

CARLOS EDUARDO VERGUEIRO

O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Associado Dr. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2018

V473p Vergueiro, Carlos Eduardo

O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas / Carlos Eduardo Vergueiro; orientador Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. – São Paulo, 2018.
252 f.

Tese (Doutorado)- Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de São Paulo. Área de concentração: Direito Comercial.

1. Direito Comercial, Mercado de Capitais. 2. Regime Informacional, Informações das Companhias Abertas, Disclosure. 3. Dano Informacional. I. Verçosa, Haroldo Malheiros Duclerc, orient. II. Título

ÍNDICE

Resumo	1
Abstract	3
Riassunto	5
Capítulo 1. Apresentação do Tema	7
Capítulo 2. Metodologia e Premissas de Trabalho	24
2.1 Considerações sobre o Recurso ao Direito Comparado	28
2.2 Delimitação do Tema: Foco na Companhia Aberta e no Desenvolvimento do Mercado de Capitais	36
Capítulo 3. Informação e Mercado	40
3.1 Nicolaus Copernicus e a Confiança em Mercado	48
Capítulo 4. Informação e Mercado de Capitais	54
4.1 <i>Disclosure</i> : Origem, Funções e Características	61
4.2 A Mão Visível do Direito e a Insuficiência da Mão Invisível do Mercado	70
4.2.1 <i>Disclosure</i> e Mercado de Capitais: o caso dos Acordos de Acionistas no Brasil	80
4.2.2 <i>Disclosure</i> e Mercado de Capitais: o tema da Divulgação de Remuneração de Administradores	86
4.3 <i>Disclosure</i> e Mercado de Capitais: a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente	92
4.4 A Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, a Economia Comportamental e a Regulação do Mercado de Capitais	98
Capítulo 5. A Informação nas Leis Cíveis e Penais Brasileiras	112
5.1 A Lei 13.506 de 13 de novembro de 2017	125
5.2 A Informação Necessária de ser Divulgada e os Exemplos do Código de Defesa do Consumidor	128
Capítulo 6. <i>Fraud on the Market</i> e <i>Disclosure</i> : o Tratamento da Divulgação de Informações e do Dano Informacional pelo Direito Americano	133
6.1 Direito Americano, Direito Comparado e Direito Brasileiro	133
6.2 A Teoria da Fraude no Mercado (<i>Fraud on the Market</i>)	137
6.3 O <i>Securities Act</i> de 1933: Regime Antecedente, Contexto e Estratégia Regulatória	138
6.4 O Regramento do <i>Securities Act</i> de 1933	146
6.5 O Regramento do <i>Securities Exchange Act</i> de 1934	160
6.6 O Regramento da <i>Rule 10b -5</i>	170
6.7 A Especificação das Regras Antifraude via Decisões Judiciais – Elementos Caracterizadores da Responsabilidade por Fraude e Dano Informacionais	175
6.8 Conclusões sobre o Direito Americano em 85 anos de História	186
Capítulo 7. O Subsídio da Regra de Abuso de Mercado do Direito Comunitário Europeu	187
7.1 As Diretivas 2003/71 e 2001/31	195
Capítulo 8. O Direito Italiano	202
Capítulo 9. O Direito Português	218
Capítulo 10. O Direito Brasileiro	224

10.1	O Regime Anterior: Lei 4.728/65 e Decreto-Lei 2.627/40. O Exemplo Negativo do Decreto 157/67	224
10.2	A <i>Ratio Legis</i> Brasileira: o tema da Informação nos Projetos das Leis 6.385 e 6.404	227
10.3	A Informação na Lei 6.385 e na Lei 6.404.....	231
10.4	O Dolo Informacional no Código Civil.....	239
Capítulo 11.	Conclusões.....	241
	Bibliografia	243

RESUMO

Carlos Eduardo Vergueiro. O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas. Janeiro de 2018. 252 folhas. Doutorado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, Janeiro de 2018.

Palavras chave: mercado de valores mobiliários, divulgação de informações (disclosure), dano informacional, fraude informacional, responsabilidade civil, poder de controle, poder da informação, hipótese do mercado de capitais eficiente.

Resumo: Esta Tese aborda os temas do poder da informação, da fraude informacional e do dano informacional dela decorrente. O estudo parte da premissa de que houve opção, no Direito Comparado, pelo regime da divulgação de informações (*disclosure*) como mecanismo principal da estratégia regulatória do mercado de valores mobiliários. Essa opção, por exemplo, substitui um juízo de mérito que poderia existir sobre viabilidade de ofertas de valores mobiliários que fosse atribuído ao órgão regulador do mercado. Pela escolha feita, o Direito obriga a divulgação de informações para permitir que investidores do mercado de valores mobiliários tenham condições de precificar os valores mobiliários em negociação. Ou que investidores que não possuem as habilidades para tanto sejam beneficiados pela precificação feita por outros mais habilitados. A partir dessa premissa, chega-se, em primeiro lugar, ao que a Tese denominou de poder da informação, para se analisar um aspecto inerente à posição de controladores, pela maioria do capital ou pelo controle gerencial, que faz com algumas pessoas que estão na posse de informações divulgadas e não divulgadas ao mercado sobre a situação da companhia sejam obrigadas a divulgá-las. A palavra poder foi escolhida porque significa tanto uma posição de prevalência sobre outros, quanto para indicar os deveres que uma posição de prevalência sobre outros traz aos detentores dessa posição. A simples obrigação de divulgar não poderia ser a única regra para permitir que a divulgação ocorra e seja baseada em caracteres verídicos. Informação omitida e informação divulgada com fraude causam danos ao detentor do valor mobiliário, que toma decisões de compra e venda com base nas informações, e ao próprio mercado de valores mobiliários, cuja integridade, como um todo, é fragilizada a partir de uma situação de dano. O dano não é, portanto, unicamente privado. Fraude informacional é uma expressão escolhida por esta Tese para se referir tanto à situação de omissão de divulgação de informação necessária de ser

divulgada, quanto à divulgação de informação errada ou incompleta, todas elas contribuindo para que o mercado esteja municiado de informações que não permitem a correta identificação da situação do emissor. A fraude informacional traz o dano informacional, outra expressão escolhida pela Tese para significar o dano que decorre da situação de fraude informacional. Ao redor do mundo, a repressão à fraude informacional foi regida por leis com sanções fortes e com aspectos de Direito Civil (a reparação civil), penal (a imposição de pena para seus praticantes) e administrativa (pelo órgão regulador do mercado de valores mobiliários). A harmonia e tratamento único do tema são medidas necessárias para o incremento das regras de combate à fraude informacional, que funcionam (ou deveriam funcionar) tanto quanto regras de responsabilização como quanto elementos de dissuasão do potencial praticante de fraude informacional. O avanço da ciência pretendido pela Tese, especialmente focado na inovação da Ciência Jurídica para os temas objeto de estudo pela Tese, está representado por sugestões de melhoria no Direito brasileiro em tema de combate à fraude e dano informacionais, especialmente se valendo de elementos exemplificativos do Direito comparado.

ABSTRACT

Carlos Eduardo Vergueiro. O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas [*The Power of Information and Informational Damages among Public Companies*]. January of 2018. 252 pages. PhD Thesis – School of Law, Universidade de São Paulo, São Paulo, January of 2018.

Key words: public companies, securities markets, disclosure, informational damages, informational fraud, civil liability, corporate control, informational power, efficient capital markets.

Abstract: This Thesis analyses the topics of the power of information, informational fraud and informational damages arising from it. The research is based on the option for having the disclosure, as made by Comparative Law, as the main regulatory scheme as applicable to securities markets. This option, for example, substitutes a merit based approach over securities public offerings that could exist as function of a securities markets regulator. Based on the choice made, Law mandates the disclosure of information so that securities markets' investors have ways to price securities and non skilled investors benefit from prices set by skilled ones. Having such ideas as start, this Thesis first analyzes what it called as information power which in turns analyzes corporate controllers' position (whether from the holding of a majority of voting stock or as a result of a managerial control) and the holding of information that they have due to their position, with the mandatory disclosure system that mandates disclosure to be made. The word "power" has been chosen to indicate both the prevailing position of corporate controllers and the duties that arise as a consequence of being in such position. The simple mandatory disclosure rule could not be the sole rule to allow that disclosure dully happens and be based on true information. Omitted information and frauded information cause damages to both securities holders, who trade based on the information, and to the market as a whole, whose integrity is affected by such frauded information. Damages are not solely private and related to the person who suffered them directly. Therefore, punitive rules shall exist. Informational fraud is another expression that has been chosen by this Thesis to refer to both the situation when information that should be disclosed is omitted and to the situation where information disclosed is partially or totally wrong, all of them making market not informed with information that could allow it to dully

price securities. Informational damages arise as a consequence of informational fraud. Around the world, informational fraud has been fought with strong sanctions and with Criminal Law, Torts (the damaged person reimbursement), and Administrative (through administrative sanctions imposed by securities regulators) rules. Harmony among all fields is required to the advancement of fight against informational fraud as it is required to have rules to promote deterrence against wrong makers in potential. The Law development that is seek as contribution for the innovation of Legal Sciences by this Thesis are the recommendations that it does for changes in the Brazilian Law based on the Comparative Law.

