüentemente, influenciam os atos e a conduta dos administradores.

Significa dizer, portanto, que a definição da política de remuneração pode incrementar o *moral hazard* no âmbito das companhias abertas, permitindo que os administradores não estejam economicamente expostos às conseqüências de seus atos tomados na condução dos negócios sociais, o que incentiva o engajamento em estratégias mais arriscadas que não seriam adotadas caso suas conseqüências pudessem refletir integralmente no bem-estar econômico dos administradores.<sup>938</sup>

Nesse sentido, é de se notar que a ICVM 480 passou a exigir a divulgação, no Formulário de Referência, de uma grande quantidade de informações detalhadas sobre a remuneração dos administradores que auxiliam na identificação dos incentivos aos quais estão sujeitos com relação à condução dos negócios da companhia, contribuindo significativamente para a funcionalidade do regime de *disclosure* relativa ao monitoramento da conduta dos administradores e a redução dos custos de agência na esfera das companhias abertas, como, por exemplo:

(i) descrição da política de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, incluindo informações detalhadas sobre a composição da remuneração (elementos que a compõe e sua proporção na remuneração total, metodologias de cálculo e indicadores de desempenho que são levados em consideração na determinação de cada elemento da remuneração), bem como descrição do modo como a política de remuneração alinha-se aos interesses de curto, médio e longo prazo da companhia;<sup>939</sup>

(ii) informações detalhadas sobre a remuneração paga às pessoas acima mencionadas nos últimos três exercícios sociais e a prevista para o exercício em curso, segregadas em (a) remuneração fixa anual; (b) remuneração variável (bônus, participação

---

<sup>937</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 20, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2012.

<sup>938</sup> Trata-se de questão que permeou grande parte do debate regulatório após a eclosão da crise financeira de 2008, que culminou, no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, na edição do *Dodd Frank Act*, que, entre outras medidas saneadoras, estabeleceu novas regras atinentes à fixação e divulgação da remuneração dos administradores, bem como a possibilidade da SEC determinar a devolução de bônus e outros incentivos pagos a esses em alguns casos de comprovado desvio de conduta (a chamada *clawback of executive compensation*) (Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 1466-1468).

<sup>939</sup> Cf. item 13.1 do Formulário de Referência.

nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e outros); (c) benefícios pós-emprego; (d) benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo; e (e) remuneração baseada em ações;<sup>940</sup> e (f) descrição da menor, maior e média de remuneração individual de cada órgão;<sup>941</sup>

(iii) descrição dos arranjos contratuais, apólices de seguros ou outros instrumentos que estruturam mecanismos de remuneração ou indenização para os administradores em caso de destituição do cargo ou de aposentadoria, indicando as respectivas consequências financeiras para a companhia;<sup>942</sup> e

(iv) descrição dos mecanismos de avaliação de desempenho dos membros do conselho de administração, dos comitês estabelecidos pela companhia e da diretoria.<sup>943</sup>

---

<sup>940</sup> Os critérios e procedimentos para reconhecimento e divulgação, nas demonstrações financeiras das companhias abertas, das transações com pagamento baseado em ações realizadas pelas companhias são estabelecidos pelo Pronunciamento Técnico CPC 10, aprovado pela Deliberação CVM nº 562/08.

<sup>941</sup> Conforme itens 13.2 a 13.11 e 13.13 a 13.15 do Formulário de Referência. Durante a audiência pública que antecedeu a edição da ICVM 480, muito se discutiu sobre a conveniência de se exigir a remuneração individualizada de cada integrante da administração, à luz das práticas internacionais, que era, inclusive, a proposta inicial da CVM. Vários argumentos foram apresentados em favor da divulgação individualizada, principalmente por viabilizar (a) a correta identificação dos objetivos e da estrutura da remuneração dos administradores; (b) a análise detalhada da relação entre remuneração e desempenho da companhia; (c) a avaliação detalhada da relação entre o custo incorrido com a remuneração e o desempenho dos administradores; (d) a avaliação detalhada do impacto da forma de remuneração sobre a independência dos membros do conselho de administração; (e) a comparação detalhada das políticas de remuneração das companhias; (f) a identificação e compreensão das diferenças nas remunerações dos membros de um mesmo órgão do emissor; e (g) o entendimento dos motivos que levam a rotatividade de determinada posição ou a perda de profissionais em posições estratégicas da companhia (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência*. Audiência Pública 07/2008, p. 54, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010) Entretanto, diversas foram as manifestações contrárias a divulgação dessas informações nesse nível de detalhe, que poderiam gerar efeitos nocivos como (a) aumento generalizado da remuneração dos administradores; (b) riscos à segurança pessoal dos administradores; (c) dificuldades para atrair e reter executivos receosos da exposição de seu patrimônio; (d) possível instabilidade nas políticas de recursos humanos e gestão das companhias abertas; (e) desequilíbrio concorrencial entre companhias abertas e sociedades de capital fechado que atuam em um mesmo setor da economia, (f) desequilíbrio interno entre os empregados das companhias abertas, acarretando tensões no ambiente de trabalho; (g) o conhecimento dessas informações por sindicatos e entidades de classe poderia trazer conotações políticas a uma questão exclusivamente estratégica; e (h) desestímulo ao acesso de novas companhias ao mercado de valores mobiliários, propiciando e incentivo para as atuais companhias abertas fecharem seu capital (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência*. Audiência Pública 07/2008, p. 52-53, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010). Ao final, a CVM optou por exigir apenas a divulgação das remunerações mínimas, médias e máximas, por órgãos da administração, por considerar que a divulgação das informações individuais não eram essenciais à avaliação das políticas de remuneração das companhias abertas e poderia trazer mais ônus do que benefícios ao mercado de valores mobiliários (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência*. Audiência Pública 07/2008, p. 58-59, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010).

<sup>942</sup> Cf. item 13.12 do Formulário de Referência.

<sup>943</sup> Cf. item 12.1 do Formulário de Referência.

#### 5.4.3.6 Outras informações importantes ao monitoramento dos administradores e acionistas controladores

O regime de divulgação contínua de informações ao qual as companhias abertas brasileiras estão sujeitas por força da ICVM 480 inclui, ainda, outras informações que são predominantemente úteis ao monitoramento da conduta dos administradores e dos acionistas controladores, possibilitando a identificação de conflitos de agência que potencialmente podem emergir no âmbito das companhias abertas, bem como de eventuais desvios de conduta.

Tratam-se, essencialmente, de informações sobre a estrutura administrativa e de governança da companhia, que também viabilizam a identificação dos incentivos aos quais seus agentes estão sujeitos e dos potenciais conflitos decorrentes, como, por exemplo:

(i) descrição da estrutura administrativa da companhia, identificando as atribuições de cada órgão e comitê e as atribuições e poderes de cada um dos diretores;<sup>944</sup>,

(ii) descrição das regras, políticas e práticas relativas às assembleias gerais, incluindo aquelas concernentes a identificação e administração de conflitos de interesses e a solicitação de procurações pela administração para o exercício do direito de voto;<sup>945</sup>

(iii) descrição das regras, políticas e práticas relativas ao conselho de administração, incluindo a indicação sobre a existência de disposições do acordo de acionistas que estabeleçam restrição ou vinculação ao exercício do direito de voto de membros do conselho e as regras de identificação e administração de conflitos de interesses;<sup>946</sup>

(iv) informação sobre existência de cláusula compromissória inserida no estatuto para a resolução dos conflitos entre acionistas e entre esses e o emissor por meio de arbitragem;<sup>947</sup>

(v) identificação completa dos administradores, membros dos comitês estatutários, bem como dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, ainda que tais comitês ou estruturas não sejam estatutários, incluindo a descrição de sua experiência profissional e de todos os cargos de administração que ocupe ou tenha ocupado em outras companhias abertas, bem como eventuais condenações criminais ou

---

<sup>944</sup> Cf. item 12.1 do Formulário de Referência.

<sup>945</sup> Cf. item 12.2 do Formulário de Referência.

<sup>946</sup> Cf. item 12.4 do Formulário de Referência.

<sup>947</sup> Cf. item 12.5 do Formulário de Referência.

administrativas;<sup>948</sup>

(vi) informação sobre a existência de relação conjugal, união estável ou parentesco até o segundo grau entre (a) administradores da companhia; (b) administradores da companhia e administradores de suas controladas, diretas ou indiretas; (c) administradores da companhia ou de suas controladas, diretas ou indiretas, e controladores diretos ou indiretos da companhia; e (d) administradores da companhia e administradores das sociedades controladoras diretas e indiretas da companhia;<sup>949</sup>

(vii) informações sobre relações de subordinação, prestação de serviço ou controle mantidas, nos três últimos exercícios sociais, entre administradores da companhia e (a) sociedade controlada, direta ou indiretamente, pela companhia; (b) controlador direto ou indireto da companhia; (c) caso seja relevante, fornecedor, cliente, devedor ou credor da companhia, de sua controlada ou controladoras ou controladas de alguma dessas pessoas;<sup>950</sup>

(viii) descrição das disposições de quaisquer acordos, inclusive apólices de seguro, que prevejam o pagamento ou o reembolso de despesas suportadas pelos administradores, decorrentes da reparação de danos causados a terceiros ou ao emissor, de penalidades impostas por agentes estatais, ou de acordos com o objetivo de encerrar processos administrativos ou judiciais, em virtude do exercício de suas funções;<sup>951</sup>

(ix) informações sobre quaisquer processos judiciais, administrativos ou arbitrais, independentemente do juízo de relevância feito pela companhia, que não estejam sob sigilo, em que a companhia ou suas controladas sejam parte e cujas partes contrárias sejam administradores ou antigos administradores, controladores ou antigos controladores ou investidores da companhia ou de suas controladas;<sup>952</sup> e

(x) principais eventos societários (reorganizações societárias, alienações e aquisição de controle societário e de ativos importantes), pelos quais a companhia ou qualquer de suas controladas ou coligadas tenham passado, indicando suas principais condições e os efeitos resultantes da operação no quadro acionário, especialmente, sobre a participação do controlador, de acionistas titulares de mais de cinco por cento do capital social e dos administradores da companhia.<sup>953</sup>

---

<sup>948</sup> Cf. itens 12.6 a 12.8 do Formulário de Referência.

<sup>949</sup> Cf. item 12.9 do Formulário de Referência.

<sup>950</sup> Cf. item 12.10 do Formulário de Referência.

<sup>951</sup> Cf. item 12.11 do Formulário de Referência.

<sup>952</sup> Cf. item 4.4 do Formulário de Referência.

<sup>953</sup> Cf. item 6.5 do Formulário de Referência.

#### 5.4.3.7 Informações em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários

Por fim, é de se reconhecer que a divulgação de informações é importante para a administração de alguns problemas de agência que surgem no momento da realização das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários,<sup>954</sup> exigindo-se, assim, que fique absolutamente evidenciado quais os interesses que os participantes envolvidos possuem na operação, de modo a viabilizar a adequada identificação dos incentivos aos quais estão sujeitos.

Dada a relevante função desempenhada pelas instituições intermediárias com relação à checagem das informações prestadas nas ofertas, é necessário, também, que se faça a ampla divulgação dos interesses que elas possuem na operação, e, portanto, podem afetar adversamente no exercício do dever de diligência a elas imposto.

Nesse sentido, costuma-se exigir, nos prospectos, informações detalhadas sobre os interesses financeiros dos acionistas controladores, dos administradores, da instituição intermediária e de terceiros com relação à oferta, bem como detalhes sobre a utilização dos recursos a serem captados.<sup>955</sup>

Informações dessa natureza são amplamente exigidas pela ICVM 400, incluindo:

- (i) informações sobre terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta;<sup>956</sup>
- (ii) informações sobre terceiros que venham a ser destinatários dos recursos

---

<sup>954</sup> Segundo P. MAHONEY, essa preocupação grande parte da discussão havida no mercado de valores mobiliários norte-americano após o *crash* de 1929, que culminou com a edição do *Securities Act* de 1933, que, segundo referido autor, privilegiava a divulgação de informações úteis à administração dos problemas de agência ocorridos nas ofertas públicas (Cf. MAHONEY, Paul. Op. cit. p. 1068-1073).

<sup>955</sup> Cf. MAHONEY, Paul. Op. cit. p. 1077). A esse respeito, a *IOSCO* divulgou, em 2007, documento denominado *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings* acerca dos mecanismos adequados a serem adotados para administrar eventuais conflitos de interesses emergentes em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, reconhecendo, para essa finalidade, a utilidade da obrigação de divulgar determinadas informações no âmbito das ofertas, recomendando: “*Additional disclosures concerning conflicts may need to be made to those persons who may make a decision about a securities offering (for example, the issuer and/or the firm's clients). For example, the disclosure may include a description by the market intermediary of financial benefits that it will receive as a result of the securities offering or of the multiple roles it and/or its affiliates are playing. The information disclosed should allow the person who is relying on the market intermediary to assess the services of the market intermediary with an understanding of any fact that may affect the independence and objectivity of the market intermediary*” (TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings*, nov. 2007, p. 13, Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf>>. Acesso em: 09 dez. 2012).

<sup>956</sup> Cf. artigo 39 e Anexo III, Item 7 da ICVM 400.

captados com a oferta;<sup>957</sup>

(iii) descrição comparativa entre o preço praticado na oferta pública de distribuição e o preço pago por administradores, acionistas controladores ou detentores de opções de aquisição de ações nos últimos cinco anos;<sup>958</sup>

(iv) informações sobre eventual destinação da oferta pública ou de partes da oferta pública a investidores específicos e a descrição desses investidores;<sup>959</sup>

(v) informações sobre eventuais restrições de venda de ações aplicáveis a determinados acionistas após a oferta;<sup>960</sup>

(vi) informações sobre o relacionamento da companhia com a instituição líder da distribuição e demais participantes do consórcio de distribuição (bem como com as instituições financeiras que tenham relações societárias com as referidas instituições intermediárias), incluindo eventuais empréstimos, investimentos e outras relações existentes;<sup>961</sup>

(vii) informações sobre o custo da distribuição, incluindo (a) o percentual em relação ao preço unitário da distribuição; (b) a comissão de coordenação; (c) a comissão de colocação; (d) a comissão da garantia de subscrição; (e) as despesas decorrentes do registro; e (f) outros custos;<sup>962</sup> e

(viii) informações detalhadas sobre a utilização dos recursos da oferta, inclusive acerca da eventual utilização para aquisição de ativos ou outros negócios de partes relacionadas, informando o respectivo vendedor e como o custo será determinado.<sup>963</sup>

#### *5.4.4 A importância para a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários brasileiro e para a administração da seleção adversa de companhias abertas*

Conforme já mencionado no Capítulo 3, a função do regime informacional com relação à manutenção e incremento da confiança dos investidores na estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários e à administração da seleção adversa das companhias abertas está associada especialmente à amplitude e rigidez do regime, e não

---

<sup>957</sup> Cf. artigo 39 e Anexo III, Item 7 da ICVM 400.

<sup>958</sup> Cf. Anexo III, Item 3.2.4.1 da ICVM 400.

<sup>959</sup> Cf. Anexo III, Item 3.2.5 da ICVM 400.

<sup>960</sup> Cf. Anexo III, Item 3.2.6 da ICVM 400.

<sup>961</sup> Cf. Anexo III, Item 3.3.2 da ICVM 400.

<sup>962</sup> Cf. Anexo III, Item 3.3.3 da ICVM 400.

<sup>963</sup> Cf. Anexo III, Item 3.5 da ICVM 400.

especificamente ao conteúdo das obrigações informacionais ou sua efetiva utilidade para a satisfação das outras funções do regime de *disclosure*.

Dessa forma, parece evidente que movimentos regulatórios associados ao incremento do nível de prestação informacional obrigatória influenciarão positivamente, pelo menos em um primeiro momento, na funcionalidade do regime atinente à confiança dos investidores e na administração da seleção adversa de companhias abertas (impedindo a permanência de emissores de baixa qualidade), ainda que deles possam advir efeitos práticos negativos como aqueles que resultam do excesso de informação no mercado de valores mobiliários (e seu reflexo na funcionalidade relativa à tomada de decisão de investimento e precificação dos valores mobiliários), bem como do incremento dos custos diretos e indiretos de produção, aquisição e verificação da informação divulgada, cujos efeitos deletérios ao desenvolvimento do mercado já foram apontados.

É possível constar, dessa forma, a evolução das práticas de divulgação de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro contribuiu (juntamente com outras medidas legais, regulatórias e autorregulatórias associadas ao incremento dos direitos de acionistas não controladores e de práticas de governança corporativa, bem como com a melhora do cenário macroeconômico nacional e internacional) com seu desenvolvimento acentuado a partir do início dos anos 2000.

Conforme já mencionado, durante a década de 1990, as poucas ofertas públicas de distribuição de ações efetivadas no país apenas eram viabilizadas quando a companhia se submetia às regras do *Securities Act* de 1933 e ao regime de *disclosure* imposto pelo *Securities Exchange Act* de 1934, com o objetivo flagrante de tomar emprestada a credibilidade da regulação norte-americana, atributo do qual o arcabouço regulatório nacional não gozava à época a juízo dos investidores nacionais e estrangeiros.<sup>964</sup>

Após importantes reformas legais, regulatórias e autorregulatórias que impuseram, entre outras medidas, mais rigor às obrigações informacionais aplicáveis às companhias

---

<sup>964</sup> A esse respeito, M. H. Santana e J. Guimarães afirmam: “Entre 1995 e 2000, aconteceram apenas 8 IPOs – registros de novas companhias com ofertas de ações (mesmo depois disso, entre 2001 e 2003, a situação se manteve muito parecida, com somente uma companhia abrindo o capital com uma oferta de ações no período). Só eram considerados viáveis os IPOs que envolvessem também uma listagem simultânea da companhia na NYSE, o que de saída já limitava o universo às operações de grandes companhias com volume suficiente para propiciar a existência de liquidez em dois mercados de bolsa. Nossas companhias precisavam ‘alugar’ a credibilidade de outra jurisdição, mais atraente e amigável para os investidores, para terem sucesso nas ofertas de ações. Ao mercado brasileiro, na percepção dos investidores, faltava a indispensável segurança jurídica” (SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; GUIMARÃES, Juliana Paiva. Mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n° 41, 2008, p. 57-58).

abertas brasileiras (principalmente a edição da Lei nº 10.303/01, da ICVM 358, da ICVM 400 e a criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa da então Bolsa de Valores de São Paulo), verificou-se uma fundamental alteração nesse cenário, de modo que as estruturas do mercado de valores mobiliários brasileiro passaram a gozar de maior confiabilidade, o que se evidencia, inclusive, pelo baixo número de companhias que realizaram ofertas públicas de distribuição de ações registradas perante a SEC a partir de 2004,<sup>965</sup> não obstante a participação de investidores estrangeiros tenha sido marcante nas ofertas públicas de distribuição de ações ocorridas no Brasil a partir de então. Resultado claro desse evidente incremento da confiança dos investidores na estrutura regulatória do mercado de valores mobiliário foi a obtenção do grau de investimento (*investment grade*) pelo Brasil no começo do ano de 2008.

Não obstante o desaquecimento das ofertas públicas iniciais de distribuição de ações a partir do final do mesmo ano,<sup>966</sup> em decorrência da crise econômica internacional, é evidente que as medidas regulatórias implementadas posteriormente com o intuito de ampliar e incrementar a qualidade do regime de *disclosure* (principalmente a edição da ICVM 480 e da ICVM 48), contribuem significativamente no aumento da confiança dos investidores e na manutenção da boa reputação regulatória do mercado de valores mobiliários brasileiro, essencial a seu desenvolvimento.

Da mesma forma, o incremento do regime de prestação de informações periódicas e eventuais, principalmente após a edição da ICVM 480, constituiu uma importante barreira de acesso e à permanência dos emissores de qualidade questionável no mercado de valores mobiliários, auxiliando a administração do fenômeno da seleção adversa, na medida em que torna custosa a adoção de comportamentos artificiais simplesmente voltados a sinalizar uma falsa boa qualidade.

Assim, pode-se afirmar que o regime de *disclosure* é um efetivo elemento de sinalização no âmbito do mercado de valores mobiliários.<sup>967</sup> E isso pode ser verificado a partir da observação do incremento na quantidade de companhias que tiveram seu registro perante a CVM cancelado de ofício por descumprimento de suas obrigações

---

<sup>965</sup> Entre 2004 e 2012, apenas 5 (cinco) companhias abertas brasileiras realizaram ofertas de *American Depositary Receipts* registradas perante a SEC, período em que foram realizadas 235 (duzentas e trinta e cinco) ofertas públicas de distribuição de ações de companhias abertas brasileiras. Fonte: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 02 jan. 2013.

<sup>966</sup> Entre 2009 e 2012, foram realizadas 31 ofertas iniciais de distribuição de ações de companhias abertas brasileiras. Fonte: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 02 jan. 2013.

<sup>967</sup> No entanto, isso não significa dizer que sua rigidez deve ser aplicável, de modo indistinto, a qualquer tipo de emissor, conforme será debatido no Capítulo 5.5.

informativos.

O artigo 54 da ICVM 480 facilitou a possibilidade de a CVM cancelar de ofício o registro das companhias abertas que se mantêm inadimplentes na prestação das informações periódicas exigidas pela referida norma por período superior a dois anos, alternativa que constitui uma ferramenta útil à administração dos problemas de seleção adversa no mercado de valores mobiliários, pois retira dele os emissores que não conseguem manter padrões informativos mínimos, e, portanto, podem ser considerados de qualidade duvidosa, utilizando-se, para tanto, da prerrogativa prevista no artigo 21, §6º, I, da LMVM, que atribui competência genérica para a CVM expedir normas acerca da dispensa, recusa, suspensão e cancelamento de registro de companhias abertas.<sup>968</sup> Nesse sentido, o efeito da ICVM 480 na administração da seleção adversa dos emissores no âmbito do mercado de valores mobiliários pode ser evidenciado pelo cancelamento de ofício do registro de sessenta e seis companhias abertas desde sua entrada em vigor, em decorrência do inadimplemento prolongado da prestação de informações periódicas.<sup>969</sup>

#### 5.4.5 A importância para os órgãos reguladores e autorreguladores

A função do regime de *disclosure* ao exercício, pelos órgãos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários, de suas atribuições normativas, fiscalizadoras e sancionadoras ficou evidenciada durante a audiência pública que antecedeu a edição da ICVM 480, oportunidade na qual a CVM reconheceu expressamente que algumas exigências informativas, inclusive, são fundamentadas em grande parte por essa finalidade específica.<sup>970</sup>

---

<sup>968</sup> Não obstante o referido dispositivo legal, a alternativa adotada pela CVM no âmbito da ICVM 480, que prevê o cancelamento de ofício das companhias inadimplentes com suas obrigações informativas por período estendido sem exigir a realização de oferta pública de aquisição de valores mobiliários (como ocorre nos cancelamentos voluntários de registro) pode ser questionada à luz do previsto no artigo 4º da LSA, que constitui comando legal de mesma hierarquia normativa do que o mencionado artigo 21, §6º, I, da LMVM, porém de natureza específica, estabelecendo que o registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia ou seu acionista controlador formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço considerado justo, de acordo com os critérios estabelecidos no referido dispositivo, de modo a garantir a possibilidade de os acionistas retirarem-se das respectivas companhias a um valor adequado, diante da possibilidade da mesma tornar-se uma companhia fechada. Note-se que a redação do artigo 4º da Lei nº 6.404/76 não faz qualquer diferenciação entre o cancelamento voluntário e o cancelamento de ofício, de modo que a argumentação que respalda a regra contida no artigo 54 da Instrução CVM nº480/09, qual seja de que a obrigação prevista na lei societária aplica-se apenas aos cancelamentos voluntários, pode ser questionada.

<sup>969</sup> Fonte: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 15 jul. 2011.

<sup>970</sup> Conforme pode ser depreendido dos seguintes trechos do relatório da aludida audiência pública: “A CVM entende o argumento da ABRASCA, no entanto, esclarece que as informações do formulário de referência são utilizadas não só pelos investidores, mas também pelos reguladores e autorreguladores. Os dados da

O conjunto de informações obrigatoriamente divulgadas pelas companhias abertas é, sem sombra de dúvidas, o ponto de partida do exercício, pela CVM, da função fiscalizatória que lhe é atribuída nos termos do artigo 8º, III e V da LMVM<sup>971</sup> e, nesse sentido, o incremento na quantidade de informações continuamente divulgadas pelas companhias é positivo para essa funcionalidade do regime informacional.

