

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

| | |
|--|-----------|
| LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES | 11 |
| INTRODUÇÃO | 13 |
| CAPÍTULO 1 – A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS | 20 |
| 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 |
| CAPÍTULO 2 – INFORMAÇÃO E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS | 44 |
| 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> | <i>46</i> |
| 2.2.2 <i>Assimetria informacional e o custo da procura por informação: a contribuição de G. Akerlof e G. Stigler.....</i> | <i>48</i> |
| 2.2.3 <i>A informação enquanto bem público.....</i> | <i>51</i> |
| 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> | <i>55</i> |
| 2.3.2 <i>As premissas do regime de divulgação obrigatória de informações.....</i> | <i>60</i> |
| 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> | <i>63</i> |
| 2.4.2 <i>A hipótese dos mercados eficientes</i> | <i>63</i> |
| 2.4.3 <i>As justificativas da obrigatoriedade.....</i> | <i>66</i> |
| 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> | <i>72</i> |
| 2.5.2 <i>Administração de conflitos de agência: monitoramento dos acionistas controladores e administradores.....</i> | <i>73</i> |
| 2.5.3 <i>A confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários</i> | <i>77</i> |
| 2.5.4 <i>A administração da seleção adversa de emissores no mercado de valores mobiliários.....</i> | <i>81</i> |
| 2.5.5 <i>A fiscalização e orientação dos órgãos reguladores e autorreguladores... ..</i> | <i>83</i> |
| 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> | <i>84</i> |

| | |
|--|----|
| 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 | FATOS RELEVANTES: A INSTRUÇÃO CVM Nº 358/02 | 209 |
| 4.6 | OUTRAS REGRAS | 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 | INFORMAÇÕES PRESTADAS POR OUTROS PARTICIPANTES DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS | 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 | ASPECTOS INTRODUTÓRIOS..... | 233 |
| 5.2 | UNIFICAÇÃO DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS NAS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO E NO MERCADO SECUNDÁRIO | 233 |
| 5.3 | A UTILIZAÇÃO DA NOÇÃO DE RELEVÂNCIA COMO FILTRO DAS OBRIGAÇÕES INFORMACIONAIS..... | 242 |
| 5.4 | ANÁLISE FUNCIONAL DO REGIME OBRIGATÓRIO DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES IMPOSTO ÀS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS | 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 |
| | CONCLUSÃO | 340 |
| | RESUMO | 345 |
| | ABSTRACT | 347 |
| | BIBLIOGRAFIA | 349 |
| | APÊNDICE | 367 |

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 regulatório¹ 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

¹ 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,² 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;³ (ii) a promoção da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários;⁴ (iii) a administração da seleção adversa de companhias abertas;⁵ (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

² 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).

³ Ibidem.

⁴ Ibidem.

⁵ 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,⁶ 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

⁶ 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.

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>. 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>. 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, Avanidhar. 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>. 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: Pátria, 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>. 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>. 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>. 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>. 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>. 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.