RIASSUNTO

Carlos Eduardo Vergueiro. O Poder da Informação e o Dano Informacional nas Companhias Abertas [*Il Potere dell' Informazione e i Danni Informativi nelle Società per Azioni Quotate*]. Gennaio, 2018. 252 pagine. Tesi di Dottorato - Facoltà di Giurisprudenza, Universidade de São Paulo, São Paulo, Gennaio, 2018.

Parole chiave: società aperta, mercati finanziari, disclosure, frode informativa, danni informativi, responsabilità civile, controllo, potere di informazione, efficienza del mercato finanziario.

Riassunto: Questa Tesi analizza i temi del potere dell'informazione, della frode informativa e dei danni informativi che ne conseguono. La ricerca si basa sull'opzione della divulgazione - così come previsto dal Diritto Comparato - del principale schema normativo che si applica ai mercati finanziari. Questa opzione, ad esempio, sostituisce l'approccio basato sul merito sulle offerte pubbliche di titoli che potrebbero esistere come funzione di un regolatore dei mercati finanziari. A seconda della scelta che viene effettuata, la legge dispone che la divulgazione delle informazioni abbia luogo di modo da consentire agli investitori dei mercati finanziari di disporre di metodi per stabilire il prezzo dei titoli, e agli investitori non esperti di poter beneficiare dei prezzi stabiliti da quelli qualificati. Partendo da questo assunto iniziale, questa Tesi una volta analizzato quello che chiama potere dell'informazione, che a sua volta ha la funzione di analizzare la posizione dei "controllori aziendali" (dalla detenzione di una maggioranza di azioni con potere di voto o come risultato di un controllo manageriale) sia dalla detenzione di informazioni di essi "dovuto alla posizione che occupano", con "il sistema di divulgazione obbligatorio che dispone che la divulgazione abbia luogo". La parola "potere" è stata scelta per definire sia la posizione prevalente dei "controllori aziendali" sia i doveri che ne conseguono come risultato di "occupare tale posizione". La semplice regola di divulgazione obbligatoria non può essere l'unico strumento per fare in modo che la divulgazione avvenga in modo corretto e che sia basata su informazioni veritiere. Le informazioni omesse e le informazioni falsate- errate sono causa di danno per entrambi i possessori di titoli, i quali agiscono in base alle informazioni e al mercato nel suo insieme, la cui integrità è condizionata da tali informazioni errate. I danni non sono esclusivamente di tipo privato o limitati alla sola persona che li subisce

direttamente. Pertanto, si rende necessaria l'applicazione di sanzioni punitive. La frode informativa è un'altra espressione presa in esame dal presente lavoro di Tesi e si riferisce sia al caso in cui le informazioni che dovrebbero essere divulgate vengano omesse, sia alla ipotesi in cui le informazioni stesse siano parzialmente o totalmente errate. In entrambi i casi il mercato rimane all'oscuro di informazioni tali che potrebbero modificare il prezzo dei titoli. I danni informativi sono le dirette conseguenze delle frodi informative. In tutto il mondo, le frodi informative sono perseguite attraverso l'applicazione di forti sanzioni e con il ricorso alle norme del Diritto Penale, le Responsabilità Civili (il rimborso delle parti lese) e Azioni Governative (attraverso l'applicazione sanzioni amministrative imposte dalle autorità preposte al controllo del mercato). La collaborazione in armonia tra tutte le aree risulta essere condizione necessaria per il progresso della lotta contro la frode informativa; è opportuno pertanto disporre di regole per sviluppare una deterrenza contro i potenziali trasgressori. Iure Condendo favorisce l'innovazione delle Scienze Giuridiche ed il presente lavoro di Tesi presenta le raccomandazioni consigli del suo contributo per propiziare le modifiche da apportare al Diritto Brasiliano sulla base Diritto Comparato.

Capítulo 1. Apresentação do Tema

"Muitas coisas sabe a raposa; mas o ouriço uma grande"

(ARQUÍLOCO)

NICOLAUS COPERNICUS não foi um homem qualquer. Mais lembrado por sua contribuição ao estudo do heliocentrismo, COPERNICUS exerceu atividades nos campos da matemática, da astronomia, física, diplomacia e governo. COPERNICUS também teve formação jurídica pois fez seu doutoramento em Direito Canônico na Universidade de Bologna no ano de 1496.

Em pleno século XVI, enquanto se dava o início da colonização do continente americano, tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos, COPERNICUS já alertava o Rei da Prússia sobre a necessidade de medidas serem tomadas pelo rei, o que equivaleria ao Direito posto da época, para evitar uma crise de confiança da população da Prússia nas moedas em circulação no reino.

Como será melhor analisado no Capítulo 3 à frente, havia crise de confiança da população da Prússia em relação às moedas em circulação no reino, sendo nenhuma delas emitida pelo Governo central, todas elas emitidas por cidades ou particulares, a maioria delas trazendo algum grau de desconfiança sobre o total de prata que afirmavam conter, com a conseqüente desconfiança sobre sua capacidade de funcionar como meio de pagamento e facilitar as trocas.

Pelos exemplos trazidos em seu estudo, e que serão melhor analisados no Capítulo 3, COPERNICUS demonstrava, já no século XVI, que a confiança deve ser um objetivo assegurado pelo Direito em relação à moeda em circulação. E que, em um cenário onde não se pode confiar nas mercadorias negociadas, ou nos meios de pagamento utilizados para circulação, participantes honestos seriam, na prática, expulsos do mercado porque, simplesmente, não conseguiriam ter suas qualidades reconhecidas comparativamente com as qualidades dos seus concorrentes. A lição de COPERNICUS guarda relação de correspondência com o sempre lembrado exemplo do mercado de carros usados de AKERLOFF, também estudo no mesmo Capítulo 3.

Certamente, a perda da confiança da população na moeda é um assunto de relevância maior do que a perda de confiança no mercado de valores mobiliários, no qual as companhias abertas são os principais atores e suas ações o principal valor mobiliário negociado. Porém, as vantagens da existência de um mercado de valores mobiliários para a economia de um país, explicadas mais à frente, fazem com que surjam para o Direito desafios focados no objetivo de se criar um alicerce legal sobre o qual o mercado poderá se desenvolver.

Criar mecanismos para proteger a confiança no mercado é um desses desafios. Permitir a confiabilidade nas informações divulgadas pelos emissores é outro mecanismo, o qual funciona tanto de forma individual, para a finalidade de permitir aos agentes do mercado precificarem os valores mobiliários, quanto como expediente geral para proteger a confiança no mercado.

Falar em preservar a confiança no mercado de valores mobiliários como um objetivo para o Direito não é falar de algo inédito. O Direito americano e o Direito italiano expressamente consignam a confiança como valor a ser protegido pelo Direito do Mercado de Capitais, como será visto em seus respectivos capítulos nesta Tese.

Positivar a proteção da confiança funciona como princípio interpretativo das demais disposições normativas e, também, como elemento impulsionador de nova legislação que seja coerente com o próprio princípio. Portanto, não soa estranho falar em confiança como valor a ser protegido pelo Direito aplicado às relações mantidas no mercado de capitais.

A história de desenvolvimento das bolsas de valores e das bolsas de futuros confirma essa opção sobre se proteger a confiança como elemento necessário dentro do mercado. Outra não é a conclusão a que se chega quando se observa que a exigência de garantias pecuniárias para cobrir eventuais inadimplementos futuros sempre existiu.¹

¹ A história da famosa “Bolsa de Chicago”, a Chicago Board of Trade, atualmente parte do CME Group, bem demonstra a importância das garantias dentro do histórico do mercado por ela administrado. A Bolsa de Chicago foi criada em 1848 para a negociação de mercadorias agrícolas. A sua primeira câmara de liquidação foi criada em 1865, que exigiu dos participantes o depósito de garantias (*margins*) para cobrir inadimplementos.