O mesmo se aplica com relação às atividades autorreguladoras exercidas pela BM&FBOVESPA, quer seja no acompanhamento das obrigações periódicas e eventuais das companhias nela listadas,<sup>972</sup> quer seja com relação às obrigações decorrentes de suas próprias regras de listagem.

É evidente que existem informações importantes para a atividade fiscalizadora exercida pelos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários que não integram o regime informacional obrigatório, dada a natureza e a sensibilidade dessas.<sup>973</sup> Nesse sentido, o artigo 56 da ICVM 480 estabelece que a CVM pode solicitar o envio de informações e documentos adicionais aos exigidos pelo regime informacional obrigatório, ou pedir esclarecimento sobre informações e documentos divulgados, podendo ou não exigir sua divulgação pública.

Contudo, para essa funcionalidade do regime de *disclosure*, mais relevante do que o incremento da qualidade e da quantidade das informações divulgadas promovido pela ICVM 480, talvez tenha sido o aprimoramento na forma de sua apresentação. A partir da adoção do Formulário de Referência, aumentou-se a quantidade de informações prestadas

*alínea “c” do item 2.1 são importantes para o trabalho de supervisão da CVM e dos autorreguladores, além de serem informações que não representam qualquer custo para o emissor” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência. Audiência Pública 07/2008, p. 8, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2012) e “A CVM discorda do IBRI em relação à utilidade do formulário DFP. A parametrização dos campos de referido formulário facilita intensamente o trabalho de supervisão da CVM e do auto-regulador. (grifo nosso)” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Relatório de Análise SDM – Parte II. Audiência Pública 07/2008, p. 42, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2012).*

<sup>971</sup> “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...)

*III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; (...)*

*V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. (...).”*

<sup>972</sup> Em 13.12.2011, a CVM e a BM&FBOVESPA celebraram um convênio estabelecendo mecanismos de cooperação e de organização das atividades de fiscalização das obrigações informacionais das companhias abertas listadas na bolsa.

<sup>973</sup> A ICVM 358 prevê, em seu artigo 11, §6º que as informações sobre as negociações efetuadas pelos administradores envolvendo valores mobiliários da companhia sejam encaminhadas à CVM e à Bolsa de Valores, caso aplicável, de modo consolidado (por órgão da administração) e individual (por administrador), entretanto, as informações individuais são de uso exclusivo do regulador e do autorregulador, não sendo disponibilizadas ao mercado.

por meio de campos estruturados, favorecendo a utilização, pelo regulador e pelo autorregulador, de rotinas eletrônicas em suas atividades de fiscalização, tornando-as mais eficientes.<sup>974</sup>

#### *5.4.6 implicações na viabilização do sistema de responsabilidade das companhias abertas brasileiras e dos intermediários*

Conforme indicado no Capítulo 3, o conteúdo do conjunto de informações cuja prestação é obrigatória no âmbito do mercado de valores mobiliários moldará, em grande medida, a extensão da responsabilidade das companhias abertas, de seus acionistas controladores, administradores e, no caso das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, das instituições intermediárias e dos ofertantes.

Além da ampliação da extensão do conjunto informacional obrigatório, que automaticamente incrementa o escopo da responsabilidade dos responsáveis pela elaboração, verificação e divulgação dessas informações, a ICVM 480 contribui de modo significativo para a viabilização de um regime mais preciso de imputação de responsabilidade por falhas na prestação de informações periódicas e eventuais.

Conforme já dito, os artigos 14 a 19 da norma estabelecem alguns padrões acerca do conteúdo, qualidade e forma de divulgação das informações exigidas. Esses dispositivos viabilizam, portanto, de modo expresse, a responsabilização dos responsáveis pela informação em decorrência de falhas eminentemente qualitativas com relação às informações prestadas, permitindo uma análise substancial do regulador com relação ao cumprimento das obrigações informacionais.<sup>975</sup>

Adicionalmente, também contribuindo com o recrudescimento do regime de responsabilidade pelas informações prestadas, a ICVM 480 exige que conste do Formulário de Referência<sup>976</sup> declaração expressa do diretor presidente e do diretor de relações com investidores, atestando que (i) reviram o Formulário de Referência; (ii) todas as informações nele contidas atendem ao disposto na ICVM 480, em especial aos

---

<sup>974</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 12-13, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2012).

<sup>975</sup> Esse foi, inclusive, um dos objetivos declarados da CVM com a inclusão desses dispositivos na ICVM 480, conforme pode ser depreendido do seguinte trecho do edital que submeteu a audiência pública a minuta da referida norma: “*Embora esses princípios pareçam básicos, faltam no atual regime comandos dessa ordem, o que muitas vezes dificulta tanto a supervisão da CVM em relação à clareza e utilidade das informações divulgadas, quanto a punição de emissores por informações enviesadas*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 07/08*, p. 12, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2012).

<sup>976</sup> Cf. item 1.1 do Formulário de Referência.

mencionados artigos 14 a 19 da ICVM 480; e (iii) o conjunto de informações nele contido constitui um retrato verdadeiro, preciso e completo da situação econômico-financeira do emissor e dos riscos inerentes às suas atividades e dos valores mobiliários por ele emitidos.<sup>977</sup>

No âmbito das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, a ICVM 400 contém, também, um robusto sistema de atribuição de obrigações e responsabilidade no tocante à prestação informacional.

No que diz respeito à qualidade das informações prestadas, a ICVM 400 estabelece<sup>978</sup> que as mesmas devem ser completas, precisas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e necessárias, em linguagem acessível, prestadas de maneira que não omitam fatos de relevo, nem contenham informações que possam induzir em erro os investidores, viabilizando, também, uma análise substancial dessas.

Em adição, a norma estabelece<sup>979</sup> que o ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.

A instituição intermediária líder, por sua vez, deve<sup>980</sup> tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta ou omissão dessa, para assegurar que (i) as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e (ii) as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do

---

<sup>977</sup> Essas disposições possuem clara inspiração na *Section 302 do Sarbanes-Oxley Act*: “*SEC. 302. CORPORATE RESPONSIBILITY FOR FINANCIAL REPORTS. (a) REGULATIONS REQUIRED.—The Commission shall, by rule, require, for each company filing periodic reports under section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78m, 78o(d)), that the principal executive officer or officers and the principal financial officer or officers, or persons performing similar functions, certify in each annual or quarterly report filed or submitted under either such section of such Act that—(1) the signing officer has reviewed the report; (2) based on the officer’s knowledge, the report does not contain any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which such statements were made, not misleading; (3) based on such officer’s knowledge, the financial statements, and other financial information included in the report, fairly present in all material respects the financial condition and results of operations of the issuer as of, and for, the periods presented in the report*”. (Disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>>. Acesso em: 08 dez. 2012).

<sup>978</sup> Cf. artigos 38 e 39 da ICVM 400.

<sup>979</sup> Cf. artigo 56 da ICVM 400.

<sup>980</sup> Cf. artigo 56, §1º da ICVM 400.

empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o prospecto, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.

Assim, compete à instituição intermediária líder a checagem das informações prestadas pelo ofertante no curso da oferta, por meio de uma atuação proativa no exame da documentação que suporta as referidas informações, assumindo uma postura autônoma compatível com o dever de diligência a ela atribuído.<sup>981</sup>

Note-se que a instituição intermediária líder não é responsável por assegurar a veracidade, consistência e suficiência das informações, como ocorre com o ofertante, de modo que sua obrigação constitui uma típica obrigação de meio, que será cumprida mediante a comprovação de que atuou com diligência no exame e checagem das informações prestadas, e não uma obrigação de resultado.<sup>982</sup>

A ICVM 400 exige,<sup>983</sup> ainda, que o ofertante e a instituição intermediária líder declarem expressamente, por meio de documento escrito encaminhado à CVM e disponibilizado aos destinatários da oferta, que o prospecto contém as informações relevantes necessárias ao conhecimento pelos investidores da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da emissora, suas atividades, situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes, bem como que tal documento foi elaborado de acordo com as normas pertinentes.

Esse robusto conjunto de regras que se destinam a garantir a qualidade da prestação informacional, indicando os responsáveis por sua divulgação e verificação, conforme o caso, complementa-se por normas que imputam responsabilidade civil e administrativa em decorrência da infração a determinadas obrigações informacionais, complementando o regime de responsabilidade pelas falhas na divulgação de informações no âmbito do

---

<sup>981</sup> A esse respeito, N EIZIRIK afirma: “O ‘underwriter’, ao analisar as informações fornecidas pela companhia emissora, deve conferir sua suficiência e qualidade. Para eximir-se da responsabilidade civil e disciplinar decorrente da prestação de informações falsas ou inexatas, incumbe-lhe demonstrar que atendeu ao padrão de diligência (‘due diligence’) que se espera do homem prudente na condução de seus próprios negócios. Nesse sentido, o ‘underwriter’ não se pode deixar contagiar pelo ‘entusiasmo’ do acionista controlador e administradores da companhia emissora. Ou seja, não pode aceitar incondicionalmente as informações por eles prestadas, devendo examinar diligentemente sua veracidade e fidedignidade. Tratando-se de projeções empresariais, nas quais às vezes manifesta-se tal ‘entusiasmo’, cabe ao ‘underwriter’ verificar a acuracidade das premissas e memórias de cálculo utilizadas para sua elaboração. Cabe ao ‘underwriter’ assumir postura independente frente à companhia emissora, ao exercer seu dever de diligência. Com efeito, presume-se que o ‘underwriter’ realiza uma análise profissional das informações prestadas pela companhia, daí considerando-se que seu dever de diligência deve atender aos padrões do banqueiro, e não meramente do ‘bonus pater familias’” (EIZIRIK, Nelson. *Underwriting de valores mobiliários*. In: EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 60).

<sup>982</sup> Cf. ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 235.

<sup>983</sup> Cf. artigo 56, §5º da ICVM 400.

mercado de valores mobiliários.<sup>984</sup>

Com relação especificamente às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, a responsabilidade administrativa pela quebra dos deveres informacionais advém do previsto nos artigos 56-A, 56-B e 56-C da ICVM 400, que estabelecem expressamente a responsabilidade dos administradores da instituição intermediária líder, dos administradores da companhia emissores e do ofertante, dentro de suas atribuições e competências, pelo cumprimento das regras contidas na aludida norma.

É de se notar, ainda, que a falha, omissão ou imprecisão na prestação informacional por parte do ofertante e da instituição intermediária podem acarretar em responsabilidade civil, nos termos da regra geral contida no artigo 186 do Código Civil.<sup>985</sup>

Na esfera das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, a responsabilidade do ofertante e da instituição intermediária, tanto na seara administrativa quanto na cível, é de natureza subjetiva.<sup>986</sup> A natural dificuldade de se comprovar o nexo causal entre eventual prejuízo experimentado por determinado investidor e a conduta do ofertante e da instituição intermediária,<sup>987</sup> em decorrência do caráter eminentemente aleatório que caracteriza os negócios realizados no mercado de valores mobiliários, representa, assim, sérios entraves à efetividade do regime de responsabilização em decorrência da falha na prestação informacional nessa seara.

---

<sup>984</sup> Nos termos dos artigos 157, §4º e 158 da LSA e artigos 2º a 18 da ICVM 358 (divulgação de fato relevante), artigos 155, 158 e 176 da LSA, artigo 1º da ICVM 491, de 22 de fevereiro de 2011 e artigo 35 da ICVM 308 (preparação de divulgação de demonstrações financeiras), artigos 42 a 46 e 60 da ICVM 480 (divulgação de informações periódicas e eventuais), artigos 56-A, 56-B e 56-C da ICVM 400 (informações em ofertas públicas de distribuição).

<sup>985</sup> Cf. ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 246.

<sup>986</sup> Cf. ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 248.

<sup>987</sup> A esse respeito, A. ARAGÃO afirma: “*A prova do nexo causal envolve a demonstração de que o prejuízo ao investidor foi causado pela falha na informação, e não por fatores de mercado, conjunturais ou de outra natureza, Como se sabe, o mercado de valores mobiliários é extremamente sensível a qualquer tipo de informação. O teste mais comum para saber se a falha na informação causou, ou não, prejuízos é o do exame das cotações do valor mobiliário em mercado. De acordo com esse exame, as cotações dos valores mobiliários em questão deveriam experimentar queda no momento em que viesse à tona alguma falha, falsidade ou omissão relevante do prospecto, relativa ao emissor. Essa queda de cotações corresponderia, assim, ao prejuízo experimentado pelos investidores que adquiriram ações do ofertante com base nas informações falsas. Ocorre que esse teste nem sempre é conclusivo. A ausência de queda na cotação não pode ser tomada como evidência definitiva de materialidade, já que distorções no mercado podem impedir reações imediatas de preço. (...) O oposto também pode ocorrer: as cotações podem se depreciar por pressões de baixa episódicas, que afetem o mercado como um todo ou apenas no setor que o emissor atue. Assim, não há presunção de que a queda nas cotações seja necessariamente causada pela revelação de falhas ou imprecisões do prospecto, podendo o emissor e a instituição intermediária eximir-se de responsabilidade se conseguirem provar o concurso de outras circunstâncias. Note-se, ademais, que o ônus da prova para o investidor é, aqui, extremamente elevado: de um lado, deve demonstrar que a queda nas cotações se deveu às falhas do prospecto e, em seguida, que a informação omitida ou falseada foi determinante para sua decisão de investimento*” (Cf. ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit. p. 249-250).

No caso da responsabilização da instituição intermediária, há ainda mais uma dificuldade, qual seja a comprovação da ausência de sua diligência na verificação da precisão e suficiência das informações prestadas na oferta. Por se tratar de uma típica obrigação de meio, a comprovação de seu descumprimento esbarra, pelo menos no mercado de valores mobiliários brasileiro, na inexistência de parâmetros claros acerca do padrão de comportamento esperado dos intermediários no processo de *due diligence* relativo às informações prestadas no âmbito da oferta.<sup>988</sup>

Adicionalmente, é evidente que o regime de responsabilidade decorrente do sistema de divulgação de informações aplicável às companhias abertas brasileiras pode ser fragilizado pela opacidade de determinadas informações (como, por exemplo, os fatores de risco), que acabam por atuar como limitadoras da responsabilidade das companhias, ofertantes e instituições intermediárias, conforme o caso.

A divulgação de informações de modo amplo e opaco (flagrantemente importadas das práticas norte-americanas de divulgação de informações nas ofertas públicas de distribuição, em decorrência da rigidez do regime de responsabilidade vigente naquele país),<sup>989</sup>, de modo a mitigar a responsabilidade a ela associada leva, materialmente, a um esvaziamento de parte do regime de responsabilidade ao qual estão sujeitos, tornando o conjunto de informações disponibilizadas, por exemplo, por meio do prospecto e do

---

<sup>988</sup> Apesar da subjetividade associada a aferição do exercício do dever de diligência impostos aos intermediários das ofertas públicas de distribuição, N. EIZIRIK, na tentativa de delinear elementos esperados da conduta desses no exercício de suas funções, afirma: “(...) o primeiro requisito que o ‘underwriter’, em consonância com o seu dever de diligência deve atender é atuar com habilidade e perícia que normalmente se espera de um profissional competente, na atividade por ele desenvolvida, qual seja, a intermediação na captação de recursos no mercado de capitais. (...) Um outro aspecto do dever de diligência constitui a obrigação do ‘underwriter’ de se informar a respeito das matérias que estejam relacionadas às decisões que deve tomar no exercício de suas funções. Assim, é recomendável que o ‘underwriter’, para assegurar que está desempenhando suas funções de maneira diligente, procure obter o maior número de informações disponíveis sobre as atividades da companhia emissora. Diretamente relacionado ao dever de se informar, encontra-se o dever de investigar, nos termos do qual o underwriter deve analisar criticamente as informações que lhe são transmitidas, a fim de verificar se estas são suficientes, consistentes, verídicas e fidedignas” (EIZIRIK, Nelson. Et al. Op. cit. p. 195-196).

<sup>989</sup> A respeito dessa prática no mercado de valores mobiliários, A. SOMMERS afirmou: “Through the years, there have grown up certain disclosure practices, certain habits of mind, certain stereotyped habits of expression, both on the part of the Commission staff and private practitioners. You could virtually recite the typical prospectus language concerning, for instance, competition. You always said that competition in this industry is intensive and characterized by a large number of competitors, many of whom have greater resources than those of the registrant etc. Likewise wherever you had a new product that was being introduced, you resorted pretty much to standardized modes of expression: “there can be no assurance that this product will be successfully marketed and it may be that company's investment in the amount of approximately blank dollars in the development of this product may not be recovered etc..” You could often predict with precision what a prospectus would say about various problems. (SOMMERS, A. A. Jr. New Approaches to Disclosure in Registered Security Offerings - A Panel Discussion. In: *The Business Lawyer*. Washington DC: New American Bar Association, v. 28, 1973, p. 505).

Formulário de Referência, sob essa perspectiva, mais uma ferramenta de proteção aos responsáveis pelas ofertas do que dos investidores.<sup>990</sup>

## 5.5 CONSIDERAÇÕES SOBRE A FUNCIONALIDADE DO REGIME DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES APLICÁVEL ÀS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

### 5.5.1 *Atendimento à multiplicidade de funções do regime informacional obrigatório*

Em consideração à análise efetuada acerca do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras, é possível afirmar que, sob uma perspectiva ampla, o regime atende satisfatoriamente às múltiplas funções a que se presta, diante das suas inerentes fragilidades abordadas ao longo do Capítulo 4, mormente com relação à sua serventia no tocante à tomada de decisão dos investidores e à promoção da eficiência informacional do mercado de valores mobiliários.

Sob a perspectiva da avaliação dos fundamentos econômicos das companhias abertas, é notável a evolução promovida pela adoção do *IFRS*, que confere maior realidade para as demonstrações financeiras das companhias abertas, e pelas inovações trazidas pela ICVM 480, principalmente a partir da exigência contínua de divulgação dos comentários dos administradores acerca da situação econômico-financeira e de informações mais precisas sobre os segmentos de atividade em que a companhia atua<sup>991</sup>.

---

<sup>990</sup> Não obstante o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº03/2012, item 4.1 (Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 05 jun. 2012) estabeleça que, no Formulário de referência, todos os fatores de risco aplicáveis ao emissor deverão ser descritos sem mitigação ou omissão de informações relevantes, assim como faz o artigo 9º, §1º do Código de ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, que também estabelece que seção sobre fatores de risco, no prospecto e no Formulário de Referência, devem “*conter descrição, sem mitigação, de todos e quaisquer fatos que considere relevantes, assim entendidos aqueles que sejam capazes de afetar sua própria decisão de investimento, entendendo-se por ‘mitigação’, para efeito deste inciso, qualquer forma de amenizar, tornar brando ou justificar o risco*” (Cf. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. *Código de ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários*, 2011, p. 6, Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?op=o&id=77>>. Acesso em: 09 dez. 2012).

<sup>991</sup> Ao final da década de 1970, H. Kripke, em ampla crítica à estrutura do regime de *disclosure* vigente nos Estados Unidos, argumentou que as informações exigidas pelo aludido regime não atenderiam aos anseios dos investidores, por recaírem sobre aspectos individuais e exclusivos de cada companhia, não se alinhando, portanto, com a “teoria do portfólio” (Cf. KRIPKE, Homer (1979) Op. cit. p. 24-28). A “teoria do portfólio” caracteriza as decisões de investimento como um *trade-off* entre a expectativa de risco e de retorno. Cada portfólio de valores mobiliários oferece ao investidor uma determinada combinação de expectativa de risco e de retorno, que será escolhida de acordo com a aversão ou não a risco de cada investidor. Como decorrência desta teoria, temos que (i) cada valor mobiliário não pode ser analisado de modo isolado, devendo ser avaliado no contexto de sua participação dentro de um portfólio, de modo que a relevância individual de cada ativo depende da sua influência na expectativa de risco ou retorno geral do portfólio; e (ii) o investidor estará preocupado apenas com a performance do portfólio como um todo, e não com a performance isolada dos valores mobiliários que o compõem. Adicionalmente, referida teoria distingue dois tipos de risco que,

Com relação à tomada de decisão associada ao exercício de direitos advindos da condição de acionista de companhias abertas, é também significativo o incremento promovido pela edição da ICVM 481, que os municia de um amplo repertório informacional previamente aos conclaves societários.

No tocante à funcionalidade do regime de *disclosure* relativa à administração dos conflitos de agência potencialmente existentes na esfera das companhias abertas e ao monitoramento da conduta dos administradores e acionistas controladores, as recentes evoluções são ainda mais evidentes (não obstante as apontadas fragilidades acerca da correta identificação dos acionistas controladores, em algumas hipóteses específicas).

Trata-se do aspecto em que a ICVM 480 promoveu incrementos mais significativos, sobretudo ao exigir informações detalhadas sobre as estruturas e políticas administrativas das companhias abertas, e diversas informações extremamente úteis à detecção do conjunto de incentivos aos quais os agentes que atuam em sua esfera estão sujeitos, principalmente no que se refere a sua remuneração. Importante, também, nessa seara, foi a ampliação do conjunto informacional atinente às transações entre partes relacionadas (uma das principais fontes de problemas de agência no âmbito societário),

---

individualmente, afetam o preço dos valores mobiliários, quais sejam (i) os riscos não-sistêmicos ou diversificáveis, cujas implicações se limitam a determinada companhia, e podem ser eliminados por meio da diversificação do portfólio; e (ii) os riscos sistêmicos ou não diversificáveis, relacionados normalmente a fatores econômicos que afetam todas as companhias indistintamente, e, portanto, não podem ser mitigados por meio da diversificação do portfólio. Desta forma, ao considerarmos o portfólio como um todo, apenas os riscos sistêmicos surtirão algum efeito em sua performance, na medida em que os riscos não sistêmicos são neutralizados por meio da diversificação. Em decorrência disto, de acordo com a aludida teoria, é de se pressupor que os investidores tenderão a deter portfólios diversificados. (Cf. ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE, op. cit., pp. 640-644). A esse respeito, MODIGLIANI, Franco.; POGUE, Gerald A. An Introduction to Risk and Return. *Financial Analysts Journal*. Charlottesville: CFA Institute Publications, vol. 30, 1974; e VASICEK, Oldrich A.; McQUOWN, John A. The Efficient Market Model. *Financial Analysts Journal*. Charlottesville: CFA Institute Publications, vol. 28, 1972. A partir desse reconhecimento, H. Kripke questiona a maneira como o regime de divulgação obrigatória de informações é estruturado, na medida em que sob esta perspectiva, os investidores não teriam grande interesse em informações específicas acerca de uma determinada companhia cujo valor mobiliário integra o seu portfólio, ao menos que essa informação possa alterar o equilíbrio entre risco e retorno do portfólio como um todo. De modo geral, a partir desta concepção, é possível afirmar que os efeitos de cada informação adicional divulgada podem ser substancialmente distintos do que se considerarmos cada valor mobiliário integrante do portfólio individualmente. Assim, referido autor defende que o regime de *disclosure* exija uma quantidade maior de informações relativas aos setores em que as companhias atuam, sobre comparações entre sua performance e de outras companhias, bem como acerca da correlação existente entre as oscilações da cotação de seus valores mobiliários e daqueles de emissão das demais companhias abertas (o chamado “coeficiente beta”), que seriam mais úteis sob a perspectiva da teoria do portfólio (Cf. Kripke, Homer (1979) Op. cit. p. 88-94). Entretanto, não obstante o valor desse tipo de informação para os investidores que possuem portfólios diversificados, a imposição do ônus de sua produção às companhias não parece se justificar sob uma ótica de custo-benefício, na medida em que essas não são, com relação as referidas informações, capazes de produzi-las ao menor custo possível (ou seja, o *cheapest cost avoider*), dada a facilidade com que a coleta e compilação desse tipo de dado é feita pelos analistas profissionais de investimento, que dispõem de bancos de dados e sistemas computacionais específicos para tanto.

tratado conjuntamente pelo ICVM 480, pelas regras contábeis aplicáveis e pela ICVM 481.