Aqueles que faziam negócios no mercado administrado pelas bolsas deveriam ter a segurança de espírito que suas ordens de venda seriam honradas financeiramente. Não se concebe, nos dias de hoje, a existência de mercados de bolsa sem a existência de câmaras de liquidação que cuidem do adimplemento via garantias depositadas pelas corretoras autorizadas a operar.

A temática da confiança está diretamente relacionada ao tema das informações das companhias abertas. Esta Tese concorda totalmente com o argumento de que a principal função do regime informacional das companhias abertas é permitir aos participantes do mercado precificarem os valores mobiliários negociados. Como será trabalhado no Capítulo 4.3, as informações das companhias abertas servem ao grande propósito de permitirem que o mercado opere de forma eficiente, sendo “eficiência” a palavra a designar a capacidade das informações disponíveis sobre o valor mobiliário ou o emissor estarem devidamente refletidas na cotação praticada em mercado.

Pelo título de Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, ou Hipótese da Eficiência do Mercado, como traduções semânticas de *Efficient Capital Market Hypothesis*, analisa-se essa relação entre informação disponível e seu reflexo rápido nas cotações praticadas.

A Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente tem sua origem na Economia. Porém, ela adquiriu importância para o Direito na exata medida em que legislações e regulamentos baixados pelos órgãos reguladores passaram a considerar os pressupostos da Hipótese nos novos textos normativos criados, os quais forçavam e aprimoravam a divulgação de informações de forma a permitir a eficiência do mercado. Outra não é a razão que levou VINCENZO CARIDI, com base na experiência italiana, a afirmar que *o critério confiança no mercado de capitais pode se constituir em um ponto de partida para a análise do tema da responsabilidade pelas informações divulgadas no mercado.*²

² Cf.: “Riflettere sulla peculiare centralità che la fiducia assume nell’ ambito del mercato dei capitali può costituire allora un proficuo punto di partenza per porre nei suoi esatti termini anche e proprio il problema della responsabilità da informazione al mercato finanziario. L’inquadramento dei rapporti tra mercato, informazione e fiducia, infatti, permetterà di chiarire gli interessi che vengono in gioco quando sia resa al mercato una informazione falsa o inesatta, ponendo le basi, da un lato, per evidenziare la specialità del danno che da una tale informazione deriva e, dall’altro, per riflettere sulla peculiarità della relativa fattispecie di responsabilità.” in V. CARIDI, *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario*, Milão, Giuffrè, 2012, pp. 4-5.

Segundo o filósofo inglês ISAIH BERLIN, a frase que dá início a este capítulo, acima transcrita, do poeta grego ARQUÍLOCO, teria a utilidade de demonstrar a diferença entre escritores e pensadores pois, para BERLIN, *a raposa, apesar de toda a sua esperteza, seria derrotada pela única defesa do ouriço*. BERLIN explica, ainda, que as diferenças entre a raposa e o ouriço auxiliam para explicar as diferenças entre *aqueles que acreditam numa visão única sobre os fatos, em um sistema único, razoavelmente articulado e oferecendo unidade de significado, e aqueles que acreditam que o conhecimento seja decorrente de visões múltiplas, quase sempre não relacionadas e até contraditórias, bastante pluralistas*. Para BERLIN, *a distinção entre a raposa e o ouriço bem explica a diferença entre escritores e pensadores*.³

CELSONO LAFER, explicando o texto de BERLIN, esclarece que os *ouriços seriam aqueles que tudo referem a uma visão unitária e coerente, a qual opera como um projeto organizador fundamental de tudo o que pensam, tendendo, portanto, a uma perspectiva centrípeta e monista da realidade. As raposas representariam aqueles que se interessam por coisas várias, perseguem múltiplos fins e objetivos, cuja interconexão não é nem óbvia nem explícita, demonstrando tendência centrífuga e pluralista*. Para o mesmo autor, *a classificação entre o ouriço/raposa apresenta, como qualquer dicotomia, o risco da simplificação, mas pode ser um ponto de partida para análises extremamente fecundas*,

³ Cf.: “There is a line among the fragments of the Greek poet Archilochus which says: “The fox knows many things, but the hedgehog knows one big thing.” Scholars have differed about the correct interpretation of these dark words, which may mean no more than that the fox, for all his cunning, is defeated by the hedgehog’s one defense. But, taken figuratively, the words can be made to yield a sense in which they mark one of the deepest differences which divide writers and thinkers, and, it may be, human beings in general. For there exists a great chasm between those, on one side, who relate everything to a single central vision, one system, less or more coherent or articulate, in terms of which they understand, think and feel – a single, universal, organizing principle in terms of which alone all that they are and say has significance – and, on the other side, those who pursue many ends, often unrelated and even contradictory, connected, if at all, only in some de facto way, for some psychological or physiological cause, related to no moral or aesthetic principle. These last lead lives, perform acts and entertain ideas that are centrifugal rather than centripetal; their thought is scattered or diffused, moving on many levels, seizing upon the essence of a vast variety of experiences and objects for what they are in themselves, without, consciously or unconsciously, seeking to fit them into, or exclude them from, any one unchanging, all embracing, sometimes self-contradictory and incomplete, at times fanatical, unitary inner vision. The first kind of intellectual and artistic personality belongs to the hedgehogs, the second to the foxes; and without insisting on a rigid classification, we may, without too much fear of contradiction, say that, in this sense, Dante belongs to the first category, Shakespeare to the second; Plato, Lucretius, Pascal, Hegel, Dostoevsky, Nietzsche, Ibsen, Proust are, in varying degrees, hedgehogs; Herodotus, Aristotle, Montaigne, Erasmus, Molière, Goethe, Pushkin, Balzac, Joyce are Foxes” in I. BERLIN, *The Hedgehog and the Fox: An Essay on Tolstoy's View of History*, 2^a ed., Princeton, Princeton University Press, 2013, pp. 1-2.

quando utilizada como um ingrediente do discernimento indispensável para um bom julgamento, especialmente quando o bom julgamento é o resultado de uma visão que não coloca dois conjuntos de informação de forma taxativamente distinta, incomunicável, mas sim os vê como polos de informações com função pluralista voltada para iluminar uma realidade ontologicamente complexa. ⁴

Essa diferença entre um conhecimento próprio do ouriço e outro próprio da raposa ou, em outras palavras, entre um conhecimento sobre uma realidade praticado com base em premissas taxativas e incomunicáveis, de um lado, e outro que procura verificar a mesma situação sob diversas óticas bem serve ao propósito desta pesquisa. É que algumas ideias são decorrentes dessa análise que considera a diferença de conhecimento, ou melhor, de informações acumuladas, entre o ouriço e a raposa.

A primeira dessas ideias diz respeito ao papel reservado ao Direito em tema de regime informacional das companhias abertas⁵, em indagação que investigue se ao Direito competiria escolher um determinado grupo específico de informações, como aquelas próprias aos negócios com partes relacionadas, em detrimento de outras, como remuneração de administradores, por exemplo, como sendo o grupo de informações que mereceria a maior atenção jurídica possível. Certamente, trata-se de decisão difícil querer privilegiar um grupo de informações relevantes em detrimento de outras informações igualmente relevantes, afinal toda informação capaz de permitir ao público investidor opiniões e estimativas sobre o valor mobiliário e seu emissor devem ser divulgadas uma vez que, ao Direito, compete impor essa divulgação. Ao Direito, como será melhor explorado ao longo do trabalho, também compete criar um conjunto normativo que não apenas obrigue a divulgação de

⁴ Cf.: “Outros, ao contrário, se interessam por várias coisas, perseguem vários fins e objetivos — por vezes não-relacionados ou até mesmo contraditórios — cuja interconexão não é nem óbvia nem explícita. São as raposas, que dessa maneira exprimem uma perspectiva centrífuga e pluralista da realidade. Dante, por exemplo, é centrípeto; Shakespeare é centrífugo. Platão, Hegel e Marx, por serem mais centrípetos, são mais ouriços do que Aristóteles, Montesquieu, Tocqueville ou Max Weber, que por força de uma visão mais centrífuga da realidade podem ser qualificados como raposas.” in C. LAFER, *A Reconstrução dos Direitos Humanos: um diálogo com o pensamento de Hannah Arendt*, São Paulo, Companhia das Letras, 1988, p. 13.

⁵ Esta Tese tem como base de estudo a divulgação de informações pelas companhias abertas o que, por óbvio, traz as ações por elas emitidas como principal valor mobiliário objeto de estudo. Porém, não se está a querer dizer, e muito menos se desconhece o fato, de que a emissão de valores mobiliários não é uma atividade exclusiva das companhias abertas. Para não ter que se referir aos facilmente lembrados fundos de investimento (e suas quotas distribuídas publicamente), válido também recordar que as cooperativas de produtores rurais podem emitir os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio, passíveis de distribuição pública e negociação em bolsa ou mercado de balcão, conforme permitido pela Lei 11.076.

informações, mas que bem sirva ao propósito de, com clareza, demonstrar a falta de correção de alguns em cumprir com o regime informacional, tal como pode ocorrer quando as informações divulgadas pela companhia em seus canais obrigatórios de divulgação conflitam com informações divulgadas fora desses canais, mas com aptidão para causarem enorme condicionamento da percepção do mercado sobre a companhia. Ao mercado interessa saber as informações capazes de permitir a valoração da companhia e dos seus valores mobiliários. Ao Direito, cuidar para que essa divulgação ocorra e seja confiável, pouco importando se o mercado utilizará as informações como uma raposa ou como um ouriço.

O realce dado à chamada Economia Comportamental trouxe questionamentos se, ao final, valeria à pena continuar dando tanta atenção ao tema da Eficiência do Mercado ou, em outras palavras, se o Direito deveria continuar a se preocupar tanto com o tema. Explicações em detalhe sobre a Economia Comportamental e sua relação com a Hipótese da Eficiência do Mercado estão apresentadas no Capítulo 4.4.

Mesmo assim, já se pode antecipar que, mesmo que verdadeiras, as conclusões da Economia Comportamental não conseguiram afastar a necessidade de que informações sejam divulgadas pelas companhias e, a partir da divulgação, utilizadas para precificação dos valores mobiliários emitidos.

Informações continuam a ser extremamente relevantes para os agentes do mercado e não foi encontrada nenhuma opção alternativa melhor para fins de funcionamento de um mercado de valores mobiliários. Ou dizendo de outro modo, não foi encontrada nenhuma opção melhor para fins de permitir o bom funcionamento do mercado que não baseado na análise de informações divulgadas a partir de um regime de divulgação obrigatória.

Em 85 anos de história, conforme toda a evolução que será mostrada desde a promulgação do *Securities Act* em 1933 e até este ano de 2018, no qual se espera a decisão do caso *Leidos, Inc., v. Indiana Public Retirement System* pela Suprema Corte americana, a opção pelo regime da *disclosure*, divulgação de informações para que os agentes tomem suas decisões de compra e venda de valores mobiliários, representa tudo o que foi feito no Direito americano sobre o tema. O Direito americano merece análise nesta Tese não apenas por se

tratar do Direito aplicável ao maior mercado de valores mobiliários do mundo, mas, no que interessa a uma Tese brasileira, ao fato de ter se valido do Direito positivo para oferecer a infraestrutura legal necessária ao desenvolvimento mercado. Ou, escrito de outra maneira, devido ao fato do maior país da *common law* ter escolhido o Direito positivo para tratar do tema. O Capítulo 6 traz a análise desses 85 anos de história do Direito americano lidando com a temática da informação e preservação das relações mantidas no âmbito do mercado de valores mobiliários.

A incidência do Direito sobre a temática das informações das companhias abertas não é um fenômeno novo. O regime de divulgação de informações é um exemplo dessa incidência. A vedação ao *insider trading* é outra. O combate ao que esta Tese chama de fraude e dano informacionais, em alguma medida, também não é algo inédito, embora possa, em muito, ser melhorado no Brasil com base na experiência estrangeira.

Em todas essas vertentes do tema (divulgação obrigatória, vedação ao *insider trading* e combate à fraude informacional), se está a lidar com o que esta Tese chama de poder da informação.

O poder da informação é a expressão escolhida para designar a situação de acúmulo de informações por parte de alguém, em regra o administrador ou o controlador, sobre a real situação presente e provável situação futura da companhia. Aliás, esse acúmulo de informações é inerente à posição dos administradores e, também de forma usual, à posição dos controladores.

A palavra “poder” foi propositalmente escolhida para designar duas características que lhe são próprias na situação estudada por esta Tese: o acúmulo inerente de informações, como mencionado, e os deveres que são decorrentes de uma situação de poder. Poder traz prerrogativas. Em ambientes democráticos, poder traz contrapesos ao próprio poder e deveres inerentes ao cargo. Em regimes autoritários, poder não traz deveres. No cenário das companhias abertas, onde o poder societário é exercido em uma sociedade na qual, necessariamente, participam outros acionistas, o tratamento dado pelo Direito ao poder deve ser carregado de deveres aos seus detentores. Não utilizar informações da companhia em benefício próprio e não fraudar a informação divulgada a terceiros são exemplos desses deveres.

Com alguma outra relevância, poder da informação não deixa de ser uma espécie da temática do poder de controle das companhias, com seus desafios trazidos para o Direito, ao menos para o Direito preocupado em criar os alicerces para o bom desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Ainda em 1932, BERLE-MEANS afirmaram que *os mercados de valores mobiliários seriam um dos enigmas econômicos da época, tendo o Direito pouco tocado o real problema*; o objetivo do estudo de BERLE-MEANS seria, nas suas palavras, *indicar certas linhas mestras de significância em relação aos problemas relacionados ao poder que administradores e controladores possuem em relação à posição econômica exercida pelo detentor do valor mobiliário. O material legal diminuto o suficiente para impedir sua citação ignora a função central do mercado, qual seja, permitir que valores mobiliários sejam convertidos em dinheiro.*⁶ E, para que a conversão em dinheiro, decorrente de uma compra ou venda do valor mobiliário possa ocorrer como ato seguinte à decisão negocial, informações devem estar disponíveis para que a decisão de compra ou venda seja uma decisão informada.

Aproximando a ideia de poder da informação do conceito de deveres que a ele devem estar inerentes, começa-se a delinear a relação que o Direito deve dar ao tema, sendo a primeira, por óbvio, a necessidade de um regime de divulgação obrigatória de informações necessárias de serem levadas ao conhecimento do mercado para fins de precificação dos valores mobiliários (ou possibilidade de precificação por todos e não apenas pelos detentores do poder da informação), além da possibilidade de monitoramento dos controladores.

A vedação ao *insider trading* é outra relação e, igualmente com o tema objeto de estudo por esta Tese, leva a uma possível reparação civil além de sanção penal e administrativa do praticante do *insider trading*. *Insider trading* é a expressão em inglês para

⁶ Cf.: “The public security markets are one of the economic enigmas of the present system; they, like, other markets, have only recently become the focus for intensive economic research. Much of the purely economic analysis (...) has not reached a point permitting definite conclusion. The law likewise has hardly touched the central problem. All that can be done here is to indicate certain major lines of significance in connection with that body of problems surrounding the power which corporate management and control has over the economic position of the prospective or actual security holder. (...) Even the legal material, which is exceedingly scant, becomes so meaningless as hardly to justify citation, since almost without exception it ignores the central function of the public market, save to recognize its existence as a means by which securities can be converted into cash.” in A. A. BERLE – G. C. MEANS, *The Modern Corporation & Private Property* (1932), New Brunswick, Transaction Publishers, 1991, p. 255.

designar o uso indevido de informação privilegiada, para se fazer referência à expressão em português própria da Lei 6.385.

A mecânica do *insider trading*, tal como prevista na Lei 6.385 com a recente alteração promovida pela Lei 13.506 de novembro de 2017, considera a seguinte situação: (i) o uso de informação relevante, capaz de influenciar, para mais ou para menos, a cotação dos valores mobiliários de uma companhia, caso a mesma se torne de conhecimento público (como, por exemplo, é o caso da informação recebida por administrador da companhia sobre a confirmação de novo negócio que favorecerá a geração de lucros futuros pela companhia); (ii) o fato da informação não ser de conhecimento do público, estando restrita ao conhecimento interno da companhia (ou, no limite, no conhecimento interno da companhia em conjunto com os terceiros com os quais a companhia fez o negócio capaz de influenciar a cotação do valor mobiliário); (iii) haver uso dessa informação por parte de quem a detenha antes do conhecimento do mercado; (iv) o uso da informação trazer vantagem indevida, antecipando-se que a expressão “vantagem indevida”, embora constante do art. 27-D da Lei 6.385, abre margem para discussão sobre o enquadramento de vantagens não pecuniárias dentro do conceito de “vantagem indevida”. Presentes esses requisitos, chega-se a uma situação de uso indevido de informação privilegiada, uso ilícito e tipificado como crime.