Com relação à promoção da confiança dos investidores na estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários e à administração da seleção de adversa das companhias abertas, o regime de *disclosure* brasileiro também é bastante útil, conforme depreendido a partir das informações apresentadas sobre a redução significativa de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários registradas nos Estados Unidos, bem como sobre os cancelamentos de ofício de registros promovidos pela CVM logo após a entrada em vigor da ICVM 480.

O mesmo se aplica com relação à serventia do regime informacional obrigatório aos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários brasileiro, com destaque para as facilidades que se criam a partir da apresentação de uma maior quantidade de informações estruturadas, promovida pela ICVM 480, que importa em redução dos custos associados às atividades de fiscalização.

Por fim, é possível considerar que o regime de *disclosure* exerce, também, a contento, sua função com relação à viabilização do regime de responsabilidade ao qual as companhias abertas, seus acionistas controladores e administradores, bem como as instituições intermediárias e ofertantes, nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Nesse ponto, a evolução normativa promovida pela ICVM 480, com relação às obrigações informacionais contínuas, e pela ICVM 400, com relação às informações prestadas nas ofertas públicas de distribuição, ao definirem padrões que devem ser observados quando da prestação informacional, permitem a responsabilização em decorrência da deficiência qualitativa das informações prestadas, ou de sua ocultação deliberada em meio a todo o conjunto informacional divulgado, o que confere maior eficiência ao regime de responsabilidade acima mencionado.

Entretanto, conforme apontado ao longo do Capítulo 5, existem aspectos do regime de *disclosure* que exigem maior reflexão por parte do regulador do mercado de valores mobiliários brasileiro, no tocante à definição da política regulatória informacional, bem como a alguns importantes pontos de melhoria.

#### 5.5.2 *A forma de apresentação das informações*

Em primeiro lugar, é importante reconhecer que não obstante as benesses que derivam da ampliação do regime informacional aplicável às companhias abertas brasileiras, não se pode ignorar os efeitos deletérios que podem derivar do excesso de

informação no mercado de valores mobiliários, conforme explorado ao longo do Capítulo 3.2.2.

Nesse sentido, é importante ressaltar que a grande extensão dos Formulários de Referência das companhias abertas brasileiras vem sendo objeto de questionamento por parte dos investidores e analistas profissionais de investimento no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro,<sup>992</sup> tornando, portanto, essencial, o melhor uso dos filtros de relevância estabelecidos pela ICVM 480 por parte das companhias abertas brasileiras.

Em adição, é evidente que melhorias na forma de apresentação das informações divulgadas pelas companhias abertas podem auxiliar substancialmente no incremento de sua utilização e processamento pelos respectivos destinatários, minimizando os efeitos cognitivos deletérios causados pelo excesso de informação.<sup>993</sup>

Esse tópico foi extensamente discutido no mercado de valores mobiliários norte-americano, a partir de iniciativa conduzida pela *SEC* em meados da década de 1990, no sentido de buscar alternativas de simplificação da forma de apresentação das informações exigidas pelo regime de *disclosure* daquele país, principalmente no que concerne às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

A *SEC* instituiu, em 1995, um grupo de trabalho denominado *Task Force on Disclosure Simplification*, que sugeriu uma série de aprimoramentos na forma de apresentação das informações nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e no âmbito das prestações informacionais contínuas,<sup>994</sup> diante do reconhecimento de que os prospectos e demais documentos exigidos pelo regime de *disclosure* eram costumeiramente redigidos de modo turvo, opaco, denso ou até mesmo ilegível, em decorrência da utilização de linguagem padronizada e repetitiva.<sup>995</sup>

---

<sup>992</sup> Cf. ROSA, Maria Alice. Informação em excesso. *Mercado de capitais*. São Paulo: Patria, v. 5, jul/2012, p. 12-15.

<sup>993</sup> Nesse sentido, T. Paredes afirma: "Numerous studies have shown that information overload can be alleviated by presenting information in a way that makes it easier to search and process the information and to make comparisons across choices. In other words, the presentation of information can be manipulated to improve the accuracy and decrease the effort of performing a task by making information more accessible and understandable. Presentation can also be manipulated, for better or for worse, to increase the salience of certain information by drawing attention to it or to frame how people consider their choices. Experts who study how the presentation of information affects decision making typically focus on the form of the information (i.e., numerical, verbal, or pictorial, such as graphs or charts), its organization, and the sequence of presentation, each of which can have a different impact on decision making" (PAREDES, Troy. Op. cit. p. 49-50).

<sup>994</sup> Cf. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Report of the task force on disclosure simplification*, 1996. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/studies/smpl.htm>>. Acesso em: 15 dez. 2012.

<sup>995</sup> Cf. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Report of the task force on disclosure simplification*, 1996, p. 2. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/studies/smpl.htm>>. Acesso em: 15 dez. 2012. Na esfera desta iniciativa, a *SEC* reconheceu que um dos motivos para essa realidade estaria associado a hábitos

O grupo de trabalho sugeriu que a *SEC* deliberadamente incentivasse a adoção de uma linguagem mais clara e concisa na esfera do regime de *disclosure*, bem como passasse a exigir que as páginas iniciais dos prospectos apresentassem um sumário informativo e simplificado das informações efetivamente importantes sobre a operação,<sup>996</sup> recomendações que foram adotadas pelo regulador norte-americano,<sup>997</sup> na tentativa de reverter a sensação de que os prospectos das ofertas públicas de distribuições exerciam uma função predominantemente protetora da responsabilidade das companhias e das instituições intermediárias, e não genuinamente informativa do mercado e dos investidores.<sup>998</sup>

Adicionalmente, o regulador do mercado de valores mobiliários norte-americano corriqueiramente demonstra preocupações sobre a forma como determinadas informações são apresentadas no âmbito do regime de *disclosure*, de modo a permitir sua melhor inteligibilidade, clareza e processamento.

A *SEC* adotou diversas medidas sobre o formato de prestação de informações, incentivando a utilização de gráficos e tabelas em substituição a longos textos narrativos,<sup>999</sup> bem como a divulgação apartada de determinadas informações relevantes que são normalmente incluídas nos formulários anuais e trimestrais de divulgação de informações, de modo a conferir-lhes maior destaque.<sup>1000</sup> A *SEC* considera, também, há longa data, exigir das companhias a divulgação de versões resumidas do *MD&A* e de suas

de estilo e formatação desse tipo de documento que foram arraigados nas práticas de divulgação de informações no mercado de valores mobiliários ao longo dos anos, em parte motivados pelo temor de responsabilização por parte de companhias e instituições intermediárias em decorrência da omissão de informações, que estimulou uma tendência de divulgação de informações repetitivas e super-inclusivas, conferindo, muitas vezes, o mesmo grau de destaque para informações absolutamente triviais e informações relevantes, contribuindo para o escamoteamento de informações essenciais (Cf. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Report of the task force on disclosure simplification*, 1996, p. 3. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/studies/smpl.htm>>. Acesso em: 15 dez. 2012).

<sup>996</sup> Nesse sentido, o *Report of the task force on disclosure simplification* sugeriu as seguintes medidas: “*The Task Force believes that issuers, management and underwriters should begin drafting and using "plain English" offering materials. As a first step, the Task Force briefly sets forth below its recommendations for presenting information on the front cover, inside cover and first page or back cover of a prospectus. The Task Force also suggests the use of a "plain English" glossary to explain technical terms used in the document. Further, the Task Force recommends that the Commission consider publishing an interpretive release to assist in the preparation of "plain English" disclosure documents by every issuer*” (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Report of the task force on disclosure simplification*, 1996, p. 22. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/studies/smpl.htm>>. Acesso em: 15 dez. 2012)

<sup>997</sup> Nesse sentido, a *SEC* editou, em 1998, regra denominada *Plain English Disclosure*, adotando grande parte das medidas sugeridas pelo *Task Force on Disclosure Simplification*.

<sup>998</sup> Cf. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Report of the task force on disclosure simplification*, 1996, p. 21. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/studies/smpl.htm>>. Acesso em: 15 dez. 2012.

<sup>999</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 50-51.

<sup>1000</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 51.

demonstrações financeiras, de modo a conferir melhor compreensão de seu conteúdo.<sup>1001</sup>

Assim, diante do recente alargamento do conjunto informacional, cuja prestação contínua é obrigatória no mercado de valores mobiliários brasileiro, é essencial que medidas como as acima mencionadas sejam incluídas na agenda regulatória da CVM, de modo a buscar alívio aos efeitos negativos causados pelo potencial excesso de informações advindo da ICVM 480, bem como aumentar a utilidade efetiva do arcabouço informacional.<sup>1002</sup>

### 5.5.3 *Utilidade do prospecto e divulgação seletiva de informações*

Ainda com relação a efetiva utilidade das informações prestadas na esfera do regime de *disclosure*, outra importante questão merece certamente a atenção dos reguladores, principalmente no tocante às informações disponibilizadas quando da realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Ao longo do tempo, muito se questionou acerca da efetiva utilização do prospecto enquanto principal repositório informacional no tocante às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, diante de uma generalizada sensação de desconfiança acerca de sua efetiva leitura e utilização,<sup>1003</sup> bem como de que as decisões de investimento nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários seriam tomadas em grande medida com base nas informações disponibilizadas oralmente aos investidores, por exemplo, nas apresentações feitas nos *roadshows* que precedem às ofertas,<sup>1004</sup> inclusive com base em

---

<sup>1001</sup> Cf. PAREDES, Troy. Op. cit. p. 51-52.

<sup>1002</sup> É importante notar que os efeitos adversos causados pelo excesso de informações, aparentemente, não foi contemplado pela CVM na esfera do processo que culminou com a edição da ICVM 480, que, em contrário, pautou-se na premissa de que o incremento na quantidade de informações seria, sempre, benéfico aos investidores e ao mercado, devendo ser ponderado, apenas, diante dos custos a ele associados, conforme pode ser depreendido a partir do seguinte trecho do relatório da audiência pública que precedeu a edição da ICVM 480: “Idealmente, o formulário de referência conteria toda e qualquer informação sobre os emissores de valores mobiliários tendo em vista que, via de regra, quanto maior o volume e qualidade da informação disponível, melhor será a precificação dos títulos em circulação no mercado” COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência. Audiência Pública 07/2008, p. 18, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2012).

<sup>1003</sup> Cf. KRIPKE, Homer. The Myth of the Informed Layman. *The Business Lawyer*. Washington DC: New American Bar Association, v. 28, 1973, p. 635.

<sup>1004</sup> A esse respeito, H. Khipke afirma: “*When the prospectus does nothing but cry ‘wolf’ and omits any information for the future, the result must be that the investor seeks that information elsewhere. I believe that a behavioral study of this problem by trained investigators would show that most promotional issues are sold on the basis of oral representations by the salesmen as to the prospects of the issuer. True, the company puts on the cover of the prospectus that no representation is authorized that is not contained therein, but oral selling is not illegal, subject only to fraud restrictions. (...) But the myth of the informed layman forces the Commission into a position where it sees only what is before it in the filed document, and it closes its eyes to the oral selling that is going on outside*” (KRIPKE, Homer (1973). Op. cit. p. 635-636). No mesmo sentido, A. A. Sommer afirmou: “*First of all, I can assure you the Commission does not live on the moon. We*

informações que não necessariamente integram o prospecto, como, por exemplo, as já mencionadas informações prospectivas sobre a companhia,<sup>1005</sup> favorecendo, portanto, uma divulgação seletiva e assimétrica de informações.

Trata-se, evidentemente, de fragilidade que também acomete o mercado de valores mobiliários brasileiro. Não obstante a ICVM 400 exija<sup>1006</sup> o envio à CVM das apresentações feitas aos investidores nos *roadshow*, é evidente que não há como controlar efetivamente o conteúdo informacional abordado em tais reuniões.

Em adição, é de se notar que as obrigações que emergem a partir da divulgação de projeções, conforme abordado ao longo do Capítulo 5.4.2, bem como a eventual mitigação de efeitos concorrenciais adversos associados à divulgação pública desse tipo de informação, podem operar como incentivo à sua divulgação irregular e seletiva a alguns investidores no caso de reuniões privadas.

#### 5.5.4 *A inflexibilidade do regime informacional aplicável às companhias abertas brasileiras*

Após a detalhada análise do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras, é possível identificar que, não obstante todos os aspectos positivos a ele associados abordados ao longo do presente trabalho, esse é dotado de uma notável inflexibilidade que pode representar uma grande barreira de acesso ao mercado de valores mobiliários a determinadas companhias, principalmente aquelas de menor porte e/ou em estágio inicial de desenvolvimento, que são, provavelmente, as que mais necessitam dos recursos cuja canalização é efetuada primordialmente no âmbito desse mercado.

É de se notar que, desde a edição da ICVM 09, notadamente a primeira regulamentação editada pela CVM concernente ao regime de *disclosure*, a autarquia esclareceu sua opção, naquele momento, de condicionar o registro de companhia aberta a um conteúdo mínimo de informações independentemente do porte da companhia, do mercado (bolsa ou mercado de balcão) em que seus valores mobiliários seriam admitidos à

*know full well that the overwhelming bulk of investors do not read prospectuses. We know full well that most new issues (and some of us even remember when there were such!) are sold on the basis of a telephone call, a face-to-face conversation, or some medium other than a prospectus. We have adopted rules in the not distant past to assure that with respect to first offerings, a document substantially conforming to the final prospectus be in the hands of potential purchasers not less than 48 hours before the offering, but we know that giving a prospectus to someone does not guarantee it will be read"* (SOMMERS A. A. *Current Problems of Disclosure*. 1974, p. 4. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/1974/111274sommer.pdf>>. Acesso em: 15 dez. 2012.

<sup>1005</sup> Cf. KIRPKE, Hommer (1973). Op. cit. p. 635-636.

<sup>1006</sup> Cf. artigo 50, §5º da ICVM 400.

negociação, ou do perfil dos investidores autorizados a subscrevê-los ou adquiri-los, por considerar que, do ponto de vista do investidor, o patamar mínimo de informações necessárias seria absolutamente o mesmo, independente das variáveis acima apontadas.<sup>1007</sup>

Contudo, desde aquela época, a autarquia comprometeu-se a acompanhar a evolução do grau de dificuldade encontrado por pequenas e médias companhias com relação ao cumprimento das obrigações informacionais, com vistas a eventual aprimoramento da regulamentação,<sup>1008</sup> o que, até o presente momento, ainda não ocorreu de modo satisfatório.

Tradicionalmente, o nível de exigência do regime informacional aplicável aos emissores de valores mobiliários (tanto no que se refere às ofertas, como no tocante à prestação contínua de informações) varia de acordo (i) com o tipo de valor mobiliário ofertado; (ii) com o perfil e número dos potenciais investidores participante de sua oferta pública de distribuição; (iii) com o volume financeiro da referida oferta; e (iv) com as eventuais restrições à negociação no mercado secundário.

A flexibilização das exigências regulatórias concernentes à divulgação de informações, em consideração aos elementos acima, constitui uma importante ferramenta no balanceamento dos custos e benefícios associados ao regime de *disclosure*,<sup>1009</sup> sendo tradicionalmente considerada na definição da política regulatória dos mercados de valores mobiliários desenvolvidos.

A previsão de regras que, em determinadas situações, isentam as companhias do regime informacional obrigatório ou estabelecem regimes diferenciados, promovendo efetivos descontos regulatórios no tocante às obrigações informacionais, fundamentam-se no reconhecimento de que (i) o custo regulatório da prestação informacional é substancialmente maior para companhias de menor porte; e (ii) em um cenário de ofertas de valores mobiliários que buscam atingir um número reduzido de investidores, ou apenas investidores extremamente qualificados, é evidente que existe uma real possibilidade de negociação e um efetivo processo de barganha com relação às informações consideradas importantes à realização do investimento, de modo que a intermediação do Estado na definição da extensão da prestação informacional, nessa hipótese, pode ser dispensada ou,

---

<sup>1007</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Nota Explicativa nº 15, de 11 de outubro de 1979*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 set. 2012.

<sup>1008</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Nota Explicativa nº 15, de 11 de outubro de 1979*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 set. 2012.

<sup>1009</sup> Cf. HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward, Op. cit. p. 282.

pelo menos, mitigada.<sup>1010</sup>

Nesse sentido, a acepção de que determinados tipos de ofertas de distribuição de valores mobiliários não necessitavam de tutela estatal no tocante à prestação informacional, e, portanto, prescindiam do registro perante a *SEC*, permeia a política regulatória norte-americana desde a edição do *Securities Act* de 1933, que, em sua *Section 4*, já tratava das isenções de registro de ofertas de valores mobiliários.

Poucos anos após a edição do referido diploma, o recém-criado regulador norte-americano já estabeleceu alguns critérios que orientariam a dispensa de registro autorizada pelo *Securities Act* de 1933 (e, conseqüentemente, a não submissão ao regime de *disclosure* dela decorrente), entre eles (i) a quantidade de investidores objeto da oferta; (ii) o relacionamento existente entre referidos investidores, bem como entre esses e a companhia emissora; (iii) o volume financeiro e a quantidade de valores mobiliários ofertados; e (iv) o modo como a oferta é colocada junto aos investidores.<sup>1011</sup>

Posteriormente, no âmbito do precedente jurisprudencial *SEC v. Ralston Purina Co.*, a Suprema Corte norte-americana desvinculou a isenção do registro das ofertas de valores mobiliários à quantidade de seus investidores objeto,<sup>1012</sup> definindo, como critério predominante para tanto, a possibilidade de eles terem, autonomamente, acesso às informações que seriam exigidas caso a respectiva oferta fosse registrada perante a *SEC*.<sup>1013</sup>

De modo a conferir maior segurança jurídica às situações em que o registro das ofertas de valores mobiliários eram efetivamente isentados nos termos do *Securities Act* de 1933, e em linha com o precedente jurisprudencial anteriormente citado, a *SEC* editou, paulatinamente, uma série de regras estabelecendo os critérios objetivos que distinguem uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, sujeita a registro perante a *SEC*, das ofertas tidas como privadas (*private placements*, nos termos da *Section 4 (a)(2)* do *Securities Act* de 1933) ou limitadas (*limited offerings*, nos termos da *Section 4 (a)(5)* do *Securities Act* de 1933), criando um efetivo e complexo regime de descontos regulatórios, principalmente na esfera das obrigações informacionais. Dentre as regras editadas pela *SEC* nesse terreno, destacam-se a *Regulation A* e a *Regulation D*, cujo conteúdo será brevemente exposto adiante.

---

<sup>1010</sup> Cf. CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 300.

<sup>1011</sup> Cf. *Securities Act Release n° 285 (1935)* apud CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 300.

<sup>1012</sup> Cf. CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. Op. cit. p. 302.

<sup>1013</sup> Cf. 346 U.S. 119, 73 S.Ct. 981, 97 L. Ed. 1494 apud COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 333-336.

Esse já amplo regime de descontos regulatórios existente no mercado de valores mobiliários norte-americano foi substancialmente alargado em 2012, com a edição do *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*, diploma editado no sentido de recuperação da economia norte-americana após a crise financeira de 2008, com o objetivo declarado de facilitar a formação de capital das companhias norte-americanas de menor porte, por meio da concessão de efetivos descontos regulatórios no acesso ao mercado de valores mobiliários.

O *JOBS Act* (i) flexibilizou as hipóteses de isenção de registro concedidas às ofertas privadas e limitadas de valores mobiliários, determinando importantes alterações na *Regulation A* e na *Regulation D*,<sup>1014</sup> (ii) flexibilizou os critérios previstos na *Section 12 (g)* do *Securities Exchange Act* de 1934, que determinam a sujeição das companhias abertas norte-americanas ao regime de prestação contínua de informações;<sup>1015</sup> (iii) instituiu um regime regulatório diferenciado para as ofertas públicas iniciais de ações de companhias de crescimento emergente (*emerging growth companies*), concedendo substanciais descontos regulatórios no âmbito das referidas ofertas, bem como nas obrigações informacionais contínuas às quais essas estão sujeitas nos primeiros anos após a abertura de capital,<sup>1016</sup> e (iv) instituiu um regime específico isenção de registro para pequenas ofertas destinadas à captação de recursos junto ao público em geral, principalmente por meio da utilização de meios eletrônicos e redes sociais (denominado *crowdfunding*).<sup>1017</sup>

A *Regulation D* constituiu um amplo conjunto de regras que determinam objetivamente os critérios de isenção de registro de ofertas de valores mobiliários, dentre as quais destaca-se a *Rule 506*,<sup>1018</sup> autorizando a realização de ofertas de valores mobiliários isentas de registro perante a *SEC*, independentemente do valor ofertado, desde que a companhia ofereça seus valores mobiliários apenas para investidores reconhecidamente sofisticados (denominados *accredited investors*) e para até o máximo de trinta e cinco outros interessados, desde que se qualifiquem como investidores qualificados (denominados *qualified buyer investors*).<sup>1019</sup>

---

<sup>1014</sup> Cf. *Sections 401-402 e 601-602 do JOBS Act*.

<sup>1015</sup> Cf. *Sections 101-108 do JOBS Act*.

<sup>1016</sup> Cf. *Sections 501 do JOBS Act*.

<sup>1017</sup> Cf. *Sections 301-305 do JOBS Act*.

<sup>1018</sup> Segundo informações disponibilizadas pela *SEC*, a *Regulation D* foi responsável, em 2010, pela oferta de valores mobiliários em um montante de novecentos bilhões de dólares, principalmente por meio da utilização da *Rule 506* (Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 351).

<sup>1019</sup> Cf. *Regulation D*, § 230.506. Disponível em: <<http://www.ecfr.gov>>. Acesso em: 01 dez. 2012. Em sentido semelhante, no âmbito do mercado de valores mobiliários europeu, a Diretiva 2010/73/UE do

O nível de divulgação de informações nessas ofertas depende da participação de investidores não reconhecidamente sofisticados. Caso estes últimos não participem, não há qualquer imposição de requisitos informacionais obrigatórios no caso das ofertas realizadas em amparo da *Rule 506*.

Os valores mobiliários ofertados em respaldo da *Regule 506* sujeitam-se a restrições à negociação pública por um ano, a menos que se obtenha um registro para sua oferta nos termos do *Securities Act* de 1933, passando a companhia o sujeitar-se a todas as obrigações informacionais aplicáveis às companhias abertas norte-americanas.<sup>1020</sup>

Todavia, essa restrição à negociação dos valores mobiliários pode ser flexibilizada, desde que a negociação limite-se a investidores qualificados, nos termos da *Rule 144A*, que estabelece critérios para viabilizar a negociação (e, conseqüentemente, a liquidez) de valor mobiliário de negociação restrita entre investidores qualificados.<sup>1021</sup> Nessa hipótese, a submissão das companhia às obrigações informacionais contínuas, nos termos do *Securities Exchange Act* de 1934, dependerá essencialmente do atingimento dos critérios indicados na *Section 12 (g)* do aludido diploma (apresentados no Capítulo 5.2), que foram substancialmente flexibilizados pelo *JOBS Act*, conforme mencionado.

A grande inovação promovida pelo *JOBS Act* com relação à *Regulation D* diz respeito à revogação da vedação que existia, até então, com relação à busca ostensiva (*solicitation*) de investidores nesse tipo de oferta. A partir da edição do referido diploma, ficou autorizada a realização de efetivos esforços de colocação no âmbito de ofertas realizadas com respaldo na isenção prevista na aludida regra (inclusive por meio de anúncios publicados na mídia), desde que a oferta seja realizada apenas para investidores reconhecidamente sofisticados.<sup>1022</sup>

A *Regulation A*, por sua vez, estabelece um processo de registro simplificado de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, por meio da divulgação de um

Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de novembro de 2010, alterou a Diretiva 2003/71, de modo a prever expressamente que a obrigação de publicação do prospecto, no âmbito dos Estados Membros da União Europeia, não se aplica às ofertas: (i) dirigidas apenas a investidores qualificados; e/ou (ii) dirigidas a menos de cento e cinquenta investidores por Estado-Membro que não sejam investidores qualificados; e/ou (iii) dirigidas a investidores que adquiram valores mobiliários por um valor total de pelo menos cem mil euros por investidor, por cada oferta distinta; e/ou (iv) cujo valor do investimento mínimo seja de pelo menos cem mil euros e/ou (d) cujo valor total na União Europeia seja inferior a cem mil euros ao longo de um período de doze meses.