O fator confiança, aplicado ao mercado de capitais, requer, portanto, que a informação de conhecimento do detentor do poder da informação ou seja tornada pública ou, se mantida de forma privada no interesse da companhia, não seja utilizada por qualquer um que a ela tenha acesso.

Uma diferenciação básica entre o *insider trading* e o dano informacional é o fato de que a prática do dano informacional não necessariamente implica na presença do detentor da informação não pública fazer uso dessa informação em negócio próprio, elemento necessário de estar presente na caracterização do *insider trading*.

Dano informacional e fraude informacional, portanto, são as duas expressões escolhidas por esta Tese para tratar do seu tema de estudo.

Fraude informacional é a prática de fraude na divulgação de informações pelas companhias abertas ao mercado. Uma decisão de “camuflar” balanços e demais demonstrações financeiras é um exemplo de fraude. Informar informações não verdadeiras, como um número de contratos que trazem receita para a companhia em montante superior ao real, é outro exemplo que pode ser lembrado, assim como é o caso do banco que informa a existência de contratos de crédito em montante superior ao verdadeiro, ou o exemplo da incorporadora imobiliária que informa venda de imóveis não existentes e da empresa exploradora de petróleo que atesta ter reservas de petróleo em quantidade distinta da verificável. Toda vez em que uma informação falsa é divulgada ao mercado, se está diante de uma situação de fraude informacional.

A fraude informacional também estará presente toda vez em que uma informação for erroneamente divulgada ao mercado ou houver omissão de divulgação de informação que deva ser divulgada ao mercado. O conceito de fraude informacional, para os fins perseguidos por esta Tese, inclui o emprego de qualquer artifício ardiloso com o propósito de divulgar informações não verdadeiras ao mercado e, assim, condicionar a percepção do mercado sobre a companhia em patamares distintos da realidade. A não divulgação ardilosa e deliberada insere-se nesse conceito.

Ou seja, artifício ardiloso é o meio que produz uma percepção errônea do mercado sobre a situação da companhia e de seus valores mobiliários. O artifício ardiloso pode ser praticado de diversas formas, como com a realização de afirmações falsas sobre os negócios da companhia, a divulgação de números errados em balanços e demonstrações financeiras ou, para se utilizar de uma expressão própria da Regra 10b 5 do Direito americano, melhor analisada em capítulo próprio, qualquer prática ou qualquer ato ou negócio que opere como fraude ou ato enganoso perante qualquer pessoa.

A omissão de informação, como dito, também é hipótese de fraude. É que o mercado está condicionado com base em todas as informações já divulgadas. Uma informação verdadeira não divulgada pode produzir o mesmo efeito que uma informação falsa divulgada, qual seja, condicionar o mercado a aplicar às cotações dos valores mobiliários de emissão da companhia premissas valorativas que não guardam correlação com a informação omitida.

Diversos motivos podem levar uma companhia a praticar fraude informacional ainda que seus administradores e controladores não estejam a negociar valores mobiliários nesse cenário em que o mercado foi provido e opera com base em informações falsas, ainda que se chegue na situação dramática da companhia divulgar resultados extremamente positivos, embora inexistentes, e que levam a companhia a incorrer em obrigações tributárias decorrentes, como o pagamento do imposto de renda por exemplo.

Em regra, a prática da fraude informacional sem benefícios concretos para a companhia ou seus administradores deve ser analisada pelo seu caráter instrumental para que a situação da companhia perante terceiros continue a ser vista como vitoriosa e não em declínio. Ou para simplesmente ludibriar terceiros.

Uma companhia que tenha emitido títulos de dívida com cláusula de vencimento antecipado caso a receita recue para níveis menores pode praticar a fraude informacional para demonstrar resultados maiores que os reais, o que, embora não traga um ganho direto financeiro, impede fraudulentamente que os credores declarem a dívida vencida antecipadamente.

Da mesma forma que instituições financeiras que tenham que atingir determinados patamares entre recursos emprestados e patrimônio próprio para fins de atingimento do índice da Basileia poderão estar envolvidas em fraude informacional para não serem impedidas de continuar a atuar.

Divulgações de resultados com fraude informacional também servem ao propósito de que a companhia apresente ao mercado uma situação favorável que, indiretamente, tornará mais fácil a realização dos seus negócios.

Alguns poderiam dizer que se faz necessário debruçar o olhar sobre o elemento dolo, a intenção de enganar, de se utilizar de artificios ardilosos para fins de responsabilização dos praticantes de fraude informacional. Para fins de reparação civil do lesado, defende-se que não. Basta a informação falsa que atenta contra a integridade informativa do mercado. Trazer o elemento dolo é dificultar a reparação. E facilitar a reparação é o tipo de pensamento que, ao mesmo tempo, facilita a reparação e estimula pessoas a investirem no mercado de capitais.

Regras explícitas vedando a prática de artifícios ardilosos na comunicação de informações por parte das companhias abertas podem e devem existir. O seu emprego em situações de responsabilização será útil em situações nas quais a responsabilidade penal e administrativa do praticante for analisada.

O dano informacional, outra expressão utilizada por esta Tese e que foi colocada em seu título, é o dano que decorre de uma fraude informacional. O resultado patrimonial negativo para aqueles que, com base na fraude informacional, realizaram compras ou vendas de valores mobiliários emitidos pela companhia.

O dano informacional merece algum destaque maior que a fraude informacional por causa dos seus efeitos. Nenhum dano informacional é exclusivo do lesado, algo que poderia ser resolvido com a aplicação exclusiva de regras de Direito Privado.

Danos informacionais suportados por alguns trazem danos reputacionais para o mercado como um todo, desfavorecendo os patamares de confiança que se espera que estejam presentes em nível elevado. Uma companhia que pratica dano informacional traz resultados negativos para todas as companhias abertas que possuem valores mobiliários negociados no mesmo mercado. Ou seja, o dano informacional correlato aos valores mobiliários de uma companhia afeta negativamente a ideia de integridade do mercado como um todo.

Dano informacional, portanto, não é um jogo de soma zero. Primeiro, porque não necessariamente há relação entre o ganho do fraudador e a perda do lesado. Segundo, como já mencionado, é o fato de que a perda reputacional para todo o mercado torna a perda superior a um eventual ganho do praticante da fraude.

Presente uma situação de fraude informacional e realizado um negócio de compra ou venda de valor mobiliário que traga perda para uma das partes e tenha sido baseado na informação fraudada, há dano informacional passível de indenização (ou cuja indenização é necessária para fins de preservação da confiança no mercado).

Mas como há danos diretos e indiretos decorrentes da fraude, pode-se perceber que o assunto não pode ser tratado de forma atomística, como se pudesse ser reparado somente com regras de Direito Privado, sem envolver regra de Direito Público, ou vice-versa.

Aspectos de Direito Privado e de Direito Público estão envolvidos com a problemática da fraude informacional. O Direito Privado oferecerá, ou deveria oferecer, caminhos para que o dano informacional suportado seja objeto de reparação civil, reconduzindo o lesado à posição que estava, ou deveria estar, se não houvesse fraude informacional.

Aspectos de Direito Público envolvem a atuação do órgão regulador do mercado de capitais e do Ministério Público para fins de aplicação de sanções administrativas e persecução criminal quando a fraude informacional é tipificada como crime.

O dano reputacional ao mercado atinge *incertam personam*. A disciplina legal da divulgação de informações existe para tutelar o mercado. A disciplina legal de reparação de dano informacional existe para tutelar o investidor particular lesado efetivamente pela fraude informacional. Disciplina legal da divulgação de informações tem por objetivo proporcionar a *correttezza* da cotação.