<sup>1020</sup> Cf. *Regulation D*, § 230.502. Disponível em: <<http://www.ecfr.gov>>. Acesso em: 01 dez. 2012.

<sup>1021</sup> Cf. *General Rules and Regulations, Securities Act of 1933*, § 230.144-A. Disponível em: <<http://www.ecfr.gov>>. Acesso em: 01 dez. 2012).

<sup>1022</sup> A matéria encontra-se em fase de regulamentação pela SEC, cuja proposta encontra-se disponível em: <<http://www.sec.gov/rules/proposed/2012/33-9354.pdf>>. Acesso em: 06 jan. 2012.

conjunto substancialmente menor de informações.<sup>1023</sup>

Tal regra era pouco utilizada<sup>1024</sup>, visto que continha um limite restritivo do valor que poderia ser ofertado nesse tipo de operação (cinco milhões de dólares) que, entretanto, foi aumentado pelo *JOBS Act* para cinquenta milhões de dólares, tornando-a mais atrativa.<sup>1025</sup>

Em comparação com a *Rule 506* da *Regulation D*, a *Regulation A* goza da vantagem de que os valores mobiliários ofertados sob seu respaldo não possuem qualquer restrição à negociação. Por outro lado, a *SEC* possui, a partir da edição do *JOBS Act*, discricionariedade para estabelecer um regime diferenciado de obrigações informacionais contínuas para as companhias que realizam ofertas públicas de acordo com essa regra.<sup>1026</sup>

Conforme mencionado, o *JOBS Act* também instituiu importantes descontos regulatórios com relação às ofertas públicas iniciais de distribuição de ações realizadas por companhias de crescimento emergente. De acordo com o diploma, enquadram-se nessa categoria as companhias que possuem faturamento bruto anual inferior a um bilhão de dólares norte-americanos.<sup>1027</sup>

Resumidamente, os descontos regulatórios concedidos a essas companhias quando da realização de sua oferta pública inicial de distribuição de ações são:<sup>1028</sup>

(i) possibilidade de a companhia realizar, irrestritamente, reuniões com investidores reconhecidamente sofisticados e investidores qualificados para verificar a viabilidade da oferta antes de seu pedido de registro ser efetuado;

(ii) possibilidade de a companhia submeter o pedido de registro da oferta à *SEC* de modo confidencial, que será tornado público apenas vinte um dias antes de a companhia iniciar seu *roadshow*, evitando, assim, a exposição das informações ao público no período em que o sucesso da oferta ainda é incerto; e

(iii) possibilidade de a companhia elaborar, para os fins da oferta, demonstrações financeiras auditadas referentes apenas aos últimos dois anos (e não aos três anos antecedentes, como é estabelecido genericamente pelo *Securities Act* de 1933), bem como elaborar o *MD&A* de forma simplificada.

Adicionalmente, de acordo com o *JOBS Act*, as companhias de crescimento

<sup>1023</sup> Cf. *Regulation A*, § 230.251. Disponível em: <<http://www.ecfr.gov>>. Acesso em: 01 dez. 2012).

<sup>1024</sup> Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit. p. 376.

<sup>1025</sup> Cf. *Section 401* do *JOBS Act*.

<sup>1026</sup> *Ibidem*.

<sup>1027</sup> Cf. *Section 101* do *JOBS Act*.

<sup>1028</sup> Cf. *Section 102-108* do *JOBS Act*.

emergente continuarão se beneficiando de alguns descontos regulatórios, inclusive no tocante às obrigações informacionais, durante os cinco primeiros anos após sua oferta pública inicial (exceto se seu faturamento bruto anual exceder o valor acima indicado ou se o valor de suas ações em circulação exceder setecentos milhões de dólares norte-americanos). São eles:

(i) dispensa da obrigatoriedade de cumprir com diversas regras de controles internos exigidas pelo *Sarbanes-Oxley Act*;

(ii) dispensa da divulgação de diversas informações relativas à remuneração dos administradores da companhia;

(iii) dispensa com relação a requisitos associados à elaboração do *MD&A*, nos termos da *Regulation S-K*; e

(iii) dispensa do cumprimento de quaisquer novas regras contábeis de aplicação exclusiva às companhias abertas que sejam editadas, bem como da obrigatoriedade de promover rodízio de auditores independentes, caso essa obrigação passe a existir no mercado de valores mobiliários norte-americano.

No mercado de valores mobiliários brasileiro, entretanto, paira uma grande inflexibilidade concernente ao regime de *disclosure*, de modo que os esparsos e restritos descontos regulatórios de que dispõe as companhias que almejam realizar ofertas de ações em montantes limitados e/ou exclusivamente junto a investidores sofisticados são pouco utilizados e ineficientes.

Essa timidez e relativo conservadorismo do órgão regulador do mercado de valores mobiliários brasileiro quanto a essa matéria, provavelmente motivados pelo incremento no risco de ocorrência de operações fraudulentas no mercado que naturalmente decorre da flexibilização regulatória em prol de um maior incentivo à formação de capital, implicam em significativas barreiras de acesso, principalmente por parte das companhias de menor porte ou em estágio inicial de desenvolvimento, ao mercado de valores mobiliários, dados os altos custos associados ao cumprimento do amplo regime informacional aplicável indistintamente às companhias que pretendem ofertar ações no Brasil.

Em adição, conforme abordado ao longo do Capítulo 4.4.2, a definição de oferta pública de distribuição de valores mobiliários prevista na ICVM 400 não determinada qualquer critério numérico para sua configuração, o que certamente traz efetiva insegurança jurídica quanto à qualificação de determinadas operações como ofertas públicas.

A LMVM atribui amplos poderes à CVM no tocante à definição das características

de uma oferta pública de valores mobiliários, bem como das hipóteses em que seu registro pode ser dispensado,<sup>1029</sup> dadas as hipóteses em que o registro das companhias abertas pode ser dispensado,<sup>1030</sup> dos requisitos associados ao referido registro,<sup>1031</sup> bem como das obrigações informacionais contínuas que dele derivam.<sup>1032</sup>

Porém, a utilização dessas prerrogativas, principalmente no âmbito do mercado acionário, não tem sido suficiente para viabilizar a captação de recursos por parte de companhias de menor porte.

Conforme abordado no Capítulo 4.4.2, a ICVM 400 prevê hipóteses (i) em que o registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, ou parte de seus requisitos, podem ser dispensados pela autarquia, mediante pedido específico formulado nesse sentido,<sup>1033</sup> inclusive em função do valor envolvido na oferta e da qualificação dos investidores objeto dessa; e (ii) em que o registro das referidas operações é automaticamente dispensado pela CVM, sem necessidade de formulação de qualquer pedido,<sup>1034</sup> inclusive quando da realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei.

No mesmo sentido, a ICVM 480 prevê a dispensa automática do registro de emissores qualificados, como empresas de pequeno porte e de microempresas.<sup>1035</sup>

No entanto, tratam-se de hipóteses demasiadamente restritas e pouco utilizadas. Em primeiro lugar, há que se notar que a possibilidade de pedido de dispensa de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, ou de parte de seus requisitos, confere alta insegurança jurídica às companhias, na medida em que depende da análise casuística da CVM que, inclusive, pode se dar em prazo que inviabiliza os planos de efetivar a oferta.

Por outro lado, as efetivas isenções de registro previstas na ICVM 400 e na ICVM 480, no tocante às empresas de pequeno porte e microempresa, são flagrantemente limitadas. Isto porque, em primeiro lugar, a definição legal de microempresa e empresa de pequeno porte é extremamente restrita.

---

<sup>1029</sup> Cf. artigo 19, §5º, I da LMVM.

<sup>1030</sup> Cf. artigo 21, §6º, I da LMVM.

<sup>1031</sup> Cf. artigo 21, §6º, II da LMVM.

<sup>1032</sup> Cf. artigo 22, §1º da LMVM.

<sup>1033</sup> Cf. artigo 4º, II e VII da ICVM 400.

<sup>1034</sup> Cf. artigo 5º, III da ICVM 400.

<sup>1035</sup> Cf. artigo 7º, IV e V da ICVM 480.

Nos termos da Lei Complementar 123, de 14 de dezembro de 2006, consideram-se (i) microempresas, sociedades que auferiram receita bruta anual igual ou inferior a trezentos e sessenta mil reais; e (ii) empresas de pequeno porte, sociedades que auferiram receita bruta anual superior a trezentos e sessenta mil reais e igual ou inferior a três milhões e seiscentos mil reais.

Dessa forma, as isenções acima mencionadas ficam limitadas a um universo de empresas que flagrantemente não compõem o grupo daquelas que teriam interesse em beneficiar-se do acesso ao mercado de valores mobiliários.

Adicionalmente, a ICVM 400<sup>1036</sup> limita a dispensa automática de registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de microempresas e empresas de pequeno porte a ofertas de até dois milhões e quatrocentos mil reais, em cada período de doze meses, tornando esse desconto regulatório ainda mais insignificante.

Não obstante a inexistência de um regime efetivo de isenção de registro de ofertas de ações e de seus emissores no mercado de valores mobiliários brasileiro, que flexibilize as obrigações informacionais em situações em que a intervenção do Estado nessa seara não se justifica (dados os altos custos para o próprio regulador e para as companhias e diante da efetiva possibilidade de os interessados negociarem o nível de prestação informacional que atende a seus anseios sob uma ótica de custos e benefícios), experiência diferente foi instituída no mercado de valores mobiliários representativos de dívida e de cotas de fundo de investimento.

Por meio da edição da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (ICVM 476), a CVM instituiu um efetivo regime de isenção de registro de ofertas públicas de distribuição de alguns valores mobiliários, bem como de seus respectivos emissores, no caso de operações colocadas junto a um número restrito de investidores qualificados.

A ICVM 476 contempla<sup>1037</sup> a possibilidade de realização de oferta pública de distribuição de algumas espécies de valores mobiliários,<sup>1038</sup> com esforços restritos de colocação (sendo vedada a realização de qualquer divulgação ostensiva dessa), destinada

---

<sup>1036</sup> Cf. artigo 5º, §5º da ICVM 400.

<sup>1037</sup> Cf. artigo 2º da ICVM 476.

<sup>1038</sup> Nos termos do artigo 1º da ICVM 476, podem ser ofertados em amparo à aludida regra, os seguintes valores mobiliários: (i) notas comerciais; (ii) cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira; (iii) debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações; (iv) cotas de fundos de investimento fechados; (v) certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio; (vi) certificados de direitos creditórios do agronegócio; (vii) cédulas de produto rural; e (viii) *warrants* agropecuários. Adicionalmente, a norma contempla ainda a oferta de letras financeiras, desde que não relacionadas a operações ativas vinculadas.

exclusivamente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

No âmbito dessas operações, a norma estabelece<sup>1039</sup> que é permitida a procura de, no máximo, cinquenta investidores qualificados, ressalvado que os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, vinte deles. As ofertas públicas realizadas nesses moldes estão dispensadas de registro pela CVM nos termos da ICVM 400,<sup>1040</sup> e seus emissores, igualmente, são dispensados de registro nos termos da ICVM 480,<sup>1041</sup> não se sujeitando, portanto, às obrigações informacionais contínuas ali previstas, ficando, entretanto, obrigados a divulgar fatos relevantes e demonstrações financeiras anuais devidamente auditadas.<sup>1042</sup>

Em contrapartida, a ICVM 476 estabelece que os valores mobiliários ofertados em seu amparo somente poderão ser negociados no mercado de balcão organizado, entre investidores qualificados,<sup>1043</sup> depois de decorridos noventa dias de sua subscrição ou aquisição pelos investidores,<sup>1044</sup> exceto na hipótese de o emissor possuir registro nos termos da ICVM 480, hipótese em que a negociação em bolsa de valores, por qualquer tipo de investidor,<sup>1045</sup> será permitida, transcorrido o mencionado prazo.

Quando da submissão da regra que veio a converter-se na ICVM 476 a audiência pública, a CVM expressamente indagou acerca da conveniência de o desconto regulatório a ser implementado contemplar a oferta de ações e de valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis.<sup>1046</sup>

Apesar das maciças manifestações favoráveis à inclusão desses valores mobiliários no rol daqueles que poderiam se beneficiar dos importantes descontos regulatórios a serem instituídos,<sup>1047</sup> a autarquia tomou decisão diversa, comprometendo-se a avaliar, posteriormente, sua inclusão na aludida regra.<sup>1048</sup>

---

<sup>1039</sup> Cf. artigo 3º da ICVM 476.

<sup>1040</sup> Cf. artigos 5º e 6º da ICVM 476.

<sup>1041</sup> Cf. artigo 14 da ICVM 476.

<sup>1042</sup> Cf. artigo 17 da ICVM 476.

<sup>1043</sup> Cf. artigo 14 da ICVM 476.

<sup>1044</sup> Cf. artigo 13 da ICVM 476.

<sup>1045</sup> Cf. artigo 14 da ICVM 476.

<sup>1046</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 05/08*, p. 3. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 out. 2011.

<sup>1047</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM - Audiência Pública 05/2008*, p. 3. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 out. 2011.

<sup>1048</sup> Neste sentido, a CVM, à época, afirmou: “*Não obstante os argumentos apresentados em favor da inclusão das ações e demais valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis no âmbito de aplicação da instrução, bem como o interesse e o compromisso desta Autarquia com o desenvolvimento do mercado de ações, a SDM entende que é mais prudente iniciar a vigência da instrução sem que tais valores mobiliários*

E mesmo diante do notável sucesso do regime implementado pela ICVM 476,<sup>1049</sup> a autarquia, até o momento, não se demonstrou disposta a avançar na criação de um efetivo desconto regulatório na esfera do mercado acionário, incluindo as ações no rol dos valores mobiliários que podem se beneficiar da aludida regra.

Não obstante a CVM, recentemente, tenha deliberadamente demonstrado preocupações sobre as dificuldades experimentadas pelas companhias de menor porte no acesso ao mercado de valores mobiliários,<sup>1050</sup> a autarquia, até o presente momento, não sinalizou nenhuma alteração normativa efetiva com o intuito de promover descontos regulatórios aptos a fomentar a captação de recursos por companhias pequenas e médias. Teme-se, portanto, que as discussões limitem-se a analisar a maneira como os agentes de mercado podem estruturar-se para organizar ofertas públicas de distribuição de ações de companhias de menor porte, sem que, contudo, seja tomada nenhuma medida regulatória efetiva apta a incentivar a ocorrência desse tipo de operação, assumindo, portanto, que o ônus atualmente imposto às companhias abertas brasileiras não são impeditivos nesse sentido.

Conforme amplamente discutido ao longo do presente trabalho, a definição do regime de *disclosure* deve sempre considerar os custos envolvidos nas obrigações informacionais por ele exigidas, em face dos benefícios decorrentes. Adicionalmente, dada

---

*estejam passíveis de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos. (...) Após um período inicial de familiarização, por parte dos participantes do mercado, dos investidores e do próprio órgão regulador, com a aplicação prática da instrução, poderá ser reavaliada a conveniência de incluir tais valores mobiliários no âmbito das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”* (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM - Audiência Pública 05/2008*, p. 3-4. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 out. 2011).

<sup>1049</sup> Nos anos de 2011 e 2012, foram realizadas noventa e nove ofertas de distribuição de valores mobiliários sob amparo da ICVM 476, que totalizaram montante de aproximadamente vinte e quatro bilhões de reais. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 03 jan. 2013.

<sup>1050</sup> Em 31 de outubro de 2012, a CVM, em conjunto com a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a BM&FBOVESPA, a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e o Ministério de Ciência, Tecnologia e Inovação divulgaram estudo acerca do utilização do mercado acionário para o financiamento de empresas pequenas e médias, com base na análise de experiências estrangeiras nessa seara no Canadá, Inglaterra, Espanha, Austrália, Polônia, Coreia do Sul e China. Entretanto, a experiência regulatória norte-americana, certamente a mais efetiva na promoção do acesso de companhias de menor porte ao mercado de valores mobiliários, não foi contemplada no aludido estudo (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS et al. *Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações: diagnóstico do grupo de trabalho – experiências internacionais*. 2012. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/infos/Diagnostico%20PMEs\\_Experiencias%20Internacionais.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/infos/Diagnostico%20PMEs_Experiencias%20Internacionais.pdf)>. Acesso em: 01 nov. 2012). Posteriormente, a autarquia instituiu um Comitê Técnico, composto por representantes do setor público e privado, com o objetivo de receber, analisar e formular propostas para ampliar a utilização do mercado de valores mobiliários por empresas de menor porte (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Grupo de Trabalho realiza mesa redonda sobre a Utilização do Mercado de Capitais para financiamento das PMEs*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/Comunicado051112.asp>>. Acesso em: 05 nov. 2012). Até a finalização deste trabalho, nenhuma proposta efetiva havia sido divulgada.

a dificuldade de o Estado intermediar satisfatoriamente a definição do conteúdo informacional obrigatório em um nível que atenda, simultaneamente, aos anseios dos fornecedores e destinatários de informações, é evidente que sua negociação direta, quando viável, é preferível à intervenção regulatória.

Nesse sentido, de modo a avançar na promoção do objetivo último do mercado de valores mobiliários, qual seja, a promoção do crescimento econômico por meio da eficiente alocação de capital nas atividades produtivas na sociedade, é necessário que o regime de *disclosure* brasileiro possa ser customizado diante das necessidades específicas das companhias e dos respectivos investidores, à luz, por exemplo, da experiência norte-americana acima descrita.

Conforme mencionado, o regime atualmente vigente, nos termos da ICVM 400 e ICVM 480 sujeita os emissores a obrigações informacionais extensivas e custosas, que operam como significativa barreira de acesso ao mercado de valores mobiliários por parte de companhias de menor porte.

Adicionalmente, a problemática associada à exigência de informações estratégicas no bojo do regime de *disclosure* é significativamente agravada com relação a companhias de menor porte ou em estado inicial de desenvolvimento, dado que estas costumam engajar-se e depender, em maior escala, de projetos inovativos<sup>1051</sup> cujo sucesso pode ser negativamente impactado em decorrência de um regime informacional que exija a divulgação de informações sensíveis.

Assim, são necessárias, no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro, medidas regulatórias orientadas a:

(i) ampliar as hipóteses de dispensa de registro de emissores e de ofertas públicas de distribuição de ações, concedendo efetivas isenções de registro em situações que assim justificam em função da real possibilidade de negociação pelo conteúdo informacional a ser fornecido (principalmente quando envolver investidores notadamente sofisticados, em moldes semelhantes ao previsto na ICVM 476 e na *Regulation D*); e

(ii) prever um regime especial de registro de ofertas públicas de valores mobiliários e de seus emissores, contemplando as necessidades específicas de companhias menores e em fase de crescimento, bem como a criação de um regime de prestação contínua de informações diferenciado, ainda que transitório, com a respectiva dispensa da prestação de determinadas informações (nos moldes daquele instituído, no mercado de

---

<sup>1051</sup> Cf. SCHÖN, Wolfgang. Op. cit. p. 288.

valores mobiliários norte-americano, com relação às companhias de crescimento emergente).

A resistência na adoção de medidas nesse sentido, além de impactar negativamente na eficiência do regime regulatório aplicável ao mercado de valores mobiliários, tornando-o injustificadamente custoso para algumas companhias, abre margem para uma efetiva arbitragem regulatória, dados os importantes descontos regulatórios existentes no mercado de valores mobiliários norte-americano, recentemente flexibilizados em grande magnitude pelo *JOBS Act*.

Tal cenário pode favorecer a ocorrência de fenômeno absolutamente aposto àquele observado no setor do mercado de valores mobiliários brasileiro, durante a década de 1990. Se naquele momento as companhias brasileiras voluntariamente sujeitavam-se ao regime regulatório norte-americano de modo a sinalizar aos investidores a aderência a um regime de *disclosure* mais rígido (e, conseqüentemente, custoso) do que aquele vigente no Brasil, corre-se o risco, a partir de agora, de que as companhias brasileiras optem pela sujeição à regulação norte-americana por motivo diametralmente oposto: beneficiar-se de um regime de *disclosure* mais flexível e menos oneroso.

## CONCLUSÃO

O presente trabalho procurou defender que não obstante a atuação do Estado, por meio da regulação, na organização do mercado de valores mobiliários seja desejável, essa intervenção e a limitação à liberdade dos agentes a ela associados gera um conjunto substancial de custos, justificando-se, apenas quando os benefícios decorrentes forem superiores. No âmbito específico da definição do conteúdo das obrigações informacionais exigidas pelo regime de *disclosure*, significa dizer que a obrigatoriedade de divulgar uma determinada informação como requisito para ingresso e permanência no mercado de valores mobiliários deverá, sempre, atender a esse critério.

Essa tarefa, entretanto, é dificultada por uma série de elementos que foram apresentados ao longo do presente estudo. Em primeiro lugar, é preciso reconhecer que o regime de *disclosure* presta-se a múltiplas funções distintas, e os próprios conjuntos de informações que atendem a cada uma delas pode diferir e, em alguns casos, apresentar incompatibilidades. Por outro lado, parte das funções exercidas pelo regime informacional são menos dependentes do efetivo conteúdo das obrigações a ele associadas, vinculando-se em maior medida à sua extensão.

A equalização dessa globalidade de funções representa importante desafio à estruturação do regime de *disclosure*, entretanto, costuma ser em grande medida negligenciada, tendo em vista que, no momento da definição da política regulatória do mercado de valores mobiliários, a funcionalidade do regime informacional associada à tomada de decisão dos investidores e à promoção da eficiência informacional do mercado tende a prevalecer, sendo recorrentemente supervalorizada perante as demais.

Entretanto, conforme demonstrado ao longo do trabalho, não obstante a relevância do regime de *disclosure* no fornecimento de subsídios à avaliação dos fundamentos econômicos dos valores mobiliários ofertados e negociados publicamente, a relativização da teoria da escolha racional e da hipótese dos mercados eficientes enquanto teorias explicativas do efetivo comportamento dos investidores e funcionamento do mercado, respectivamente, fragilizam sobremaneira essa funcionalidade do regime informacional.

É primordial, assim, contemplar tal fragilidade quando da definição do conteúdo das obrigações informacionais, em consideração aos custos associados à produção e disseminação de determinadas informações que, teoricamente, seriam úteis à avaliação dos fundamentos econômicos dos valores mobiliários, auxiliando, portanto, na tomada de

decisão de investimento e na promoção da eficiência informacional.

Isso se aplica, especialmente, com relação às decisões de incluir, no conjunto informacional obrigatório, informações de natureza sensível ou estratégica para as companhias, uma vez que os custos associados à sua divulgação são altíssimos, pois podem representar a perda de vantagens competitivas e a inibição do engajamento de projetos inovadores (prejudicando, em última instância, os próprios investidores da referida companhia) e os respectivos benefícios na melhor avaliação dos valores mobiliários serão invariavelmente mitigados pelas fragilidades acima apontadas.

Adicionalmente, não se pode superestimar a capacidade do Estado em definir um nível ótimo para o conteúdo das obrigações informacionais, sob uma perspectiva dos custos e benefícios a elas associados, a partir dos múltiplos anseios de seus fornecedores e destinatários, diante das dificuldades experimentadas na mensuração dos impactos positivos e negativos associados à divulgação de determinadas informações, considerando-se as diversas particularidades de cada tipo de companhia e os distintos perfis de seus respectivos investidores.

Dessa forma, dadas essas complexidades associadas à funcionalidade do regime de *disclosure* com relação à tomada de decisão de investimento e promoção da eficiência informacional do mercado de valores mobiliários, a intervenção regulatória, nesse aspecto, deve limitar-se a estabelecer o conteúdo mínimo de informações essenciais à avaliação dos fundamentos econômicos das companhias abertas, considerados como requisitos básicos de entrada e permanência no mercado, abrindo espaço para que os interessados, a partir de uma análise de custos e benefícios que apenas pode ser feita individualmente por eles (e não, *a priori* e em abstrato, pelo regulador), avaliem a conveniência de, voluntariamente, incrementar a prestação informacional nesse sentido.

Conforme mencionado ao longo do trabalho, diversos são os exemplos, tanto no mercado de valores mobiliários brasileiro quanto no exterior, em que essa divulgação voluntária de informações foi efetiva, diante dos benefícios que dela decorrem. E quanto maior for a capacidade das partes efetivamente transacionarem a respeito do conteúdo das obrigações informacionais, menor deverá ser a interferência do Estado na definição de um conteúdo informacional de prestação obrigatória.