O cuidado com o tema é não trata-lo de forma atomística, como já lembrado, com base na experiência italiana por VINCENZO CARIDI, que afirmou que *o tema da informação no mercado de valores mobiliários foi tratado de forma atomística*, isto é, separada em cada uma de suas esferas de responsabilidade (administrativa, civil e penal), quando deveria ter sido tratado de forma harmônica por cada um desses ramos do Direito, *já que a fattispecie danosa requer uma fattispecie normativa própria a uma responsabilidade própria do mercado de valores mobiliários.*⁷

⁷ Cf.: “*Sebbene oggetto di pregevoli studi, il tema della patologia dell’informazione al mercato finanziario e dei relativi rimedi è stato sempre affrontato in maniera atomistica, nel senso che o è stato studiato da singole prospettive (...) Nella nostra dottrina manca, invece, uno sforzo ricostruttivo che, prendendo le mosse dalla specialità della fattispecie dannosa, rifletta sulla possibilità di delineare i contorni di una unitaria fattispecie di responsabilità tipica del mercato finanziario.*” in V. CARIDI, *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario cit.* (nota 2 supra), pp. xiii-xv.

A falsidade das informações não cria riqueza, destrói. Função estimulante do Direito não está presente no tema. Dissuasão e repressão sim. Custo social não está dentro do conceito de reparação civil. Para PAOLO GIUDICI, *a presença de um custo social difuso e não mensurável está relacionada com a opinião que uma comunidade terá, ou atribuirá, a uma determinada conduta*.⁸ Práticas de fraude informacional levam a comunidade a ter opinião de que o investimento no mercado de capitais não é seguro.

Como explica VINCENZO CARIDI, *o dano que se produz como consequência de uma informação falsa ou inexata difundida no mercado assume, em outras palavras, a semelhança de um dano bifronte, pois, de um lado, representa uma lesão ao interesse público presente no ideal de formação correta das cotações do mercado e, de outro, como lesão ao interesse particular do investidor lesado, que também acreditava no correto funcionamento do mercado* (e cujo interesse lesado por fraude informacional significa uma lesão ao funcionamento correto do mercado).⁹

O remédio, ou remédios, a serem oferecidos pelo Direito para prevenir, dissuadir e reparar as situações de fraude e dano informacionais devem considerar a necessidade de combater os efeitos da fraude e dano informacionais conforme cada uma dessas perspectivas mencionadas.

Ou, como disse PAOLO GIUDICI, *encarar as normas jurídicas aplicáveis ao mercado de capitais como uma plataforma de incentivos e desincentivos potencialmente capazes de regular o comportamento dos agentes privados em função de um bem estar*

⁸ Cf.: “La presenza di un costo sociale diffuso e non misurabile è un fattore – si osserva – che non può evitare di tener conto del disvalore che una certa comunità attribuisce a una determinata condotta: tale disvalore, rilevante ai fini del benessere sociale, non può essere realisticamente misurato in termini empirici; il suo calcolo, necessariamente, tende a dissolversi nell’aggregazione dei giudizi intuitivi (anche morali) della comunità interessata nei confronti di quella condotta.” in P. GIUDICI, *La Responsabilità Civile nel Diritto dei Mercati Finanziari*, Milão, Giuffrè, 2008, p. 77.

⁹ Cf.: “Il danno che si produce per effetto di una informazione falsa o inesatta diffusa al mercato finanziario assume, in altri termini, le sembianze di un danno bifronte, presentandosi, da un lato ed in via diretta, come danno al mercato, ossia come lesione dell’interesse pubblico al corretto funzionamento dei meccanismi di corretta formazione dei prezzi, e, dall’altro e contemporaneamente, sebbene in via indiretta, come lesione del diritto di ogni singolo investitore di poter fare affidamento nel corretto funzionamento del mercato.” in *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario cit.* (nota 2 supra), p. 132.

social.¹⁰ Afinal, há interesse para a economia dos países em manterem mercados de capitais desenvolvidos em função dos benefícios que geram para as economias nacionais.

Mercados de capitais existem porque o elemento reputação é forte. Participantes do mercado realizam compra e venda de ações com base na premissa de que as ações estão sendo negociadas com base em preços e informações que, em tese e, ao menos na crença própria dos participantes do mercado, devem refletir informações verdadeiras e completas sobre a companhia e os valores mobiliários por ela emitidos.

Dessa forma, a divulgação de informações falsas e a negociação de ações com base nessas informações ocasionam um sentimento de desconfiança que ataca um dos pilares da existência do mercado de capitais, qual seja, a confiança que faz com que pessoas desejem adquirir ações e direcionar seus recursos para investimentos no mercado de capitais.

É por isso que JOHN C. COFFEE afirma que *a punição para aqueles que divulgam informações falsas deve ser igual ao dano social por eles causado, dano esse que não engloba apenas os investidores vítimas, mas sim todo o mercado, como ocorre com o aumento do custo de captação de capital pelas companhias. Quando há crises de confiança, tal como ocorreu nos casos da Enron e WorldCom, investidores perdem a confiança no mercado e passam a exigir maiores retornos de capital de forma a contrabalancear a perda de confiança experimentada. E quando o custo de capital aumenta, o Produto Interno Bruto declina ou estagna, com reflexos no desemprego*. Por essas razões, o citado autor afirma que *não apenas os investidores perdem, cidadãos (não investidores) experimentam uma perda decorrente do dano causado ao mercado*.¹¹

¹⁰ Cf.: “Da entrambi gli angoli visuali, oggetto di attenzione è il sistema giuridico come piattaforma de incentivi e disincentivi potenzialmente capace di regolare il comportamento dei privati in funzione del benessere sociale.” in *La Responsabilità Civile nel Diritto dei Mercati Finanziari cit.* (nota 8 supra), p. 7.

¹¹ Cf.: “Thus, some economists argue that, to truly deter, the expected penalty should equal the expected social harm. Yet, this in turn raises an even more perplexing question: what is the overall social harm in securities fraud? How should it be measured? Here, one school of thought tends to view the harm as simply the loss to the victimized investors, which loss is more or less counterbalanced by the gains received by the usually equally innocent investors on the other side of these transactions. But this is overly narrow and myopic accounting. The deeper problem in securities fraud is the impact of fraud on investor confidence and thus the cost of equity capital. Here, it is impossible to quantify the impact of any individual scandal, but clearly the cumulative impact of Enron, WorldCom and a host of other scandals in the 2000 to 2002 era made stockholders wary, chilled the initial public offering market, and caused investors to demand a higher return based on the perceived higher risks – in short, the cost of capital went up. When the cost of capital rises, the economy as a whole suffers, as Gross National Product declines or stagnates and unemployment may increase. As a result, not only investors,

O objetivo perseguido por esta Tese, portanto, é um avançar do Direito Comercial para tratar dos temas da fraude e dano informacionais, sendo esses temas correlatos ao que se denominou como poder de informação dentro das companhias abertas.

Como linhas finais deste capítulo introdutório, algumas observações merecem ser feitas sobre o propósito de uma tese de doutoramento em uma universidade pública.

UMBERTO ECO¹², conforme lembrado por EDUARDO MARCHI¹³, explica que *uma tese de doutorado é aquela que se constitui em um trabalho original que faz avançar a disciplina a que se dedica*. Em uma universidade pública, entende-se que essa afirmativa deve ser cuidadosamente observada. É que, além de guardar a preocupação com o avançar da ciência, a tese jurídica feita em uma universidade pública, especialmente protegida (porque tem sua autonomia didático-científica, administrativa e de gestão financeira e patrimonial asseguradas) e regulada (porque à universidade pública se determina que obedeça ao princípio de indissociabilidade entre ensino, pesquisa e extensão) pela Constituição Federal (art. 207), deve procurar um avançar do seu tema de estudo que, preferencialmente, resulte em benefícios para a população que, direta ou indiretamente, provê os recursos necessários para as atividades da universidade pública.

Aplicado ao tema de estudo deste Tese, pretende-se fazer avançar a disciplina do combate ao dano informacional através de sugestões de melhoria no Direito

but citizens throughout society experience a loss. In addition, fundamental misallocations of resources may result because of what might best be termed a “contagion effect.” That is, companies in the same industry may feel compelled to copy the accounting tricks of an industry leader, lest their stock price fall far behind and they become a takeover target. Other firms may simply abandon a market or industry in the belief that they cannot effectively compete with the seemingly dominant competitor (who is in fact using crooked accounting). Considerable evidence suggests that Enron and WorldCom had this impact on other firms within their respective industries. Given this possibility of broader social harm and economic misallocation, the radical reform of abolishing corporate liability seems an overly risky step, but the cost of enterprise liability to shareholders can be reduced by shifting the incidence of damages to agent/managers, while leaving the corporation liable for the residual amount.” in *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, s.l., 2006, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=893833> [24-10-2015], pp. 42-43.