A partir dessas considerações, promoveu-se a análise acerca da funcionalidade do regime informacional obrigatório aplicável às companhias abertas brasileiras. Concluiu-se, a partir do estudo da regulamentação definidora do conteúdo informacional, que o regime de *disclosure* atende de modo satisfatório à multiplicidade de funções às quais se presta.

No tocante à funcionalidade relativa à tomada de decisão de investimento e à promoção da eficiência informacional do mercado de valores mobiliários, notam-se importantes avanços a partir da implementação do *IFRS* e das inovações promovidas pela ICVM 480, não obstante essa tenha incluído e/ou ampliado a exigência de algumas informações estratégicas que podem afetar a posição concorrencial das companhias abertas e operar como desincentivo ao acesso ao mercado de valores mobiliários por parte de algumas companhias de menor porte ou em estágio inicial de desenvolvimento.

Com relação à funcionalidade atinente à administração dos conflitos de agência inerentes às companhias abertas, os avanços implementados pela ICVM 480 foram ainda mais significativos, exigindo a divulgação de diversos conjuntos informacionais importantes ao monitoramento da conduta dos agentes e do mapeamento dos incentivos aos quais esses estão sujeitos no exercício de suas funções.

Porém, nesse aspecto reside um potencial conflito com relação à adoção do *IFRS*, que não obstante contribua para uma maior realidade das demonstrações financeiras no tocante à avaliação dos fundamentos econômicos das companhias, agrega certa subjetividade a essas informações, que podem interferir negativamente em sua funcionalidade com relação ao acompanhamento da maneira como os recursos das companhias são aplicados por seus agentes, bem como aumentar a possibilidade de ocorrência de determinadas condutas indesejadas.

É de se notar, também, que essa funcionalidade do regime de *disclosure* é afetada adversamente pela limitada definição de fato relevante contida na LSA e na ICVM 358, que não contempla informações importantes para fins de monitoramento dos agentes, que entretanto, não possuem o condão de afetar a tomada de decisão dos investidores ou a precificação dos valores mobiliários das companhias. Em adição, conforme abordado ao longo do trabalho, existem importantes falhas informacionais no tocante à identificação dos efetivos acionistas controladores das companhias em determinadas circunstâncias.

O regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras também atende satisfatoriamente as funcionalidades associadas à promoção da confiança dos investidores no arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro, à administração da seleção adversa de companhias abertas, ao auxílio nas funções regulatórias dos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários, bem como à viabilização do regime de responsabilidade aplicável às companhias abertas, e, na esfera das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, aos ofertantes e instituições intermediárias.

Com relação a esta última, merece destaque a positivação, no arcabouço

regulatório, de padrões qualitativos e da forma da prestação informacional, que auxiliam em uma análise mais efetiva e material do cumprimento das obrigações informacionais, viabilizando a responsabilização diante de falhas nesse sentido.

No entanto, a suficiência do regime regulatório, sob uma perspectiva positiva, não significa que as práticas informações adotadas pelas companhias abertas serão necessariamente satisfatórias.

Dessa forma, é importante uma avaliação material, por parte do regulador, no sentido de verificar se as práticas de divulgação de informações atendem efetivamente ao conteúdo e aos aspectos qualitativos prescritos pela regulamentação aplicável, com especial atenção às técnicas lacônicas de prestação informacional lançadas com o objetivo de afastar as companhias e as instituições intermediárias das ofertas públicas de distribuição das responsabilidades atinentes à prestação informacional, bem como ao escamoteamento de informações reputadas essenciais em meio ao amplo conjunto informacional divulgado, prejudicando seu acesso, compreensão e processamento.

Adicionalmente, não obstante os benefícios gerados pela ampliação do conteúdo informacional obrigatório após a edição da ICVM 480, não se pode ignorar os potenciais efeitos perversos associados ao excesso de informações que dela podem advir. Trata-se de tema que deve receber a devida atenção do regulador, sobretudo por meio de medidas que aprimorem a forma de divulgação de informações, incentivem a melhor utilização da noção de relevância como filtro das obrigações informacionais, e determine o aprimoramento da linguagem utilizada quando da disponibilização das informações, a exemplo da experiência norte-americana no âmbito da *Task Force on Disclosure Simplification*, conduzida pela SEC.

Por fim, é essencial destacar que a maior deficiência que acomete o regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras não mais diz respeito a aspectos associados ao seu conteúdo (como era o caso no passado), mas sim à sua grande inflexibilidade.

A quase irrestrita aplicabilidade do regime de *disclosure* às companhias que buscam captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários não se justifica sob uma ótica de custos e benefícios, dado que, em diversas situações, principalmente em função de características das ofertas de distribuição de valores mobiliários e do perfil dos investidores que dela participam, a intervenção do Estado na definição do conteúdo informacional mínimo aplicável às referidas operações e às obrigações contínuas que surgirão a partir dela não seria necessária, em face da efetiva possibilidade de barganha,

entre os interessados, pela informação que atenda a seus anseios.

Em contrapartida, a ausência de um regime efetivo de descontos regulatórios no tocante à realização de ofertas privadas ou limitadas de valores mobiliários, principalmente na esfera do mercado acionário, certamente impede o acesso de diversas companhias de menor porte ou em estágio inicial de desenvolvimento ao mercado de valores mobiliários, dados os altos custos associados ao cumprimento do complexo regime informacional imposto, principalmente, por meio da ICVM 400 e da ICVM 480.

O temor pela ocorrência de fraudes no âmbito de ofertas públicas que escapam ao extensivo controle do regulador, ou por meio de negócios com valores mobiliários emitidos por companhias que não estão sujeitas às rígidas obrigações informacionais por ele impostas, certamente não justificam o prejuízo causado ao objetivo maior do mercado de valores mobiliários, qual seja, a promoção da alocação do capital excedente na atividade produtiva, advindo da imposição de ônus regulatórios que não se justificam em determinados casos concretos.

Nesse sentido, medidas urgentes devem ser tomadas no sentido de instituir um efetivo regime de isenção de registro de companhias abertas e de ofertas públicas de distribuição de ações no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro, sobretudo diante do crescente risco de arbitragem regulatória que emerge a partir de medidas radicais tomadas nesse sentido no exterior, principalmente no mercado de valores mobiliários norte-americano.

## RESUMO

O regime de divulgação obrigatória de informações é tido como principal pilar regulatório do mercado de valores mobiliários. Esse *status* deriva, tradicionalmente, da aceção de que a prestação informacional em níveis satisfatórios viabiliza a adequada tomada de decisão dos investidores, constituindo importante mecanismo de proteção no âmbito do mercado de valores mobiliários, por garantir uma teórica igualdade de condições entre seus participantes, principalmente investidores, ofertantes, intermediários e emissores de valores mobiliários. Adicionalmente, à luz dos pressupostos da hipótese dos mercados eficientes, reputa-se que o regime de divulgação obrigatória de informações, ao garantir a atuação informada dos investidores, promove a eficiência informacional do mercado, contribuindo para que as informações disponíveis sobre determinado valor mobiliário sejam instantaneamente incorporadas ao seu preço, e, conseqüentemente, para sua precisão.

Contudo, tal abordagem, fundamentada nas premissas de que o comportamento dos investidores aproxima-se daquele prescrito pela teoria da escolha racional, e de que a formação dos preços dos valores mobiliários negociados ocorre da forma como proposto pela hipótese dos mercados eficientes, desconsidera aspectos operacionais do mercado e comportamentais dos investidores, que fragilizam a funcionalidade do regime informacional obrigatório com relação à tomada de decisão dos investidores e à promoção da eficiência informacional do mercado. É primordial, assim, contemplar tal fragilidade quando da definição do conteúdo das obrigações informacionais, principalmente diante dos altos custos associados à produção e disseminação de determinadas informações que, teoricamente, seriam úteis à avaliação dos fundamentos econômicos dos valores mobiliários (como, por exemplo, aquelas cuja divulgação pode representar a perda de vantagens competitivas e a inibição do engajamento em projetos inovadores).

Por outro lado, o regime informacional obrigatório exerce outras funções no âmbito do mercado de valores mobiliários, que devem ser igualmente consideradas na definição de sua orientação regulatória, dentre as quais incluem-se (i) a redução dos custos de monitoramento e a conseqüente redução dos custos de agência inerentes às companhias abertas; (ii) a promoção da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários; (iii) a administração da seleção adversa dos emissores de valores mobiliários; (iv) o auxílio no exercício das atividades regulatórias dos órgãos reguladores e autorreguladores; e (v) a viabilização do regime de responsabilidade aplicável aos emissores de valores mobiliários,

e, na esfera das ofertas públicas de distribuição, aos ofertantes e às instituições intermediárias.

A partir dessas ponderações, e do reconhecimento de que o regime informacional obrigatório presta-se a uma globalidade de funções distintas, que, conjuntamente, justificam seu *status* de principal ferramenta regulatória do mercado de valores mobiliários, o presente trabalho analisa a funcionalidade do regime aplicável às companhias abertas brasileiras.

Concluiu-se, a partir do estudo do amplo arcabouço legal e regulatório definidor do conteúdo das obrigações informacionais as quais as companhias abertas brasileiras estão sujeitas, que o regime informacional atende satisfatoriamente à multiplicidade de funções que o justificam, principalmente após as recentes inovações trazidas pela ICVM 480.

Entretanto, não obstante os benefícios gerados pela ampliação do conteúdo informacional obrigatório após a edição da referida norma, não se pode ignorar os potenciais efeitos perversos associados ao excesso de informações que dela podem advir. Adicionalmente, a inflexibilidade do regime informacional obrigatório aplicável às companhias abertas brasileiras, que não contempla diferenciais substantivos em função do porte das companhias, de seu estágio de desenvolvimento e do perfil dos investidores que subscrevem, adquirem ou negociam seus valores mobiliários, não se justifica sob uma ótica de custos e benefícios e certamente impede o acesso de diversas companhias ao mercado de valores mobiliários.

## ABSTRACT

The mandatory disclosure regime is considered the cornerstone of securities regulation. Such *status* traditionally arises from the recognition that disclosure, in a satisfactory level, makes feasible a precise decision making by investors, establishing an important protection mechanism on securities market once it guarantees a theoretical parity among its participants, mainly investors, offerors and issuers. Additionally, under the assumptions of the efficient market hypothesis, mandatory disclosure regime (guarantying an informed performance of investors), promotes informational efficiency on securities market, allowing instantaneous incorporation of available information to securities prices and, as a consequence, its enhancement.

Notwithstanding, such approach, mainly based on the assumption that investors behavior is close to the prescriptions of rational choice theory, and price formation of securities traded occurs as provided by efficient market hypothesis, does not take into consideration some aspects associated with the operation of securities market and behavior of investors that mitigates the functionality of mandatory disclosure regime related to investors decision making and promotion of informational efficiency of securities market. In this sense, the recognition of such aspect on the definition of informational requirements applicable to issuers is essential, mainly in face of the high costs associated with production and dissemination of some information that, theoretically, are useful to valuation of the economic fundamentals of securities (as, for example, information that, once disclosed, may harm competitive advantages of the issuer or discourage engagement in innovative projects).

On the other hand, mandatory disclosure regime performs other important functions that shall be equally considered on the definition of its regulatory approach, including (i) reduction of monitoring costs and, as a consequence, of agency costs within publicly traded companies; (ii) promotion of investor confidence on securities market; (iii) management of adverse selection of securities issuers; (iv) assistance to regulatory activities of securities regulators and self-regulatory organizations; and (v) making feasible the liability regime applicable to securities issuers, and, in the scope of public offerings, to offerors and underwriters.

Based on these considerations and on the recognition that mandatory disclosure regime serves multiple and different functions that, together, justify its *status* of main regulatory instrument of securities market, this essay analyses the functionality of

mandatory disclosure regime applicable to Brazilian publicly-traded companies.

It concludes, departing from the study of the extensive legal and regulatory framework that defines information requirements applicable to Brazilian publicly traded companies, that mandatory disclosure regime satisfies the multiple functions above mentioned, specially after the recent innovations implemented by CVM Rule 480/09.

However, despite all benefits arising from the extension of the disclosure regime implemented by the abovementioned rule, potential negative effects associated to overload of information that may emerge from such regulation shall not be ignored. In addition, the inflexibility of the mandatory disclosure regime applicable to Brazilian publicly traded companies, which does not consider tiered requirements according to the size and/or stage of development of companies and sophistication of investors that subscribe, acquire or trade with their securities, is not justified by a cost-benefit standpoint and certainly avoids access of many companies to securities market.

## BIBLIOGRAFIA

### Livros

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. 2. ed. São Paulo: Thompson, 2002.

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.

ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKAMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies. In: KRAAKMAN: Reinier; HANSMANN, Henry, et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. London: Oxford University Press, 2009.

ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. What is corporate law? In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. London: Oxford University Press, 2009.

ASCARELLI, Túlio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005

BEBCHUK, Lucian.; FRIED, Jesse. *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

BRANDEIS, Louis. *Other people's money and how the bankers use it*. New York: Frederick A. Stokes, 1913. Disponível em: <[http://www.archive.org/stream/otherpeoplesmone00bran/otherpeoplesmone00bran\\_djvu.txt](http://www.archive.org/stream/otherpeoplesmone00bran/otherpeoplesmone00bran_djvu.txt)>. Acesso em: 11 abr. 2011.

BRUE, Stanley L. *História do pensamento econômico*. Tradução por Luciana Penteado Miquelino. 6. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

BRUNA, Sérgio Varela. Procedimentos normativos da administração. In SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002.

CÂMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 4 v., 2008.

CARVALHOSA, Modesto. O desaparecimento do controlador nas companhias com ações dispersas. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2010.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. *Controle gerencial*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C. *Securities regulation: essentials*. Aspen: New York, 2008.

CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Law & Business, 1986.

COFFEE JR., John. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. New York: Oxford University Press, 2006.

COFFEE JR, John; SALE, Hillary. *Securities regulation: cases and materials*. 12. ed. New York: Foundation Press, 2012.

COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

COMPARATO, Fábio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. In: COMPARATO, Fábio Konder. *Direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law & Economics*. 5. ed. Boston: Pearson Education, 2008.

COX, James D.; HILLMAN, Robert; LANGEVOORT, Donald. *Securities regulation: cases and materials*. 5. ed. New York: Aspen Publishers, 2006.

CUNNINGHAM, Lawrence A. The essays of Warren Buffet: lessons for corporate America. *Cardozo Law Review*, New York: Yeshiva University, v. 19, 1997.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*. 18. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. London: First Harvard University Press, 1996.

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

EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário: inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coord.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENRIQUES, Lucas; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki. Related-party transactions. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. London: Oxford University Press, 2009.

FARBER, Daniel A.; FRICKEY, Philip P. *Law and public choice: a critical introduction*. Chicago: The University of Chicago Press, Kindle Edition, 1991.

FERREIRA, Aloizio. *Direito à informação, direito à comunicação*. São Paulo: Celso Bastos/BDC, 1997.

FORGIONI, Paula A. *Os fundamentos do antitruste*. 5. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

GIGERENZER, Gerald. Is mind irrational or ecologically rational? In: PARISI, Francesco; SMITH, Vernon (Org.). *The law and economics of irrational behavior*. Stanford: Stanford University Press, 2005.

HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and investor protection. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. London: Oxford University Press, 2. ed. 2009.

HUANG, Peter. Regulating irrational exuberance and anxiety. In: PARISI, Francesco; SMITH, Vernon (Org.). *The Law and Economics of Irrational Behavior*. Stanford: Stanford University Press, 2005.

HUNT, Howard J. Sherman. *História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica*. Tradução por José Ricardo Brandão de Azevedo e Maria José Cyhlar Monteiro. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

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

KAHNEMAN, Daniel. *Thinking fast and slow*. New York: FSG Books, 2011.

KAUL, Inge et al. Definindo bens públicos globais. KAUL, Inge et al. *Bens públicos globais: cooperação internacional no século XXI*. Tradução por Zaida Maldonado. Rio de Janeiro: Record, 2012.

KEYNES. Jonh Maynard. *The general theory of employment, interest, and money*, 1935. Disponível em: <<http://cas.umkc.edu/economics/people/facultyPages/kregel/courses/econ645/Winter2011/GeneralTheory.pdf>>. Acesso em: 05 jul. 2012.

KEYNES, Jonh Maynard. The end of laissez-faire. *Essays in persuasion by Jonh Maynard Keynes*. London: Norton, 2011.

KNIGHT, Frank H. *Risk, uncertainty and profit*. Indianapolis: Liberty Found, Kindle Edition, 1921.

KRIPKE, Homer. *The SEC and corporate disclosure: regulation in search of a purpose*. New York: Law & Business, 1979.

LA BLANC, Gregory; RACHLINSKI, Jeffrey. Prase of investors irrationality. In: PARISI, Francesco; SMITH, Vernon (Org.). *The law and economics of irrational behavior*. Stanford: Stanford University Press, 2005.

LAMY FILHO. Alfredo. A sociedade por ações e a empresa. In: LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S. A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO. Alfredo. Texto sobre a reforma da Lei de S. A. In: LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S. A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. 2 v.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. Estrutura da Companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, v. 1., 2009.

LEÃES, Luís Gastão de Barros. *Mercado de capitais e "insider trading"*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LEVY, Maria Bárbara. *A história da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Almedina, 1977.

MERCURO, Nicholas; MADEMA, Steven G. *Economics and the law: from posner to post-modernism*. Princeton: University Press, 1999.

MIRANDA VALVERDE, Trajano de. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959. v. 1.

NUSDEO, Fábio. *Fundamentos para uma codificação do Direito Econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995.

PEREIRA, Guilherme D'oring Cunha. *Liberdade e responsabilidade dos meios de comunicação*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

PINA, Carlos Costa. *O dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, 1999.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PISTOR, Katharina; BERKOWITZ, Daniel; RICHARD, Jean-Francois. *Economic development, legality and the transplant effect*. 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=183269>>. Acesso em: 10 dez. 2012

POSNER, Richard. *Economic Analysis of Law*. 7. ed. New York: Aspen Publishers, 2007.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

ROMANO, Roberta. *The advantage of competitive federalism for securities regulation*. Washington: The AEI Press, 2002.

SALOMÃO FILHO. *O novo Direito Societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito concorrencial: as estruturas*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2007.

SALOMÃO FILHO. *Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. Conselho de administração e diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (Org.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1.

SANTOS, Carlos António; GOLÇALVES, Maria Eduarda; MARQUES, Maria Manuel Leitão. *Direito Económico*. 3. ed. Coimbra: Almedina, 1999.

SEN, Amartya. *Sobre ética e economia*. Tradução por Pedro Elói Duarte. Coimbra: Almedina, 2012.

SHAPIRO, Carl; VARIAN, Hal R. *Information rules: a strategic guide to the network economy*. Boston: Harvard Business School Press, 1998.

SILVA PEREIRA, Caio Mário da. *Instituições de Direito Civil – teoria geral das obrigações*. 20 ed. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

SMITH, Adam. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Kindle Edition, 1777.

STIGLITZ, Joseph E.; WALSH, Carl E. *Introdução à microeconomia*. Tradução por Helga Hoffmann. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. v. 1. São Paulo: José Bushatsky, 1979.

TRUBEK, David, M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; DE SÁ, Paulo Fernandes. *Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: 1965-1970*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

WARDE JR., Walfrido Jorge. O fracasso do direito grupal brasileiro: a institucionalização do controle oculto e sua sub-reptícia transferência. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de; WARDE JR., Walfrido Jorge (Org.). *Os grupos de sociedades: organização e exercício da empresa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

WAPSHOTT, Nicholas. *Keynes Hayek: the clash that defined modern economics*. New York: WW Norton, 2011.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

## Artigos

AKERLOF, George. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *The Quarterly Journal of Economics*, Massachusetts: MIT Press, v. 84, n° 3, 1970.

ARROW, Keneth. Gifts and exchanges. *Philosophy & Public Affair*. Princeton: Princeton University Press, v. 1, 1972.

BAINBRIDGE, Stephen M. Mandatory disclosure: a behavioral analysis. *University of Cincinnati Law Review*, Cincinnati: University of Cincinnati, v. 68, 2000.

BEBCHUK, Lucian.; FRIED, Jesse. Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh: American Economic Association, v. 17, 2003.

BENSTON, George J. Required disclosure and the stock market: an evaluation of the securities exchange act of 1934. *American Economic Review*, Pittsburgh: American Economic Association, n. 63, 1973.

BLACK, Fischer. Noise. *The Journal of Finance*, New York: American Economic Association, v. 41, n. 3, 1986.

CÂMARA, Paulo. A directiva dos prospectos: contexto, conteúdo e confronto com o direito positivo nacional. *Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra: Coimbra Editora, v. VII, 2007.

CATARINO, Luis Guilherme. Informação: utopia, realidade e intervenção pública. *Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, v. X, 2011.

CHOI, Stephen J. *Regulating investors not issuers: a market-based proposal*. UC Berkeley, 2000. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=202049](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=202049)>. Acesso em: 13 fev. 2011.

CHOI, Stephen J.; GUZMAN, Andrew T. *Portable reciprocity: rethinking the international reach of securities regulation*, 1997. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=10701>>. Acesso em: 01 out. 2012.

CIALLELLA, Giuseppe. *High frequency trading and listed companies: the shrinking role of disclosure*, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2179681>>. Acesso em: 20 dez. 2012.

COASE, Ronald Harry. The nature of the firm. *Econômica*. London: London School of Economics, v. 4, n. 16, 1937.

COASE, Ronald Harry. The problem of social cost. *The Journal of Law and Economics*, Chicago: University of Chicago, v. 3, 1960.

COFFEE JR., John. Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system. *Virginia Law Review*, Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 70, 1974.

COHEN, Milton. Truth in securities revisited. *Harvard Law Review*, Cambridge: The Harvard Law Review Association, v. 79, 1966.

COX. James D. Insider trading regulation and the production of information: theory and evidence. *Washington University Law Quarterly*, Washington DC: Washington University School of Law, v. 64, 1986.

DASKE, Holger; HAIL, Luzi; LEUZ, Christian; VERDI, Rodrigo. Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research*. Chicago: Chicago Booth School of Business, v. 46, 2008.

DEN HERTOOG, Johan. General Theories of Regulation. In: ENCYCLOPEDIA OF LAW AND ECONOMICS. Disponível em: <<http://encyclo.findlaw.com/5000book.pdf>. p 225>. Acesso em: 07 mai. 2010.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *NBER Working Paper*, n. 877, Cambridge-MA, 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8711>>. Acesso em: 11 jan. 2011.

DOUGLAS, William. Protecting the Investor. In: *Yale Review*, v. 23, 1934. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/1934/030034douglas.pdf>>. Acesso em: 14 dez. 2012.

EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. Mandatory disclosure and the protection of investors. *Virginia Law Review*, Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 70, 1974.

EIZIRIK, Nelson. Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 48, 1982.

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

FAMA, Eugene. Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, New York: American Finance Association, v. 46, 1991.

FERREIRA, Eduardo Paz. A informação no mercado de valores mobiliários. In: *Direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, v. III, 2001.

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.

FOX, Meritt. Shelf registration, integrated disclosure, and underwriter due diligence: an economic analysis. *Virginia Law Review*, Charlottesville: University of Virginia, v. 70, 1984.

FOX, Meritt. Securities disclosure in a globalizing market who should regulate whom. *Michigan Law Review*, Ann Arbor: University of Michigan, v. 95, 1997.

FOX, Meritt. Required disclosure and corporate governance. *Law and Contemporary Problems*, Durham: Duke Law School, v. 62, 1999.

FOX, Meritt. Retaining mandatory securities disclosure: why investor choice is not investor empowerment. *Virginia Law Review*, Charlottesville: University of Virginia, v. 85, 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=201828>>. Acesso em: 16 mai. 2011

FRANKEL, Tamar. Regulation and investors' trust in the securities markets, *Working Paper*, Working Paper Series Public Law & Legal Theory, n. 2-14. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=333340>>. Acesso em: 11 dez. 2012.

GILSON, Ronald; GORDON, Jeffrey. Controlling controlling shareholders. *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 228, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=417181>>. Acesso em: 11 jan. 2011.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. *Virginia Law Review*. Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 70, 1984.

GOOMBER, Peter et. al. *High-Frequency Trading*, 2011. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1858626>>. Acesso em: 20 dez. 2012.

GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, Pittsburgh: American Economic Association, v. 70, 1980.

GUTTENTAG, Michael D. An argument for imposing disclosure requirements on public companies. *Florida State University Law Review*, Tallahassee: Florida State University, v. 32, 2004/2005.

f, Frederich A. *Law, legislation and liberty: a new statement of the liberal principles of justice and political economy*. London: Routledge, 1983.

HELLER, Harry. Disclosure requirements under federal securities regulation. *The Business Lawyer*, Washington DC: New American Bar Association, v. 16, 1960.

HIRSHLEIFER, David; SHUMWAY, Tyler. Good day sunshine: stock returns and the weather. *The Journal of Finance*, Pittsburgh: American Economic Association, v. 58, n. 3, 2003.

HODGON, Christopher; TONDKAR, Rasoul H.; HARLESS, David W.; ADHILARI, Ajay. Compliance with IFRS disclosure requirements and individual analysts' forecast erros. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Atlanta: Elsevier, v. 17, 2008. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1061951808000049>>. Acesso em: 27 nov. 2012.

KENT, Daniel; HIRSHLEIFER, David; SUBRAHMANYAM, Avaidhar. Investor psychology and security market under: and overreactions. *The Journal of Finance*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 53, n. 6, 1998.

KITCH, Edmund. The theory and practice of securities disclosure. *Brooklyn Law Review*, New York: Brooklyn Law School, v. 61, 1996.

KRIPKE, Homer. The SEC, the accountants, some myths and some realities. *New York University Law Review*, New York: New York University, v. 45, 1970.

KRIPKE, Homer. The Myth of the Informed Layman. *The Business Lawyer*. Washington DC: New American Bar Association, v. 28, 1973.

LANDIS, James. The legislative history of the securities act of 1933. *The George Washington Law Review*, Washington: The George Washington University, v. 29, 1960.

LANGEVOORT, Donald C. *Taming the animal spirits*, 2002. Disponível em: <<http://www.escholarship.org/uc/item/6th0728d>>. Acesso em: 5 out. 2012.

LATTEMANN, Christoph et al. High frequency trading: costs and benefits in securities trading and its necessity of regulations. *Business & Information Systems Engineering*, v. 2, 2012. Disponível em: <<http://www.springerlink.com/content/e11x1n63514r4862/>> . Acesso em: 20 dez. 2012.

LEROY, Stephen. Efficient capital markets and martingales. *Journal of Economic Literature*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 27, 1989.

LEVIN, Henry. *Chapter title: concepts of economic efficiency and educational Production*, 1976. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c4491>>. Acesso em: 10 out. 2012.

LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock market development and long run growth. *World Bank Economic Review*, 1996, disponível em: <<http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-1582>>.

LOWENSTEIN, Louis. Financial transparency and corporate governance: you manage what you measure. *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 96, 1996.

MAHONEY, Paul G. Mandatory disclosures as a solution to agency problems. *University of Chicago Law Review*, Chicago: University of Chicago, v. 62, 1995.

MODIGLIANI, Franco; POGUE, Gerald A. An introduction to risk and return. *Financial Analysts Journal*, Charlottesville: CFA Institute Publications, v. 30, 1974.

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.

NORTH, Douglas. Institutions. *Journal of Economic Perspectives*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 5, 1991.

PALMITER, Alan R. Toward disclosure choice in securities offerings. *Columbia Business Law Review*, New York: Columbia Law Review, 1999.

- PAREDES, Troy. *Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation*. Saint Louis: Washington University, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=413180>>. Acesso em: 02 fev. 2011.
- POSNER, Eric. The case of tax compliance. *Virginia Law Review*, Charlottesville: University of Virginia, v. 86, 2000.
- POSNER, Richard. Intellectual property: the law and economics approach. *Journal of Economic Perspectives*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 19, 2005.
- RABIN, Matthew. Psychology and economics. *Journal of Economic Literature*, Pittsburgh: American Economic Association, v. 36, 1998.
- RODRIGUES DA CUNHA, Caetano P. F. A. Uma proposta de leitura funcional do direito societário: limites, objetivos e a tutela da informação no mercado de capitais. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 45, 2009.
- ROMANO, Roberta. *The need for competition in international securities regulation*, 2001. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=278728>>. Acesso em: 27 nov. 2012.
- 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.
- SADKA, Gil. *Financial reporting and product markets: learning from competitors*, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=556183>>. Acesso em: 17 dez. 2012.
- SALAMA, Bruno Meyerhof. *O que é pesquisa em Direito e Economia?*. Disponível em: <[http://www.ordemlivre.org/files/Bruno\\_Salama-O\\_que\\_e\\_pesquisa\\_em\\_DE.pdf](http://www.ordemlivre.org/files/Bruno_Salama-O_que_e_pesquisa_em_DE.pdf)>. Acesso em: 05 abr. 2010.
- SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; GUIMARÃES, Juliana Paiva. Mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 41, 2008.
- SCHLEIFER, Andrei; SUMMERS; Lawrence. The noise trader approach to finance. *Journal of Economic Perspectives*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 4, 1990.
- 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.

- SELIGMAN, Joel. Historical need for a mandatory corporate disclosure system. *The Journal of Corporation Law*, Iowa City: University of Iowa, v. 9, 1983.
- SEN, Amartya. Rational fools: a critique of the behavioral foundations of economic theory. *Philosophy & Public Affairs*. Princeton: Princeton University Press, v. 6, 1977.
- SIMON, Herbert. A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*. Oxford: Oxford University Press, v. 69, n. 1, 1955.
- SIMON, Herbert. Theories of decision-making in economics and behavioral science. *The American Economic Review*, Pittsburgh: American Economic Association, v. 49, n. 3, 1959.
- SIMON, Herbert. Rational decision-making in business organizations. *The American Economic Review*, Pittsburgh: American Economic Association, v. 69, n. 4, 1979.
- SOMMERS, A. A. Jr. New approaches to disclosure in registered security offerings: a panel discussion. *The Business Lawyer*, Washington DC: New American Bar Association, v. 28, 1973.
- SOMMERS A. A. Jr. *Current Problems of Disclosure*. 1974. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/1974/111274sommer.pdf>>. Acesso em: 15 dez. 2012.
- STIGLER, George. Public regulation of the securities markets. *The Journal of Business*, Chicago: The University of Chicago Press, v. 37, 1964.
- STIGLER, George. The theory of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*. Santa Monica: The RAND Corporation, v. 2, 1971.
- STIGLER, Jorge. The economics of information. *The Journal of Political Economy*, Chicago: University of Chicago Press, v. 69, 1961.
- STOUT, Lynn A. Unimportance of being efficient: an economic analysis of stock market pricing and securities regulation. *Michigan Law Review*, Ann Arbor: University of Michigan, v. 87, 1989.
- STOUT, Lynn A. *The investor confidence game*. 2002, Disponível em: <<<http://ssrn.com/abstract=322301>>>. Acesso em: 19 mai. 2011.
- STOUT, Lynn A. *The Mechanisms of Market Inefficiency - An Introduction to the New Finance*, 2003, disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=470161>>.

SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários,. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 135, 2004.

SZTAJN, Rachel. Law and economics. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, n. 137, 2005.

TETLOCK, Philip E.; BOETTGER, Richard. Accountability a social magnifier of the dilution effect. *The Journal of Personality and Social Psychology*, Washington: The American Psychological Association, v. 57, 1989.

TIMM, Luciano Benetti; CAOVIOLA, Renato. As teorias rivais sobre a propriedade intelectual no Brasil. *Economic Analysis of Law Review*, Brasília: Editora Universa, v. 1, 2010.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Judgment under uncertainty: heuristics and Biases. *Science, New Series*, Washington: American Association for the Advancement of Science, v. 185, 1974.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Rational choice and the framing of decisions. *The Journal of Business*, Chicago: University of Chicago Press, v. 59, 1986.

VASICEK, Oldrich A.; McQUOWN, John A. The efficient market model. *Financial Analysts Journal*,. Charlottesville: CFA Institute Publications, v. 28, 1972.

### **Teses e Dissertações**

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2005.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. 2008.

GORGA, Érica Cristina Rocha. *Direito societário brasileiro e desenvolvimento do mercado de capitais: uma perspectiva de “direito e economia”*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2005.

PINTO, Marcos Barbosa. *Relação entre dispersão acionária e remuneração dos administradores de companhias abertas brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. 2011.

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

SOUZA JR., Francisco Satiro de. *Regime jurídico das opções negociadas em Bolsa de Valores*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2002.

### **Artigos na imprensa**

AZEVEDO, Simone. Estágio para bolsa de valores. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, n. 1, set. 2003.

AZEVEDO, Simone. A nova 202. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, n. 15, nov. 2004.

ROSA, Maria Alice. Informação em excess. *Mercado de capitais*. São Paulo: Patria, v. 5, jul. 2012.

TANOUE, Luciana. Burocracia inconveniente. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, n. 78, fev. 2010.

YOKOI, Yuki. Mais abertas. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, n. 74, out. 2009.

### **Publicações institucionais**

ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. *Report of the advisory committee on corporate disclosure to the securities and exchange commission*. Washington: U. S. Government Printing Office, 1977. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/2027/pst.000012956579>>. Acesso em: 26 mai. 2011.

AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS. *Improving business reporting: a customer focus*, 1994. Disponível em: <<http://www.aicpa.org/interestareas/frc/accountingfinancialreporting/downloadabledocuments/jenkins%20committee%20report.pdf>>. Acesso em: 05 dez. 2012

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. *Código de ANBIMA de regulação e melhores práticas para as ofertas públicas de distribuição e aquisição de valores mobiliários*, 2011. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?op=o&id=77>>. Acesso em: 09 dez. 2012.

BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO. *Bolsa de Valores do Rio de Janeiro 150 anos: a história de um mercado*. Rio de Janeiro: Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, 1995.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Políticas de divulgação de informações*. Rio de Janeiro, 1979.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Nota Explicativa nº 15, de 1 de outubro de 1979*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 set. 2012. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Nota Explicativa nº 15, de 1 de outubro de 1979*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 set. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Políticas de divulgação de informações*. Rio de Janeiro, 1979.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública n. 07/08. 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Edital de Audiência Pública n. 01/09. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM - Audiência Pública 05/2008. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 out. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM – Parte I – Formulário Cadastral e Formulário de Referência. Audiência Pública 07/2008. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM – Parte II. Audiência Pública 07/2008. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM – Revisão Final do Formulário Cadastral e do Formulário de Referência e Informações Requeridas das Diferentes Categorias de Emissores. Audiência Pública 07/2008. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 out. 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº 002/2012. 2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 05 jun. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº 003/2012. 2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 05 jun. 2012

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS et al. *Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações: diagnóstico do grupo de trabalho – experiências internacionais*. 2012. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/infos/Diagnostico%20PMEs\\_Experiencias%20Internacionais.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/infos/Diagnostico%20PMEs_Experiencias%20Internacionais.pdf)>. Acesso em: 01 nov. 2012.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Conceitual Básico - Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis, aprovado pela Deliberação CVM nº 675, de 13 de dezembro de 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/deli/deli675.doc>>. Acesso em: 17 nov. 2012.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *International disclosure standards for cross-border offerings and initial listings by foreign issuers*, 1998. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>>. Acesso em: 01 dez. 2012.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Adapting Iosco International Disclosure Standards For Shelf Registration Systems*, mar. 2001, Disponível em: <[www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf)>. Acesso em: 06 out. 2010.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Market intermediary management of conflicts that arise in securities offerings*, nov. 2007. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf>>. Acesso em: 09 dez. 2012.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). *Objectives and principles of securities regulation*, 2008. Disponível em: <[www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD265.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD265.pdf)>. Acesso em: 07 mar. 2011

MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404\\_Exposicao.asp](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp)>. Acesso em: 30 set. 2012.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Disclosure to investors: a reappraisal of federal administrative practices under the 1933 and 1934 acts*. 1969. Disponível em: <[http://c0403731.cdn.cloudfiles.rackspacecloud.com/collection/papers/1960/1969\\_Wheat\\_CH03.pdf](http://c0403731.cdn.cloudfiles.rackspacecloud.com/collection/papers/1960/1969_Wheat_CH03.pdf)>. Acesso em: 11 nov. 2012.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Report of the task force on disclosure simplification*. 1996. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/studies/smpl.htm>>. Acesso em: 15 dez. 2012.

## APÊNDICE

TABELA 4.4.1.2(A) – INFORMAÇÕES PERIÓDICAS (INSTRUÇÃO CVM Nº 480/09)

<i>Informação periódica</i>	<i>Prazo final de entrega</i>
Formulário cadastral	Cinco meses contados da data de encerramento do exercício social
Formulário de referência;	Cinco meses contados da data de encerramento do exercício social
Demonstrações financeiras auditadas por auditor independente e elaboradas de acordo com a Lei nº 6.404/76 e com as normas específicas editadas pela CVM, acompanhadas do (a) relatório da administração; (b) parecer do auditor independente; (c) parecer do conselho fiscal ou órgão equivalente, se houver, acompanhado de eventuais votos dissidentes; (d) proposta de orçamento de capital preparada pela administração, se houver; (e) declaração dos diretores de que reviram, discutiram e concordam com as opiniões expressas no parecer dos auditores independentes, informando as razões, em caso de discordância; (f) declaração dos diretores de que reviram, discutiram e concordam com as demonstrações financeiras; e (g) relatório anual resumido do comitê de auditoria, se houver.	Três meses contados da data de encerramento do exercício social
Formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP, preenchido com os dados constantes das demonstrações financeiras.	Três meses contados da data de encerramento do exercício social
Formulário de informações trimestrais – ITR, preenchido com os dados das informações contábeis trimestrais elaboradas de acordo com as regras contábeis aplicáveis ao emissor e acompanhado de relatório de revisão especial, emitido por auditor independente registrado na CVM. <sup>1052</sup>	Quarenta e cinco dias contados da data de encerramento do exercício social
Comunicação prevista no artigo 133 da Lei nº 6.404/76.	Um mês antes da data marcada para a realização da assembleia geral ordinária ou no mesmo dia de sua publicação, o que ocorrer primeiro.
Edital de convocação da assembleia geral ordinária.	Quinze dias antes da data marcada para a realização da assembleia ou no mesmo dia de sua primeira publicação, o que ocorrer primeiro.
Documentos necessários ao exercício do direito de voto nas assembleias gerais ordinárias, na forma estabelecida pela Instrução CVM nº 481/09.	Trinta ou quinze dias antes da realização da assembleia geral, a depender do documento, conforme estabelecido na Instrução CVM nº 481/09.
Sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária, no mesmo dia da sua realização;	Mesmo dia da realização da assembleia geral ordinária.
Ata da assembleia geral ordinária, em até sete dias úteis de sua realização (ressalvado que o emissor que entregar a ata da assembleia geral ordinária no mesmo dia de sua realização fica dispensado de entregar o sumário das decisões tomadas na assembleia).	Sete dias úteis da realização da assembleia.
Relatório do agente fiduciário, caso o emissor tenha emitido debêntures.	Quatro meses do encerramento do exercício social ou no mesmo dia de sua divulgação pelo agente fiduciário, o que ocorrer primeiro.

<sup>1052</sup> Nos termos do artigo 29 da ICVM 480, o formulário de informações trimestrais – ITR dos emissores “categoria A” deve conter informações contábeis consolidadas sempre que tais emissores estejam obrigados a apresentar demonstrações financeiras consolidadas, nos termos da LSA. Adicionalmente, este formulário não precisa ser apresentado com relação ao último trimestre de cada exercício.

TABELA 4.4.1.2(B) – INFORMAÇÕES EVENTUAIS (INSTRUÇÃO CVM Nº 480/09)

<i>Informação eventual</i>	<i>Prazo de entrega</i>
Editais de convocação de assembleias gerais extraordinárias, especiais e de debenturistas.	Mesmo dia da publicação.
Documentos necessários ao exercício do direito de voto nas assembleias gerais extraordinárias, especiais e de debenturistas, na forma estabelecida pela Instrução CVM nº 481/09.	Quinze dias antes da realização da assembleia geral.
Sumário das decisões tomadas na assembleia geral extraordinária, especial ou de debenturistas.	Mesmo dia da realização da assembleia.
Atas de assembleias gerais extraordinárias, especiais e de debenturistas.	Sete dias úteis da realização da assembleia.
Atas de reuniões do conselho de Administração, desde que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros.	Sete dias úteis da realização da reunião.
Atas de reuniões do conselho fiscal que aprovaram pareceres.	Sete dias úteis da divulgação do ato ou fato objeto do parecer.
Laudos de avaliação exigidos pela Lei nº 6.404/76 ou pela regulamentação da CVM.	Nos prazos estabelecidos em normas específicas a respeito do assunto.
Acordos de acionistas e outros pactos societários arquivados no emissor.	Sete dias do arquivamento.
Convenção de grupo de sociedades.	Sete dias úteis contados de sua assinatura.
Comunicação sobre ato ou fato relevante.	Imediatamente.
Política de negociação de ações.	Não há prazo definido.
Política de divulgação de informações.	Não há prazo definido.
Estatuto social consolidado.	Sete dias úteis contados da data da assembleia que deliberou a alteração de estatuto.
Material apresentado em reuniões com analistas e agentes do mercado.	Mesmo dia da reunião ou apresentação.
Atos de órgãos reguladores que homologuem deliberações objeto de assembleia geral ou especial, reunião do conselho de administrador, acordo de acionistas ou convenção de grupo de sociedades.	Mesmo dia de sua publicação.
Relatórios de agências classificadoras de risco contratadas pelo emissor e suas atualizações.	Mesma data de sua divulgação.
Termo de securitização de direitos creditórios e eventuais aditamentos.	Sete dias úteis contados de sua assinatura.
Escritura de emissão de debêntures e eventuais aditamentos.	Sete dias úteis contados de sua assinatura.
Informações sobre acordos de acionistas dos quais o controlador ou controladas e coligadas do controlador sejam parte, a respeito do exercício de direito de voto no emissor ou da transferência dos valores mobiliários do emissor, contendo, no mínimo, data de assinatura, prazo de vigência, partes e descrição das disposições relativas ao emissor.	Não há prazo definido.
Comunicações do agente fiduciário elaboradas em cumprimento ao art. 68, § 1º, alínea “c” da Lei nº 6.404/76.	Até quatro meses após o encerramento do exercício social.
Petição inicial de recuperação judicial, com todos os documentos que a instruem.	Mesmo dia do protocolo em juízo.
Plano de recuperação judicial.	Mesmo dia do protocolo em juízo.
Sentença denegatória ou concessiva do pedido de recuperação judicial, com a indicação, neste último caso, do administrador judicial nomeado pelo juiz.	Mesmo dia de sua ciência pelo emissor.
Pedido de homologação do plano de recuperação extrajudicial, com as demonstrações contábeis levantadas especialmente para instruir o pedido.	Mesmo dia do protocolo em juízo.
Pedido de homologação do plano de recuperação extrajudicial, com as demonstrações contábeis levantadas especialmente para instruir o	Mesmo dia do protocolo em juízo.

<i>Informação eventual</i>	<i>Prazo de entrega</i>
pedido.	
Pedido de homologação do plano de recuperação extrajudicial, com as demonstrações contábeis levantadas especialmente para instruir o pedido.	Mesmo dia do protocolo em juízo.
Sentença denegatória ou concessiva da homologação do plano de recuperação extrajudicial.	Mesmo dia do protocolo em juízo.
Pedido de falência, desde que fundado em valor relevante.	Mesmo dia de sua ciência pelo emissor.
Sentença denegatória ou concessiva do pedido de falência.	Mesmo dia de sua ciência pelo emissor.
Decretação de intervenção ou liquidação, com a indicação do interventor ou liquidante nomeado.	Mesmo dia de sua ciência pelo emissor.
Comunicação sobre a instalação de comitê de auditoria estatutário, da qual deve constar, no mínimo, o nome e o currículo de seus membros.	Sete dias úteis contados de sua instalação.
Comunicação sobre mudança na composição ou dissolução do comitê de auditoria estatutário.	Sete dias úteis contados da data do evento.
Regimento interno do comitê de auditoria estatutário e eventuais alterações.	Sete dias úteis contados de sua instalação ou da aprovação das alterações pelo conselho de administração.

TABELA 4.4.1.3 – ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE O CONTEÚDO DO FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA, DO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES ANUAIS – IAN E DOS PROSPECTOS

Análise comparativa entre (i) o conteúdo do Formulário de Referência exigido dos emissores “categoria A”, nos termos da ICVM 480; (ii) o conteúdo do formulário de Informações Anuais – IAN, nos termos da ICVM 202, conforme alterada; e (iii) o conteúdo mínimo dos prospectos com relação às informações sobre os emissores, exigido nos termos do Anexo III da ICVM 400, anteriormente a alteração promovida pela ICVM 482.

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
<b>1. Identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário</b> <b>1.1.</b> Declaração do Presidente e do Diretor de Relações com Investidores, atestando que: (a) reviram o formulário de referência; (b) todas as informações contidas no formulário atendem ao disposto na Instrução CVM nº 480, em especial aos arts. 14 a 19; (c) o conjunto de informações nele contido é um retrato verdadeiro, preciso e completo da situação econômico-financeira do emissor e dos riscos inerentes às suas atividades e dos valores mobiliários por ele emitidos.		X	
<b>2. Auditores</b> <b>2.1.</b> Em relação aos auditores independentes, indicar: (a) nome empresarial; (b) nome das pessoas responsáveis, CPF e dados para contato (telefone e e-mail); (c) data de contratação dos serviços; (d) descrição dos serviços contratados; (e) eventual substituição do auditor, informando justificativa da substituição e eventuais razões apresentadas pelo auditor em discordância da justificativa do emissor para sua substituição,	X	X	O IAN exigia apenas a qualificação dos auditores e das pessoas responsáveis pela auditoria.