¹² Cf.: *Come se fa una tesi di laurea*, Milão, Fabbri-Bompiani, 1977 (trad. port. de Gilson Cesar Cardoso de Souza, *Como se faz uma Tese*, São Paulo, Perspectiva, 1989, p.2).

¹³ Cf.: *Guia de Metodologia Jurídica (Teses, Monografias e Artigos)*, Lecce, Edizione del Grifo, 2001, p. 28.

nacional, concluídas a partir de sua contraposição ao Direito Comparado naquilo em que o Direito Comparado faz para coibir condutas indesejadas (práticas de fraude e danos informacionais) e dar suporte para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, necessário para o próprio desenvolvimento econômico do Brasil.

É por isso que esta Tese analisa os seus temas de estudo e explicita os pontos em que o Direito Comparado oferece tratamento mais sofisticado que o nacional. Espera-se que essa forma de agir auxilie no entendimento do tema com base no conceito de “ordem”, tal como exposto por GOFFREDO DA SILVA TELLES JUNIOR. O conceito de ordem, tal como por ele apresentado, não está, apenas, relacionado à imperatividade do Direito, como fonte determinante de comportamentos obrigatórios. Diz o professor de Direito mencionado, *partindo do exemplo dos livros de uma biblioteca que estão dispostos de uma determinada maneira para facilitar a sua localização, colocados dessa forma para se atingir esse objetivo, que toda ordem é uma disposição, mas não uma disposição qualquer, é uma certa disposição conveniente de coisas, sendo que a disposição só pode ser considerada conveniente quando alcança o fim em razão do qual ela é dada às coisas.*¹⁴

Com base nesse conceito é que esta Tese tem por meta demonstrar como as normas jurídicas podem ser *colocadas em ordem* para que se atinja o objetivo de disciplinar o poder da informação, dissuadindo a prática de fraude informacional e facilitando a reparação do dano informacional.

É o que se pretende demonstrar, começando pela explicação necessária sobre as premissas e metodologia utilizadas por esta Tese. .

¹⁴ Cf.: G. DA SILVA TELLES JUNIOR, *Iniciação na Ciência do Direito*, 1ª edição, São Paulo, Saraiva, 2001, pp. 3-5.

Capítulo 2. Metodologia e Premissas de Trabalho

Comentários sobre a metodologia empregada e as premissas de trabalho adotadas merecem ser apresentados antes de se passar à análise dos temas objeto de investigação.

Em relação à metodologia para apresentação das citações, a Tese procura observar as diretrizes ensinadas na disciplina de graduação *DFD 0471 - Metodologia para Preparação de Monografia Jurídica*¹⁵. Conforme a orientação dessa disciplina, as citações foram majoritariamente realizadas sob a forma de paráfrases, e não transcrições, procurando sintetizar e refletir o pensamento dos autores estudados.

Porém, a fim de permitir a comprovação dos pensamentos aqui trazidos, especialmente diante do recurso à doutrina e jurisprudência estrangeiras, houve opção por acrescentar as transcrições nas seguintes situações: (a) para a citação de doutrina escrita em português, quando a paráfrase se apresentasse extremamente diminuta em relação ao texto citado, evitando-se, por consequência, a transcrição quando a paráfrase estivesse em relação de substância e forma a ele muito similares; (b) para a citação de doutrina e julgados escritos em idioma estrangeiro, com a transcrição dos trechos citados seguida de tradução para o português, salvo quando o texto citado, por sua extensão, já estivesse substancialmente traduzido na paráfrase realizada.

O objetivo, com essas opções, foi o de evitar que repetições desnecessárias fossem incluídas ao longo da Tese; para tanto, portanto, houve um juízo de valor quanto à necessidade ou não de inclusão das transcrições.

Em relação aos métodos escolhidos para fins de investigação do tema de estudo, houve a opção por dois métodos específicos, sendo o primeiro deles aquele que procura analisar o tratamento dado ao tema pelo Direito Comparado, tendo sido escolhidos para a análise, como primeira análise a ser apresentada, a correlata ao Direito americano, por representar um exemplo de Direito positivo especialmente elaborado para tratar do tema no

¹⁵ As técnicas dessa disciplina encontram-se explicadas no livro *Guia de Metodologia Jurídica (Teses, Monografias e Artigos)* de EDUARDO C. SILVEIRA MARCHI (vide nota 13 supra).

país que possui o maior mercado de capitais do mundo. O fato de se tratarem de normas de Direito positivo, em um país da *common law*, indica a existência de uma necessidade de se recorrer a normas positivas para regular o tema do dano informacional. Outros comentários sobre o tema serão apresentados em capítulo próprio, inclusive com as ressalvas sobre a aplicação do Direito americano a um país como o Brasil. O Direito italiano, por ter sido reformado recentemente em tema de Direito do Mercado de Capitais, e o Direito português, base sobre a qual o Direito brasileiro se desenvolveu, também serviram como fontes para o estudo realizado, dentro dessa linha de se investigar o tratamento do tema no estrangeiro para sugerir mudanças legislativas que fossem úteis para o Brasil.

A segunda abordagem metodológica escolhida foi aquela que procura analisar os temas de estudo a partir de uma abordagem funcional, baseada na função, na análise dos resultados esperados e concretos da norma jurídica para a sociedade que é sua destinatária.

Essa premissa de trabalho da utilidade foi baseada em um conselho de BOBBIO e VIVANTE, pelo qual se procura examinar a utilidade da norma jurídica, isto é, os resultados, a existência de consequências positivas e negativas causadas por uma determinada norma dentro da sociedade na qual ela deve atuar. Com isso, procurou-se afastar a análise meramente estruturalista dos textos legais, quase sempre essencialmente vinculada à verificação do texto legal dentro da pirâmide normativa, para utilizar uma expressão *kelseniana*.

Interessantes, no caso, as observações de VIVANTE e BOBBIO sobre o assunto. VIVANTE afirmou que *ninguém deve se aventurar em discussões jurídicas se não conhece a fundo a estrutura técnica e a função econômica do tema objeto de estudo*.¹⁶

¹⁶ Cf.: “Agli studenti e agli studiosi – le due parole non sono sempre sinonime – che spesso mi chiedono consigli e temi per loro dissertazioni, io non posso dare per guida che il metodo da me seguito non si avventurino mai in alcuna trattazione giuridica se non conoscono a fondo la struttura tecnica e la funzione economica dell’ istituto che è l’oggetto dei loro studi. Raccogliono nelle borse, nelle banche, nelle agenzie, nelle società commerciali, nelle cancellarie giudiziarie il materiale necessario per intendere quella struttura e quelle funzioni. È una slealtà scientifica, è un difetto di probità parlare di un istituto per fissarne la disciplina giuridica senza conoscerlo a fondo nella sua realtà.” in C. VIVANTE, *Trattato di Diritto Commerciale*, 5ª ed., Milão, Dottore Francesco Vallardi, 1922, pp. IX-X.

De forma semelhante, mas sem reduções meramente econômicas, BOBBIO constatou uma verdade: *que os juristas têm, há muito tempo, se preocupado mais com as questões atinentes à formação do direito do que com as relacionadas com a utilidade da norma jurídica para a sociedade.*¹⁷

O Direito traz consequências nem sempre aquelas previstas pelo legislador. Embora de compreensão óbvia, referido pensamento nem sempre é aplicado quando do trabalho legislativo para a produção de nova norma jurídica ou para o exame de seus efeitos no período de sua vigência.

A partir do tema de estudo e de sua visão sob a ótica funcional, esta Tese procura verificar se o Direito brasileiro consegue ou não bem combater a fraude informacional e permitir a reparação do dano informacional. Verificada a hipótese da insuficiência normativa funcional, a Tese procura mostrar sugestões *de lege referenda* que sirvam a esses propósitos.

Como complemento paralelo da análise dos temas de estudo com base na perspectiva da utilidade, o texto que se segue nos próximos capítulos também foi redigido a partir de abordagens pautadas conforme a Teoria Tridimensional do Direito e pelo conceito de estratégia legal.