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
conforme regulamentação da CVM específica a respeito da matéria.			
<b>2.2.</b> Informar montante total de remuneração dos auditores independentes no último exercício social, discriminando os honorários relativos a serviços de auditoria e os relativos a quaisquer outros serviços prestados.			<b>A informação era divulgada nas Demonstrações Financeiras.</b>
<b>2.3.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.			
<b>3. Informações financeiras selecionadas</b>			
<b>3.1.</b> Com base nas demonstrações financeiras ou, quando o emissor estiver obrigado a divulgar informações financeiras consolidadas, com base nas demonstrações financeiras consolidadas, elaborar tabela informando: (a) patrimônio líquido; (b) ativo total; (c) receita líquida; (d) resultado bruto; (e) resultado líquido; (f) número de ações, ex-tesouraria; (g) valor patrimonial da ação; (h) resultado líquido por ação; e (i) outras informações contábeis selecionadas pelo emissor.		X	<b>A informação era divulgada nas Demonstrações Financeiras.</b>
<b>3.2.</b> Caso o emissor tenha divulgado, no decorrer do último exercício social, ou deseje divulgar neste formulário medições não contábeis, como Lajida (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) ou Lajir (lucro antes de juros e imposto de renda), o emissor deve: (a) informar o valor das medições não contábeis; (b) fazer as conciliações entre os valores divulgados e os valores das demonstrações financeiras auditadas; (c) explicar o motivo pelo qual entende que tal medição é mais apropriada para a correta compreensão da sua condição financeira e do resultado de suas operações.			
<b>3.3.</b> Identificar e comentar qualquer evento subsequente às últimas demonstrações financeiras de encerramento de exercício social que as altere substancialmente.		X	
<b>3.4.</b> Descrever a política de destinação dos resultados dos 3 últimos exercícios sociais, indicando: (a) regras sobre retenção de lucros; (b) regras sobre distribuição de dividendos; (c) periodicidade das distribuições de dividendos; (d) eventuais restrições à distribuição de dividendos impostas por legislação ou regulamentação especial aplicável ao emissor, assim como contratos, decisões judiciais, administrativas ou arbitrais.		X	
<b>3.5.</b> Em forma de tabela, indicar, para cada um dos 3 últimos exercícios sociais: (a) lucro líquido ajustado para fins de dividendos; (b) dividendo distribuído, destacando juros sobre capital próprio, dividendo obrigatório e dividendo prioritário, fixo e mínimo; (c) percentual de dividendo distribuído em relação ao lucro líquido ajustado; (d) dividendo distribuído por classe e espécie de ações, destacando juros sobre capital próprio, dividendo obrigatório e dividendo prioritário, fixo e mínimo; (e) data de pagamento do dividendo; (f) taxa de retorno em relação ao patrimônio líquido do emissor; (g) lucro líquido retido; (h) data da aprovação da retenção.	X		<b>Exceto com relação aos itens (c) e (f) que constavam do IAN.</b>
<b>3.6.</b> Informar se, nos 3 últimos exercícios sociais, foram declarados dividendos a conta de lucros retidos ou reservas constituídas em exercícios sociais anteriores.			
<b>3.7.</b> Em forma de tabela, descrever o nível de endividamento do emissor, indicando: (a) montante total de dívida, de qualquer natureza; (b) índice de endividamento (passivo circulante mais o não-circulante, dividido pelo patrimônio líquido); (c) caso o emissor deseje, outro índice de endividamento, indicando o método utilizado para calcular o índice e o motivo pelo qual entende que esse índice é			

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
apropriado para a correta compreensão da situação financeira e do nível de endividamento do emissor.			
<b>3.8.</b> Em forma de tabela, separando por dívidas com garantia real, dívidas com garantia flutuante e dívidas quirografárias, indicar o montante de obrigações do emissor de acordo com o prazo de vencimento: (a) inferior a 1 ano; (b) superior a 1 ano e inferior a 3 anos; (c) superior a 3 anos e inferior a 5 anos; (d) superior a 5 anos.			
<b>3.9.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.			
<b>4. Fatores de risco</b>			
<b>4.1.</b> Descrever fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento, em especial, aqueles relacionados: (a) ao emissor; (b) a seu controlador, direto ou indireto, ou grupo de controle; (c) a seus acionistas; (d) a suas controladas e coligadas; (e) a seus fornecedores; (f) a seus clientes; (g) aos setores da economia nos quais o emissor atue; (h) à regulação dos setores em que o emissor atue; (i) aos países estrangeiros onde o emissor atue.		X	
<b>4.2.</b> Em relação a cada um dos riscos acima mencionados, caso relevantes, comentar sobre eventuais expectativas de redução ou aumento na exposição do emissor a tais riscos.			
<b>4.3.</b> Descrever os processos judiciais, administrativos ou arbitrais em que o emissor ou suas controladas sejam parte, discriminando entre trabalhistas, tributários, cíveis e outros: (i) que não estejam sob sigilo, e (ii) que sejam relevantes para os negócios do emissor ou de suas controladas, indicando: (a) juízo; (b) instância (c) data de instauração; (d) partes no processo; (e) valores, bens ou direitos envolvidos; (f) principais fatos; (g) se a chance de perda é provável, possível, ou remota; (h) análise do impacto em caso de perda do processo; (i) valor provisionado, se houver provisão.	X	X	O IAN exigia apenas (com relação ao conjunto de ações judiciais, por natureza) o percentual do patrimônio líquido e do lucro líquido a que correspondia, o valor provisionado e o valor total das ações.  O Prospecto continham essas informações, com menos riqueza de detalhes e excluindo os procedimentos arbitrais.
<b>4.4.</b> Descrever os processos judiciais, administrativos ou arbitrais, que não estejam sob sigilo, em que o emissor ou suas controladas sejam parte e cujas partes contrárias sejam administradores ou ex-administradores, controladores ou ex-controladores ou investidores do emissor ou de suas controladas, informando: a) juízo; (b) instância (c) data de instauração; (d) partes no processo; (e) valores, bens ou direitos envolvidos; (f) principais fatos; (g) se a chance de perda é provável, possível, ou remota; (h) análise do impacto em caso de perda do processo; (i) valor provisionado, se houver provisão.		X	O Prospecto continham essas informações, com menos riquezas de detalhes e excluindo os procedimentos arbitrais.
<b>4.5.</b> Em relação aos processos sigilosos relevantes em que o emissor ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima, analisar o impacto em caso de perda e informar os valores envolvidos.			
<b>4.6.</b> Descrever os processos judiciais, administrativos ou arbitrais repetitivos ou conexos, baseados em fatos e causas		X	O Prospectos continham essas

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
jurídicas semelhantes, que não estejam sob sigilo e que em conjunto sejam relevantes, em que o emissor ou suas controladas sejam parte, discriminando entre trabalhistas, tributários, cíveis e outros, e indicando: (a) valores envolvidos; (b) valor provisionado, se houver; e (c) prática do emissor ou de sua controlada que causou tal contingência.			<b>informações, com menos riquezas de detalhes e excluindo os procedimentos arbitrais.</b>
<b>4.7.</b> Descrever outras contingências relevantes não abrangidas pelos itens anteriores.		X	
<b>4.8.</b> Em relação às regras do país de origem do emissor estrangeiro e às regras do país no qual os valores mobiliários do emissor estrangeiro estão custodiados, se diferente do país de origem, identificar: (a) restrições impostas ao exercício de direitos políticos e econômicos; (b) restrições à circulação e transferência dos valores mobiliários; (c) hipóteses de cancelamento de registro; (d) outras questões do interesse dos investidores.			<b>Essa informação era exigida pela Instrução CVM nº 331/00, que regulamentava o registro de emissores estrangeiros antes da edição da Instrução CVM nº 480/09.</b>
<b>5. Riscos de mercado</b>			
<b>5.1.</b> Descrever, quantitativa e qualitativamente, os principais riscos de mercado a que o emissor está exposto, inclusive em relação a riscos cambiais e a taxas de juros.			
<b>5.2.</b> Descrever a política de gerenciamento de riscos de mercado adotada pelo emissor, seus objetivos, estratégias e instrumentos, indicando: (a) riscos para os quais se busca proteção; (b) estratégia de proteção patrimonial ( <b>hedge</b> ); (c) instrumentos utilizados para proteção patrimonial ( <b>hedge</b> ); (d) parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos; (e) se o emissor opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial ( <b>hedge</b> ) e quais são esses objetivos; (f) estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos; (g) adequação da estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política adotada.			
<b>5.3.</b> Informar se, em relação ao último exercício social, houve alterações significativas nos principais riscos de mercado a que o emissor está exposto ou na política de gerenciamento de riscos adotada.			
<b>5.4.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.			
<b>6. Histórico do emissor</b>			
<b>6.1.</b> Com relação à constituição do emissor, informar: (a) data; (b) forma; e (c) país de constituição.		X	
<b>6.2.</b> Informar prazo de duração, se houver.		X	<b>Informação constante do Estatuto Social.</b>
<b>6.3.</b> Breve histórico do emissor.		X	
<b>6.4.</b> Data de registro na CVM ou indicação de que o registro está sendo requerido.		X	
<b>6.5.</b> Descrever os principais eventos societários, tais como incorporações, fusões, cisões, incorporações de ações, alienações e aquisições de controle societário, aquisições e alienações de ativos importantes, pelos quais tenham passado o emissor ou qualquer de suas controladas ou coligadas, indicando: (a) evento; (b) principais condições do negócio; (c) sociedades envolvidas; (d) efeitos resultantes da operação no quadro acionário, especialmente, sobre a participação do controlador, de acionistas com mais de 5% do capital social e	X	X	<b>Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.</b>

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
dos administradores do emissor; e (e) quadro societário antes e depois da operação.			
<b>6.6.</b> Indicar se houve pedido de falência, desde que fundado em valor relevante, ou de recuperação judicial ou extrajudicial do emissor, e o estado atual de tais pedidos.			
<b>6.7.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.		X	
<b>7. Atividades do emissor</b>			
<b>7.1.</b> Descrever sumariamente as atividades desenvolvidas pelo emissor e suas controladas.	X	X	Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.
<b>7.2.</b> Em relação a cada segmento operacional que tenha sido divulgado nas últimas demonstrações financeiras de encerramento de exercício social ou, quando houver, nas demonstrações financeiras consolidadas, indicar as seguintes informações: (a) produtos e serviços comercializados; (b) receita proveniente do segmento e sua participação na receita líquida do emissor; (c) lucro ou prejuízo resultante do segmento e sua participação no lucro líquido do emissor.	X	X	Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.
<b>7.3.</b> Em relação aos produtos e serviços que correspondam aos segmentos operacionais divulgados no item 7.2, descrever: (a) características do processo de produção; (b) características do processo de distribuição; (c) características dos mercados de atuação, em especial; (d) participação em cada um dos mercados; (e) condições de competição nos mercados; (f) eventual sazonalidade; (g) principais insumos e matérias primas, informando; (h) descrição das relações mantidas com fornecedores, inclusive se estão sujeitas a controle ou regulamentação governamental, com indicação dos órgãos e da respectiva legislação aplicável; (i) eventual dependência de poucos fornecedores; (j) eventual volatilidade em seus preços.	X	X	Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.
<b>7.4.</b> Identificar se há clientes que sejam responsáveis por mais de 10% da receita líquida total do emissor, informando: (a) montante total de receitas provenientes do cliente; e (b) segmentos operacionais afetados pelas receitas provenientes do cliente.	X		Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.
<b>7.5.</b> Descrever os efeitos relevantes da regulação estatal sobre as atividades do emissor, comentando especificamente: (a) necessidade de autorizações governamentais para o exercício das atividades e histórico de relação com a administração pública para obtenção de tais autorizações; (b) política ambiental do emissor e custos incorridos para o cumprimento da regulação ambiental e, se for o caso, de outras práticas ambientais, inclusive a adesão a padrões internacionais de proteção ambiental; e (c) dependência de patentes, marcas, licenças, concessões, franquias, contratos de royalties relevantes para o desenvolvimento das atividades.	X	X	Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.
<b>7.6.</b> Em relação aos países dos quais o emissor obtém receitas relevantes, identificar: (a) receita proveniente dos clientes atribuídos ao país sede do emissor e sua participação na receita líquida total do emissor; (b) receita proveniente dos clientes atribuídos a cada país estrangeiro e sua participação na receita líquida total do emissor; (c) receita total proveniente de países estrangeiros e sua participação na receita líquida total do emissor.	X		Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi ampliado.
<b>7.7.</b> Em relação aos países estrangeiros divulgados no item			

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
7.6. informar em que medida o emissor está sujeito à regulação desses países e de que modo tal sujeição afeta os negócios do emissor.			
7.8. Descrever relações de longo prazo relevantes do emissor que não figurem em outra parte deste formulário.			
7.9. Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.	X		
<b>8. Grupo econômico</b> 8.1. Descrever o grupo econômico em que se insere o emissor, indicando: (a) controladores diretos e indiretos; (b) controladas e coligadas; (c) participações do emissor em sociedades do grupo; (d) participações de sociedades do grupo no emissor; (e) sociedades sob controle comum.	X	X	Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.
8.2. Caso o emissor deseje, inserir organograma do grupo econômico em que se insere o emissor, desde que compatível com as informações apresentadas no item 8.1.	X		
8.3. Descrever as operações de reestruturação, tais como incorporações, fusões, cisões, incorporações de ações, alienações e aquisições de controle societário, aquisições e alienações de ativos importantes, ocorridas no grupo.	X	X	Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.
8.4. Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.	X		
<b>9. Ativos relevantes</b> 9.1. Descrever os bens do ativo não-circulante relevantes para o desenvolvimento das atividades do emissor, indicando em especial:	X	X	O Prospecto exigia a informação, sem indicar todos os detalhes contidos no Formulário de Referência.
a. ativos imobilizados, inclusive aqueles objeto de aluguel ou arrendamento, identificando a sua localização.			
b. patentes, marcas, licenças, concessões, franquias e contratos de transferência de tecnologia, informando:	X		
i. duração;			
ii. território atingido;			
iii. eventos que podem causar a perda dos direitos relativos a tais ativos; e			
iv. possíveis consequências da perda de tais direitos para o emissor.	X		
c. as sociedades em que o emissor tenha participação e a respeito delas informar:	X		
i. denominação social;	X		
ii. sede;			
iii. atividades desenvolvidas;	X		
iv. participação do emissor;	X		
v. se a sociedade é controlada ou coligada;	X		
vi. se possui registro na CVM;			
vii. valor contábil da participação;	X		
viii. valor de mercado da participação conforme a cotação das ações na data de encerramento do exercício social, quando tais ações forem negociadas em mercados organizados de valores mobiliários;			
ix. valorização ou desvalorização de tal participação, nos 3 últimos exercícios			

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
sociais, de acordo com o valor contábil;			
x. valorização ou desvalorização de tal participação, nos 3 últimos exercícios sociais, de acordo com o valor de mercado, conforme as cotações das ações na data de encerramento de cada exercício social, quando tais ações forem negociadas em mercados organizados;			
xi. montante de dividendos recebidos nos 3 últimos exercícios sociais; e			
xii. razões para aquisição e manutenção de tal participação.			
<b>9.2</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.	<b>X</b>		
<b>10. Comentários dos diretores</b> <b>10.1.</b> Os diretores devem comentar sobre: (a) condições financeiras e patrimoniais gerais; (b) estrutura de capital e possibilidade de resgate de ações ou quotas, indicando hipóteses de resgate e fórmula de cálculo do valor de resgate; (c) capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos; (d) fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes utilizadas; (e) fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes que pretende utilizar para cobertura de deficiências de liquidez; (f) níveis de endividamento e as características de tais dívidas, descrevendo ainda, contratos de empréstimo e financiamento relevantes, outras relações de longo prazo com instituições financeiras, grau de subordinação entre as dívidas e eventuais restrições impostas ao emissor, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário; (g) limites de utilização dos financiamentos já contratados; (h) alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras.		<b>X</b>	<b>O Prospecto exigia a informação, sem indicar todos os detalhes contidos no Formulário de Referência.</b>
<b>10.2.</b> Os diretores devem comentar: (a) resultados das operações do emissor, em especial a descrição de quaisquer componentes importantes da receita e os fatores que afetaram materialmente os resultados operacionais; (b) variações das receitas atribuíveis a modificações de preços, taxas de câmbio, inflação, alterações de volumes e introdução de novos produtos e serviços; e (c) impacto da inflação, da variação de preços dos principais insumos e produtos, do câmbio e da taxa de juros no resultado operacional e no resultado financeiro do emissor.			<b>Exceto com relação ao item (a) que constava do IAN.</b>
<b>10.3.</b> Os diretores devem comentar os efeitos relevantes que os eventos abaixo tenham causado ou se espera que venham a causar nas demonstrações financeiras do emissor e em seus resultados: (a) introdução ou alienação de segmento operacional; (b) constituição, aquisição ou alienação de participação societária; (c) eventos ou operações não usuais.			
<b>10.4.</b> Os diretores devem comentar: (a) mudanças significativas nas práticas contábeis; (b) efeitos significativos das alterações em práticas contábeis; (c) ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor.			
<b>10.5.</b> Os diretores devem indicar e comentar políticas contábeis críticas adotadas pelo emissor, explorando, em especial, estimativas contábeis feitas pela administração sobre questões incertas e relevantes para a descrição da situação financeira e dos resultados, que exijam julgamentos subjetivos ou			

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
complexos, tais como: provisões, contingências, reconhecimento da receita, créditos fiscais, ativos de longa duração, vida útil de ativos não-circulantes, planos de pensão, ajustes de conversão em moeda estrangeira, custos de recuperação ambiental, critérios para teste de recuperação de ativos e instrumentos financeiros.			
<b>10.6.</b> Com relação aos controles internos adotados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, os diretores devem comentar: (a) grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las; e (b) deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório do auditor independente.			
<b>10.7.</b> Caso o emissor tenha feito oferta pública de distribuição de valores mobiliários, os diretores devem comentar: (a) como os recursos resultantes da oferta foram utilizados; (b) se houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos da respectiva distribuição; e (c) caso tenha havido desvios, as razões para tais desvios.			
<b>10.8.</b> Os diretores devem descrever os itens relevantes não evidenciados nas demonstrações financeiras do emissor, indicando: (a) os ativos e passivos detidos pelo emissor, direta ou indiretamente, que não aparecem no seu balanço patrimonial ( <b>off-balance sheet items</b> ), tais como, arrendamentos mercantis operacionais, ativos e passivos, carteiras de recebíveis baixadas sobre as quais a entidade mantenha riscos e responsabilidades, indicando respectivos passivos, contratos de futura compra e venda de produtos ou serviços, contratos de construção não terminada, contratos de recebimentos futuros de financiamentos; e (b) outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.			
<b>10.9.</b> Em relação a cada um dos itens não evidenciados nas demonstrações financeiras indicados no item 10.8, os diretores devem comentar: (a) como tais itens alteram ou poderão vir a alterar as receitas, as despesas, o resultado operacional, as despesas financeiras ou outros itens das demonstrações financeiras do emissor; (b) natureza e o propósito da operação; e (c) natureza e montante das obrigações assumidas e dos direitos gerados em favor do emissor em decorrência da operação.			
<b>10.10.</b> Os diretores devem indicar e comentar os principais elementos do plano de negócios do emissor, explorando especificamente os seguintes tópicos: (a) investimentos, incluindo a descrição quantitativa e qualitativa dos investimentos em andamento e dos investimentos previstos, fontes de financiamento dos investimentos e desinvestimentos relevantes em andamento e desinvestimentos previstos; (b) desde que já divulgada, indicar a aquisição de plantas, equipamentos, patentes ou outros ativos que devam influenciar materialmente a capacidade produtiva do emissor; (c) novos produtos e serviços, indicando a descrição das pesquisas em andamento já divulgadas, montantes totais gastos pelo emissor em pesquisas para desenvolvimento de novos produtos ou serviços, projetos em desenvolvimento já divulgados e montantes totais gastos pelo emissor no desenvolvimento de novos produtos ou serviços.	X		<b>Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.</b>
<b>10.11.</b> Comentar sobre outros fatores que influenciaram de maneira relevante o desempenho operacional e que não tenham			

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
<p>sidio identificados ou comentados nos demais itens desta seção.</p> <p><b>11. Projeções</b>  <b>11.1.</b> As projeções devem identificar: (a) objeto da projeção, (b) período projetado e o prazo de validade da projeção, (c) premissas da projeção, com a indicação de quais podem ser influenciadas pela administração do emissor e quais escapam ao seu controle, (d) valores dos indicadores que são objeto da previsão.</p> <p><b>11.2.</b> Na hipótese de o emissor ter divulgado, durante os 3 últimos exercícios sociais, projeções sobre a evolução de seus indicadores: (a) informar quais estão sendo substituídas por novas projeções incluídas no formulário e quais delas estão sendo repetidas no formulário; (b) quanto às projeções relativas a períodos já transcorridos, comparar os dados projetados com o efetivo desempenho dos indicadores, indicando com clareza as razões que levaram a desvios nas projeções; e (c) quanto às projeções relativas a períodos ainda em curso, informar se as projeções permanecem válidas na data de entrega do formulário e, quando for o caso, explicar por que elas foram abandonadas ou substituídas.</p> <p><b>12. Assembleia geral e administração</b>  <b>12.1.</b> Descrever a estrutura administrativa do emissor, conforme estabelecido no seu estatuto social e regimento interno, identificando: (a) atribuições de cada órgão e comitê; (b) data de instalação do conselho fiscal, se este não for permanente, e de criação dos comitês; (c) mecanismos de avaliação de desempenho de cada órgão ou comitê; (d) em relação aos membros da diretoria, suas atribuições e poderes individuais; e (e) mecanismos de avaliação de desempenho dos membros do conselho de administração, dos comitês e da diretoria.</p> <p><b>12.2.</b> Descrever as regras, políticas e práticas relativas às assembleias gerais, indicando: (a) prazos de convocação; (b) competências; (c) endereços (físico ou eletrônico) nos quais os documentos relativos à assembleia geral estarão à disposição dos acionistas para análise; (d) identificação e administração de conflitos de interesses; (e) solicitação de procurações pela administração para o exercício do direito de voto; (f) formalidades necessárias para aceitação de instrumentos de procuração outorgados por acionistas, indicando se o emissor admite procurações outorgadas por acionistas por meio eletrônico; (g) manutenção de fóruns e páginas na rede mundial de computadores destinados a receber e compartilhar comentários dos acionistas sobre as pautas das assembleias; (h) transmissão ao vivo do vídeo e/ou do áudio das assembleias; (i) mecanismos destinados a permitir a inclusão, na ordem do dia, de propostas formuladas por acionistas.</p> <p><b>12.3.</b> Em forma de tabela, informar as datas e jornais de publicação: (a) do aviso aos acionistas comunicando a disponibilização das demonstrações financeiras; (b) da convocação da assembleia geral ordinária que apreciou as demonstrações financeiras; e (c) da ata da assembleia geral ordinária que apreciou as demonstrações financeiras; e (d) das demonstrações financeiras.</p> <p><b>12.4.</b> Descrever as regras, políticas e práticas relativas ao conselho de administração, indicando: (a) frequência das reuniões; (b) se existirem, as disposições do acordo de acionistas que estabeleçam restrição ou vinculação ao exercício do direito de voto de membros do conselho; e (c) regras de</p>			
	X	X	As projeções feitas no Prospecto deveriam fundar-se na opinião do auditor independente.
	X		Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.
	X		Exceto com relação aos itens (c) e (e) que não constavam do IAN.
			As informações não eram exigida no IAN, mas parte delas consta dos estatutos sociais.
	X		

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
identificação e administração de conflitos de interesses.			
<b>12.5.</b> Se existir, descrever a cláusula compromissória inserida no estatuto para a resolução dos conflitos entre acionistas e entre estes e o emissor por meio de arbitragem.	X		
<b>12.6.</b> Em relação a cada um dos administradores e membros do conselho fiscal do emissor, indicar, em forma de tabela: (a) nome; (b) idade; (c) profissão; (d) CPF ou número do passaporte; (e) cargo eletivo ocupado; (f) data de eleição; (g) data da posse; (h) prazo do mandato; (i) outros cargos ou funções exercidos no emissor; e (j) indicação se foi eleito pelo controlador ou não.	X	X	<b>Apesar de divulgada no IAN e no Prospecto, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.</b>
<b>12.7.</b> Fornecer as informações mencionadas no item 12.6 em relação aos membros dos comitês estatutários, bem como dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, ainda que tais comitês ou estruturas não sejam estatutários.			
<b>12.8.</b> Em relação a cada um dos administradores, membros do conselho fiscal e membros do comitê de auditoria estatutário, fornecer: (a) currículo, contendo as seguintes informações: (i) principais experiências profissionais durante os últimos 5 anos, indicando, nome da empresa, cargo e funções inerentes ao cargo, e atividade principal da empresa na qual tais experiências ocorreram, destacando as sociedades ou organizações que integram o grupo econômico do emissor, ou de sócios com participação, direta ou indireta, igual ou superior a 5% de uma mesma classe ou espécie de valores mobiliários do emissor; e (ii) indicação de todos os cargos de administração que ocupe ou tenha ocupado em companhias abertas; e (b) descrição de qualquer dos seguintes eventos que tenham ocorrido durante os últimos 5 anos: (i) qualquer condenação criminal; (ii) qualquer condenação em processo administrativo da CVM e as penas aplicadas; e (iii) qualquer condenação transitada em julgado, na esfera judicial ou administrativa, que o tenha suspenso ou inabilitado para a prática de uma atividade profissional ou comercial qualquer.	X		<b>Apesar de divulgada no IAN, as informações sobre o currículo dos administradores eram menos abrangentes e não continham informações previstas no item “b”.</b>
<b>12.9.</b> Informar a existência de relação conjugal, união estável ou parentesco até o segundo grau entre (a) administradores do emissor; (b) administradores do emissor e administradores de controladas, diretas ou indiretas, do emissor; (b) administradores do emissor ou de suas controladas, diretas ou indiretas e controladores diretos ou indiretos do emissor; e (c) administradores do emissor e administradores das sociedades controladoras diretas e indiretas do emissor.		X	<b>Apesar de divulgada no Prospecto, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.</b>
<b>12.10.</b> Informar sobre relações de subordinação, prestação de serviço ou controle mantidas, nos 3 últimos exercícios sociais, entre administradores do emissor e: (a) sociedade controlada, direta ou indiretamente, pelo emissor; (b) controlador direto ou indireto do emissor; e (c) caso seja relevante, fornecedor, cliente, devedor ou credor do emissor, de sua controlada ou controladoras ou controladas de alguma dessas pessoas.			
<b>12.11.</b> Descrever as disposições de quaisquer acordos, inclusive apólices de seguro, que prevejam o pagamento ou o reembolso de despesas suportadas pelos administradores, decorrentes da reparação de danos causados a terceiros ou ao emissor, de penalidades impostas por agentes estatais, ou de acordos com o objetivo de encerrar processos administrativos			

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
ou judiciais, em virtude do exercício de suas funções.			
<b>12.12.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.			
<p><b>13. Remuneração dos administradores</b></p> <p><b>13.1.</b> Descrever a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, abordando os seguintes aspectos: (a) objetivos da política ou prática de remuneração; (b) composição da remuneração, indicando, descrição dos elementos da remuneração e os objetivos de cada um deles, qual a proporção de cada elemento na remuneração total, metodologia de cálculo e de reajuste de cada um dos elementos da remuneração e razões que justificam a composição da remuneração; (c) principais indicadores de desempenho que são levados em consideração na determinação de cada elemento da remuneração; (d) como a remuneração é estruturada para refletir a evolução dos indicadores de desempenho; (e) como a política ou prática de remuneração se alinha aos interesses do emissor de curto, médio e longo prazo; (f) existência de remuneração suportada por subsidiárias, controladas ou controladores diretos ou indiretos; (g) existência de qualquer remuneração ou benefício vinculado à ocorrência de determinado evento societário, tal como a alienação do controle societário do emissor.</p>			<p><b>O IAN exigia apenas a divulgação da remuneração global dos administradores e sua participação nos lucros.</b></p> <p><b>O Prospecto exigia apenas a divulgação da remuneração global dos administradores no último exercício social, inclusive decorrente de planos de opção de compra de ações.</b></p>
<p><b>13.2.</b> Em relação à remuneração reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal, elaborar tabela com o seguinte conteúdo: (a) órgão; (b) número de membros; (c) remuneração segregada em remuneração fixa anual (segregada em salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e outros,) remuneração variável (segregada em bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e outros), benefícios pós-emprego, benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo e remuneração baseada em ações; (d) valor, por órgão, da remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal; (e) total da remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal.</p>			
<p><b>13.3.</b> Em relação à remuneração variável dos 3 últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal, elaborar tabela com o seguinte conteúdo: (a) órgão; (b) número de membros; (c) em relação ao bônus, valor mínimo previsto no plano de remuneração, valor máximo previsto no plano de remuneração, caso as metas estabelecidas fossem atingidas, valor efetivamente reconhecido no resultado dos 3 últimos exercícios sociais; (d) em relação à participação no resultado, valor mínimo previsto no plano de remuneração; (ii) valor máximo previsto no plano de remuneração, valor previsto no plano de remuneração, caso as metas estabelecidas fossem atingidas e valor efetivamente reconhecido no resultado dos 3 últimos exercícios sociais.</p>			

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
<p><b>13.4.</b> Em relação ao plano de remuneração baseado em ações do conselho de administração e da diretoria estatutária, em vigor no último exercício social e previsto para o exercício social corrente, descrever: (a) termos e condições gerais; (b) principais objetivos do plano; (c) forma como o plano contribui para esses objetivos; (d) como o plano se insere na política de remuneração do emissor; (e) como o plano alinha os interesses dos administradores e do emissor a curto, médio e longo prazo; (f) número máximo de ações abrangidas; (g) número máximo de opções a serem outorgadas; (h) condições de aquisição de ações; (i) critérios para fixação do preço de aquisição ou exercício; (j) critérios para fixação do prazo de exercício; (k) forma de liquidação; (l) restrições à transferência das ações; (m) critérios e eventos que, quando verificados, ocasionarão a suspensão, alteração ou extinção do plano; e (n) efeitos da saída do administrador dos órgãos do emissor sobre seus direitos previstos no plano de remuneração baseado em ações.</p>			
<p><b>13.5.</b> Informar a quantidade de ações ou cotas direta ou indiretamente detidas, no Brasil ou no exterior, e outros valores mobiliários conversíveis em ações ou cotas, emitidos pelo emissor, seus controladores diretos ou indiretos, sociedades controladas ou sob controle comum, por membros do conselho de administração, da diretoria estatutária ou do conselho fiscal, agrupados por órgão, na data de encerramento do último exercício social.</p>			<p><b>O Prospecto exigia a divulgação da quantidade de ações direta ou indiretamente detidas pelos administradores, incluindo as decorrentes de planos de opção de compra de ações, exercidas ou não, e outros valores mobiliários conversíveis em ações da emissora.</b></p>
<p><b>13.6.</b> Em relação à remuneração baseada em ações reconhecida no resultado dos 3 últimos exercícios sociais e à prevista para o exercício social corrente, do conselho de administração e da diretoria estatutária, elaborar tabela com o seguinte conteúdo: (a) órgão; (b) número de membros; (c) em relação a cada outorga de opções de compra de ações, data de outorga, quantidade de opções outorgadas, prazo para que as opções se tornem exercíveis, prazo máximo para exercício das opções, prazo de restrição à transferência das ações, preço médio ponderado de exercício de cada um dos seguintes grupos de opções: em aberto no início do exercício social, perdas durante o exercício social, exercidas durante o exercício social expiradas durante o exercício social; (d) valor justo das opções na data de outorga; (e) diluição potencial em caso de exercício de todas as opções outorgadas.</p>			
<p><b>13.7.</b> Em relação às opções em aberto do conselho de administração e da diretoria estatutária ao final do último exercício social, elaborar tabela com o seguinte conteúdo: (a) órgão. (b) número de membros, (c) em relação às opções ainda não exercíveis, quantidade, data em que se tornarão exercíveis, prazo máximo para exercício das opções, prazo de restrição à transferência das ações, preço médio ponderado de exercício, valor justo das opções no último dia do exercício social; (d) em relação às opções exercíveis, quantidade, prazo máximo para exercício das opções, prazo de restrição à transferência das ações, preço médio ponderado de exercício, valor justo das</p>			

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
opções no último dia do exercício social, valor justo do total das opções no último dia do exercício social.			
<b>13.8.</b> Em relação às opções exercidas e ações entregues relativas à remuneração baseada em ações do conselho de administração e da diretoria estatutária, nos 3 últimos exercícios sociais, elaborar tabela com o seguinte conteúdo: (a) órgão; (b) número de membros; (c) em relação às opções exercidas informar, número de ações, preço médio ponderado de exercício, valor total da diferença entre o valor de exercício e o valor de mercado das ações relativas às opções exercidas; e (d) em relação às ações entregues informar, número de ações, preço médio ponderado de aquisição, valor total da diferença entre o valor de aquisição e o valor de mercado das ações adquiridas.			
<b>13.9.</b> Descrição sumária das informações necessárias para a compreensão dos dados divulgados nos itens 13.6 a 13.8, tal como a explicação do método de precificação do valor das ações e das opções, indicando, no mínimo: (a) modelo de precificação; (b) dados e premissas utilizadas no modelo de precificação, incluindo o preço médio ponderado das ações, preço de exercício, volatilidade esperada, prazo de vida da opção, dividendos esperados e a taxa de juros livre de risco ; (c) método utilizado e as premissas assumidas para incorporar os efeitos esperados de exercício antecipado; (d) forma de determinação da volatilidade esperada; e (e) se alguma outra característica da opção foi incorporada na mensuração de seu valor justo.			
<b>13.10.</b> Em relação aos planos de previdência em vigor conferidos aos membros do conselho de administração e aos diretores estatutários, fornecer as seguintes informações em forma de tabela: (a) órgão; (b) número de membros; (c) nome do plano; (d) quantidade de administradores que reúnem as condições para se aposentar ; (e) condições para se aposentar antecipadamente; (f) valor atualizado das contribuições acumuladas no plano de previdência até o encerramento do último exercício social, descontada a parcela relativa a contribuições feitas diretamente pelos administradores; (g) valor total acumulado das contribuições realizadas durante o último exercício social, descontada a parcela relativa a contribuições feitas diretamente pelos administradores; e (h) se há a possibilidade de resgate antecipado e quais as condições.			
<b>13.11.</b> Em forma de tabela, indicar, para os 3 últimos exercícios sociais, em relação ao conselho de administração, à diretoria estatutária e ao conselho fiscal: (a) órgão; (b) número de membros; (c) valor da maior remuneração individual; (d) valor da menor remuneração individual; e (e) valor médio de remuneração individual.			
<b>13.12.</b> Descrever arranjos contratuais, apólices de seguros ou outros instrumentos que estruturam mecanismos de remuneração ou indenização para os administradores em caso de destituição do cargo ou de aposentadoria, indicando quais as consequências financeiras para o emissor.			
<b>13.13.</b> Em relação aos 3 últimos exercícios sociais, indicar o percentual da remuneração total de cada órgão reconhecida no			

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
resultado do emissor referente a membros do conselho de administração, da diretoria estatutária ou do conselho fiscal que sejam partes relacionadas aos controladores, diretos ou indiretos, conforme definido pelas regras contábeis que tratam desse assunto.			
<b>13.14.</b> Em relação aos 3 últimos exercícios sociais, indicar os valores reconhecidos no resultado do emissor como remuneração de membros do conselho de administração, da diretoria estatutária ou do conselho fiscal, agrupados por órgão, por qualquer razão que não a função que ocupam, como por exemplo, comissões e serviços de consultoria ou assessoria prestados.			
<b>13.15.</b> Em relação aos 3 últimos exercícios sociais, indicar os valores reconhecidos no resultado de controladores, diretos ou indiretos, de sociedades sob controle comum e de controladas do emissor, como remuneração de membros do conselho de administração, da diretoria estatutária ou do conselho fiscal do emissor, agrupados por órgão, especificando a que título tais valores foram atribuídos a tais indivíduos.			
<b>13.16.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.			
<b>14. Recursos humanos</b>			
<b>14.1.</b> Descrever os recursos humanos do emissor, fornecendo as seguintes informações: (a) número de empregados (total, por grupos com base na atividade desempenhada e por localização geográfica); (b) número de terceirizados (total, por grupos com base na atividade desempenhada e por localização geográfica); (c) índice de rotatividade; (d) exposição do emissor a passivos e contingências trabalhistas.		X	
<b>14.2.</b> Comentar qualquer alteração relevante ocorrida com relação aos números divulgados no item 14.1 acima.			
<b>14.3.</b> Descrever as políticas de remuneração dos empregados do emissor, informando: (a) política de salários e remuneração variável; (b) política de benefícios; (c) características dos planos de remuneração baseados em ações dos empregados não-administradores, identificando, grupos de beneficiários, condições para exercício, preços de exercício, prazos de exercício, quantidade de ações comprometidas pelo plano.		X	
<b>14.4.</b> Descrever as relações entre o emissor e sindicatos		X	
<b>15. Controle</b>			
<b>15.1.</b> Identificar o acionista ou grupo de acionistas controladores, indicando em relação a cada um deles: (a) nome; (b) nacionalidade; (c) CPF/CNPJ; (d) quantidade de ações detidas, por classe e espécie; (e) percentual detido em relação à respectiva classe ou espécie; (f) percentual detido em relação ao total do capital social; (g) se participa de acordo de acionistas; (h) se o acionista for pessoa jurídica, lista contendo as informações referidas nos subitens “a” a “d” acerca de seus controladores diretos e indiretos, até os controladores que sejam pessoas naturais, ainda que tais informações sejam tratadas como sigilosas por força de negócio jurídico ou pela legislação do país em que forem constituídos ou domiciliados o sócio ou controlador; e (i) data da última alteração.	X	X	

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
<b>15.2.</b> Em forma de tabela, lista contendo as informações abaixo sobre os acionistas, ou grupos de acionistas que agem em conjunto ou que representam o mesmo interesse, com participação igual ou superior a 5% de uma mesma classe ou espécie de ações e que não estejam listados no item 15.1: (a) nome; (b) nacionalidade; (c) CPF/CNPJ; (d) quantidade de ações detidas, por classe e espécie ; (e) percentual detido em relação à respectiva classe ou espécie e em relação ao total do capital social; (f) se participa de acordo de acionistas; e (g) data da última alteração.	X	X	
<b>15.3.</b> Em forma de tabela, descrever a distribuição do capital, conforme apurado na última assembleia geral de acionistas: (a) número de acionistas pessoas físicas; (b) número de acionistas pessoas jurídicas; (c) número de investidores institucionais; e (d) número de ações em circulação, por classe e espécie.	X		
<b>15.4.</b> Caso o emissor deseje, inserir organograma dos acionistas do emissor, identificando todos os controladores diretos e indiretos bem como os acionistas com participação igual ou superior a 5% de uma classe ou espécie de ações, desde que compatível com as informações apresentadas nos itens 15.1 e 15.2.	X	X	
<b>15.5.</b> Com relação a qualquer acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte, regulando o exercício do direito de voto ou a transferência de ações de emissão do emissor, indicar: (a) partes; (b) data de celebração; (c) prazo de vigência; (d) descrição das cláusulas relativas ao exercício do direito de voto e do poder de controle; (e) descrição das cláusulas relativas à indicação de administradores; (f) descrição das cláusulas relativas à transferência de ações e à preferência para adquiri-las; (g) descrição das cláusulas que restrinjam ou vinculem o direito de voto de membros do conselho de administração.			<b>Entretanto, o envio do Acordo de Acionista já era exigido pela Instrução CVM nº 202/93.</b>
<b>15.6.</b> Indicar alterações relevantes nas participações dos membros do grupo de controle e administradores do emissor.		X	
<b>15.7.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.			
<b>16. Transações com partes relacionadas</b>			
<b>16.1.</b> Descrever as regras, políticas e práticas do emissor quanto à realização de transações com partes relacionadas, conforme definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto.			
<b>16.2.</b> Informar, em relação às transações com partes relacionadas que, segundo as normas contábeis, devam ser divulgadas nas demonstrações financeiras individuais ou consolidadas do emissor e que tenham sido celebradas nos 3 últimos exercícios sociais ou estejam em vigor no exercício social corrente: (a) nome das partes relacionadas; (b) relação das partes com o emissor; (c) data da transação; (d) objeto do contrato; (e) montante envolvido no negócio; (f) saldo existente; (g) montante correspondente ao interesse de tal parte relacionada no negócio, se for possível aferir; (g) garantias e seguros relacionados; (h) duração; (i) condições de rescisão ou extinção; e (j) quando tal relação for um empréstimo ou outro tipo de dívida, informar ainda, a natureza e razões para a operação e taxa de juros cobrada.	X	X	<b>Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.</b>
<b>16.3.</b> Em relação a cada uma das transações ou conjunto de transações mencionados no item 16.2 acima ocorridas no último exercício social: (a) identificar as medidas tomadas para			

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
tratar de conflitos de interesses; e (b) demonstrar o caráter estritamente comutativo das condições pactuadas ou o pagamento compensatório adequado.			
<b>17. Capital social</b> <b>17.1.</b> Elaborar tabela contendo as seguintes informações sobre o capital social: (a) capital emitido, separado por classe e espécie; (b) capital subscrito, separado por classe e espécie; (c) capital integralizado, separado por classe e espécie; (d) prazo para integralização do capital ainda não integralizado, separado por classe e espécie; (e) capital autorizado, informando quantidade de ações, valor e data da autorização; (f) títulos conversíveis em ações; (g) condições para conversão.	X	X	
<b>17.2.</b> Em relação aos aumentos de capital do emissor, indicar: (a) data da deliberação; (b) órgão que deliberou o aumento; (c) data da emissão; (d) valor total do aumento; (e) quantidade de valores mobiliários emitidos, separados por classe e espécie; (f) preço de emissão; (g) forma de integralização (dinheiro, se bens, descrição dos bens, se direitos, descrição dos direitos); (h) critério utilizado para determinação do valor de emissão (art. 170, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976); (i) indicação se a subscrição foi particular ou pública; e (j) percentual que o aumento representa em relação ao capital social imediatamente anterior ao aumento de capital.	X		
<b>17.3.</b> Em relação aos desdobramentos, grupamentos e bonificações, informar em forma de tabela: (a) data da deliberação; (b) quantidade de ações antes da aprovação, separadas por classe e espécie; e (c) quantidade de ações depois da aprovação, separadas por classe e espécie.	X		
<b>17.4.</b> Em relação às reduções de capital do emissor, indicar: (a) data da deliberação; (b) data da redução; (c) valor total da redução; (d) quantidade de ações canceladas pela redução, separadas por classe e espécie; (e) valor restituído por ação; (f) forma de restituição (dinheiro, se em bens, descrição dos bens, se em direitos, descrição dos direitos); (g) percentual que a redução representa em relação ao capital social imediatamente anterior à redução de capital; e (h) razão para a redução.	X		
<b>17.5.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.	X		
<b>18. Valores mobiliários</b> <b>18.1.</b> Descrever os direitos de cada classe e espécie de ação emitida: (a) direito a dividendos; (b) direito de voto; (c) conversibilidade em outra classe ou espécie de ação, indicando, condições e efeitos sobre o capital social; (d) direitos no reembolso de capital; (e) direito a participação em oferta pública por alienação de controle; (f) restrições à circulação; (g) condições para alteração dos direitos assegurados por tais valores mobiliários; (h) outras características relevantes; e (i) emissores estrangeiros devem identificar as diferenças entre as características descritas nos itens “a” a “i” e aquelas normalmente atribuídas a valores mobiliários semelhantes emitidos por emissores nacionais, diferenciando quais são próprias do valor mobiliário descrito e quais são impostas por regras do país de origem do emissor ou do país em que seus valores mobiliários estão custodiados.		X	<b>A informação não era exigida no IAN, mas consta dos estatutos sociais.</b>  <b>A informação prevista no item “i” constava do Prospecto, quando aplicável.</b>  <b>No Prospecto, as informações se limitavam aos valores mobiliários objeto da oferta.</b>
<b>18.2.</b> Descrever, se existirem, as regras estatutárias que limitem o direito de voto de acionistas significativos ou que os obriguem a realizar oferta pública.		X	<b>A informação não era exigida no IAN, mas consta dos estatutos sociais.</b>

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
			<b>No Prospecto, as informações se limitavam aos valores mobiliários objeto da oferta.</b>
<b>18.3.</b> Descrever exceções e cláusulas suspensivas relativas a direitos patrimoniais ou políticos previstos no estatuto.		X	<b>A informação não era exigida no IAN, mas consta dos estatutos sociais</b>  <b>No Prospecto, as informações se limitavam aos valores mobiliários objeto da oferta.</b>
<b>18.4.</b> Em forma de tabela, informar volume de negociações bem como maiores e menores cotações dos valores mobiliários negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, em cada um dos trimestres dos 3 últimos exercícios sociais.			
<b>18.5.</b> Descrever outros valores mobiliários emitidos que não sejam ações, indicando: (a) identificação do valor mobiliário; (b) quantidade; (c) valor; (d) data de emissão; (e) restrições à circulação; (f) conversibilidade em ações ou conferência de direito de subscrever ou comprar ações do emissor, informando, condições e efeitos sobre o capital social; (g) possibilidade de resgate, indicando, hipóteses de resgate e fórmula de cálculo do valor de resgate; (i) quando os valores mobiliários forem de dívida, indicar, quando aplicável, vencimento, inclusive as condições de vencimento antecipado; juros; garantia e, se real, descrição do bem objeto, na ausência de garantia, se o crédito é quirografário ou subordinado; eventuais restrições impostas ao emissor em relação à distribuição de dividendos, à alienação de determinados ativos, à contratação de novas dívidas, à emissão de novos valores mobiliários; e o agente fiduciário, indicando os principais termos do contrato; (j) condições para alteração dos direitos assegurados por tais valores mobiliários; e (k) outras características relevantes.			
<b>18.6.</b> Indicar os mercados brasileiros nos quais valores mobiliários do emissor são admitidos à negociação.		X	<b>No Prospecto, as informações se limitavam aos valores mobiliários objeto da oferta.</b>
<b>18.7.</b> Em relação a cada classe e espécie de valor mobiliário admitida à negociação em mercados estrangeiros, indicar: (a) país; (b) mercado; (c) entidade administradora do mercado no qual os valores mobiliários são admitidos à negociação; (d) data de admissão à negociação; (e) se houver, indicar o segmento de negociação; (f) data de início de listagem no segmento de negociação; (g) percentual do volume de negociações no exterior em relação ao volume total de negociações de cada classe e espécie no último exercício; (h) se houver, proporção de certificados de depósito no exterior em relação a cada classe e espécie de ações; (i) se houver, banco depositário; e (j) se houver, instituição custodiante.		X	<b>No Prospecto, as informações se limitavam aos valores mobiliários objeto da oferta.</b>
<b>18.8.</b> Descrever as ofertas públicas de distribuição efetuadas pelo emissor ou por terceiros, incluindo controladores e sociedades coligadas e controladas, relativas a valores		X	

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
mobiliários do emissor.			
<b>18.9.</b> Descrever as ofertas públicas de aquisição feitas pelo emissor relativas a ações de emissão de terceiro.		X	
<b>18.10.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.			
<b>19. Planos de recompra e valores mobiliários em tesouraria</b>			
<b>19.1.</b> Em relação aos planos de recompra de ações do emissor, fornecer as seguintes informações: (a) datas das deliberações que aprovaram os planos de recompra; (b) em relação a cada plano, indicar, quantidade de ações previstas, separadas por classe e espécie, percentual em relação ao total de ações em circulação, separadas por classe e espécie, período de recompra, reservas e lucros disponíveis para a recompra, outras características importantes, quantidade de ações adquiridas, separadas por classe e espécie, preço médio ponderado de aquisição, separadas por classe e espécie, percentual de ações adquiridas em relação ao total aprovado	X		Apesar de divulgada no IAN, o escopo da informação foi melhor definido e ampliado.
<b>19.2.</b> Em relação à movimentação dos valores mobiliários mantidos em tesouraria, em forma de tabela, segregando por tipo, classe e espécie, indicar a quantidade, valor total e preço médio ponderado de aquisição do que segue: (a) saldo inicial, (b) aquisições, (c) alienações, (d) cancelamentos, e (e) saldo final.	X	X	
<b>19.3.</b> Em relação aos valores mobiliários mantidos em tesouraria na data de encerramento do último exercício social, indicar, em forma de tabela, segregando por tipo, classe e espécie: (a) quantidade, (b) preço médio ponderado de aquisição, (c) data de aquisição, (d) percentual em relação aos valores mobiliários em circulação da mesma classe e espécie	X		
<b>19.4.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.			
<b>20. Política de negociação de valores mobiliários</b>			
<b>20.1.</b> Indicar se o emissor adotou política de negociação de valores mobiliários de sua emissão pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de qualquer órgão com funções técnicas ou consultivas, criado por disposição estatutária, informando: (a) data de aprovação; (b) pessoas vinculadas; (c) principais características; (d) previsão de períodos de vedação de negociações e descrição dos procedimentos adotados para fiscalizar a negociação em tais períodos.		X	Informação divulgada nos termos da Instrução CVM nº 358/02.
<b>20.2.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes			
<b>21. Política de divulgação de informações</b>			
<b>21.1.</b> Descrever normas, regimentos ou procedimentos internos adotados pelo emissor para assegurar que as informações a serem divulgadas publicamente sejam recolhidas, processadas e relatadas de maneira precisa e tempestiva.			Informação divulgada nos termos da Instrução CVM nº 358/02.
<b>21.2.</b> Descrever a política de divulgação de ato ou fato relevante adotada pelo emissor, indicando os procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações relevantes não divulgadas.			
<b>21.3.</b> Informar os administradores responsáveis pela implementação, manutenção, avaliação e fiscalização da política de divulgação de informações.			
<b>21.4.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.			

<i>Conteúdo do Formulário de Referência</i>	<i>IAN</i>	<i>Prospecto</i>	<i>Observações</i>
<b>22. Negócios extraordinários</b>			
<b>22.1.</b> Indicar a aquisição ou alienação de qualquer ativo relevante que não se enquadre como operação normal nos negócios do emissor.			
<b>22.2.</b> Indicar alterações significativas na forma de condução dos negócios do emissor.			
<b>22.3.</b> Identificar os contratos relevantes celebrados pelo emissor e suas controladas não diretamente relacionados com suas atividades operacionais.			
<b>22.4.</b> Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.			