Difundida por MIGUEL REALE, a Teoria Tridimensional analisa o Direito a partir da correlação entre fatos, valores e normas. A aplicação da Teoria Tridimensional do Direito à investigação pretendida bem serve ao propósito de se investigar se a divulgação de informações e a responsabilidade por dano informacional estão ou não previstas nos textos

¹⁷ Cf.: “Se si applica alla teoria del diritto la distinzione tra approccio strutturalistico e approccio funzionalistico, di cui fanno grande uso gli scienziati sociali per differenziare e classificare le loro teorie, non sembra dubbio che nello studio del diritto in generale (di cui si occupa la teoria generale del diritto) abbia prevalso in questi ultimi cinquant’ anni il primo sul secondo. Senza indulgere alle etichette, sempre pericolose per quanto utili, credo si possa dire con una certa tranquillità che nel suo sviluppo dopo la svolta kelseniana la teoria del diritto abbia ubbidito assai più a suggestioni strutturalistiche che non a suggestioni funzionalistiche. In parole povere, coloro che si sono dedicati alla teoria generale del diritto si sono preoccupati molto di più di sapere, come il diritto sia fatti>> che <<a che cosa serva>>”. in N. BOBBIO, *Dalla Struttura alla Funzione*, Milão, Edizione di Comunità, 1984, p. 63. BOBBIO chega a citar, mais à frente, as teorias de HART e KELSEN para demonstrar como essa tese de prevalência da estrutura sobre a função tem sido vencedora “di qua e al di là dell’ Oceano Atlântico”.

legislativos brasileiros e se há ou não indicação de que a responsabilidade fazia parte da intenção do legislador quando da sua elaboração.

Em detalhe, MIGUEL REALE explica que *“fato, valor e norma são três aspectos básicos na experiência jurídica que, ao se exigirem reciprocamente e interagirem dinâmica e dialeticamente, resultam na própria vida do Direito; por “fato” devem ser entendidos os fatos (geográficos, econômicos, de ordem técnica, etc) que sempre estão subjacentes a um fenômeno jurídico; por “valor” devem ser consideradas as opções axiológicas feitas pelo legislador para inclinar ou determinar a ação dos homens para que se atinja determinada finalidade ou objetivo. A palavra “norma”, por fim, representa a relação que integra o fato ao valor, representando o Direito como o ordenamento e sua respectiva ciência.”*¹⁸

Por estratégia legal, não se está a falar nada de novo porque, como visto na Teoria Tridimensional do Direito, de uma certa maneira, a estratégia estaria sempre presente por ocasião da norma positivada para combater os fatos indesejados e torná-los o mais próximo possível dos valores previstos para a norma jurídica.

Mas o realce da palavra “estratégia”, com carga semântica semelhante à de planejar cuidadosamente os recursos disponíveis para uma determinada ação, também realçando o aspecto da engenhosidade esperada do Direito para atingir a finalidade perseguida pela norma, demonstra um parar para pensar e a formulação de regras em hipótese que, se positivadas, em tese, trarão o resultado esperado de mudança comportamental dentro da sociedade onde a norma será imperativa. Uma forma diferente de se abordar (e pensar) a atuação do Direito para uma determinada situação.

No caso específico do dano informacional e da fraude informacional, há particularidades referentes ao seu combate pois, afinal, ao investidor não basta, apenas, que exista um arcabouço legal para tornar o mercado informativamente eficiente; a possibilidade de recuperação de investimentos de forma facilitada também influi na decisão de investimento no mercado de capitais de um determinado país e na “segurança de espírito”

¹⁸ in M. REALE, *Lições Preliminares de Direito*, 24ª edição, São Paulo, Saraiva, 1998, pp. 64-68. Pede-se licença, exclusivamente no texto referido nesta nota de rodapé, para fazer transcrição e não paráfrase que, se feita, praticamente repetiria o pensamento do autor citado.

para a tomada da própria decisão de investimento. Uma “segurança de espírito” que permita ao acionista concluir que o poder da informação nas companhias abertas está regulado com o propósito de informar ao mercado para que o mercado precifique os valores mobiliários negociados, bem como uma segurança de espírito que permite ao mesmo acionista saber que eventuais situações de fraude informacional serão devidamente reprimidas pelo Direito.

Junto com a “estratégia legal”, o viés utilitarista reforça a análise sobre os efeitos da norma jurídica, forçando o estudioso a pensar (antes da positivação) e repensar (após a positivação) qual é a utilidade efetiva de uma determinada norma para a sociedade.

Novamente, não se está a falar de nada que soe estranho dentro de uma atividade de planejamento legislativo ou de hermenêutica. Porém, a prática demonstra que, muitas vezes, os efeitos não são considerados dentro da decisão de positivação ou de revogação da norma positivada. A enorme dificuldade presente no fato das pessoas naturais no Brasil não conseguirem encontrar opções em quantidade para a contratação direta de planos de saúde, sem recorrer à intermediação de entidades contratantes de apólices coletivas, talvez seja um dos melhores exemplos da falta de análise funcional da norma jurídica. É que as Leis 9.656 e 9.961 determinam que reajustes de planos de saúde para pessoas naturais sejam feitos nos índices fixados pelo Governo¹⁹ e que os respectivos contratos não possam ser cancelados pelas operadoras de planos de saúde.²⁰ Embora aparentemente importantes, esses resultados vieram acompanhados da *fuga* das operadoras de saúde do mercado de planos individuais, fazendo com que a população, em tese protegida pela Lei 9.656 e pela Lei 9.961, na prática sofresse os prejuízos de simplesmente não encontrar oferta em quantidade de plano de saúde para contratação direta.

2.1 Considerações sobre o Recurso ao Direito Comparado

¹⁹ A previsão está no art. 4, inciso XVII da Lei 9.961: “Art. 4º Compete à ANS: (...) XVII - autorizar reajustes e revisões das contraprestações pecuniárias dos planos privados de assistência à saúde, ouvido o Ministério da Fazenda.”

²⁰ Já a vedação à rescisão unilateral está prevista no art. 13, parágrafo primeiro, inciso II da Lei 9.656: “Art. 13. Os contratos de produtos de que tratam o inciso I e o § 1º do art. 1º desta Lei têm renovação automática a partir do vencimento do prazo inicial de vigência (...) Parágrafo único. Os produtos de que trata o caput, contratados individualmente, terão vigência mínima de um ano, sendo vedadas: (...) II - a suspensão ou a rescisão unilateral do contrato, salvo por fraude ou não-pagamento da mensalidade (...)”.

Como afirmado acima, um dos métodos de investigação dos temas de estudo foi o exame do Direito estrangeiro para verificar o tratamento dado ao tema e, com base nessa investigação, oferecer subsídios para a melhora do Direito brasileiro.

Entretanto, a análise do Direito estrangeiro não é uma tarefa simplória que pudesse ser resolvida através da simples positivação de textos jurídicos traduzidos da língua estrangeira. O transplante jurídico nem sempre é a melhor estratégia a ser adotada. E alguns cuidados devem ser adotados nessa tarefa. Por envolver a análise do Direito estrangeiro é que se entendeu como necessário tecer alguns comentários preliminares sobre o tema antes de passar à análise do Direito estrangeiro propriamente dita.

BERKOWITZ-PISTOR-RICHARD, em estudo dedicado ao transplante de normas jurídicas entre ordenamentos, apresentam algumas ideias interessantes sobre o tema, explicando, com pesquisa realizada em diversos ordenamentos nacionais, que *o transplante, assim entendido como a reprodução de normas jurídicas estrangeiras em um outro país, verdadeira importação, somente produzirá uma situação de obediência e vigência efetiva da norma transplantada se a norma transplantada, de alguma maneira, for familiar aos princípios jurídicos existentes no país importador, pois, do contrário, se chegará em uma situação em que a interpretação da norma jurídica transplantada produzirá interpretações distintas entre o país original e o país importador*. Os autores também informam alguns exemplos sobre a dificuldade de se promover a simples importação de normas jurídicas, citando como exemplos *a proibição do roubo dentro de imóveis que são comumente explorados em países comunistas, a norma chinesa chamada guangxi, que considera reciprocidade e emoções humanas para fins de interpretação contratual, normas que favoreçam a iniciativa privada em um país onde, tradicionalmente, são as empresas públicas as maiores protagonistas da atividade econômica, e o outro exemplo chinês, do começo do século 20, quando soava moderno apresentar-se como uma sociedade de responsabilidade limitada, mesmo que a atividade empresarial fosse exercida por uma sociedade não formalmente constituída; ainda na China, a introdução de uma reforma societária que não produziu efeitos, uma vez que a falta de confiança das pessoas no Estado fez com que elas não efetuassem os registros societários junto ao próprio Estado.*²¹

²¹ Cf.: “In this section we introduce the “transplant effect” in order to characterize the transplanting process. We propose that countries that have developed formal legal orders internally, adapted the transplanted law to

A causa dessa falta de resultados concretos após o transplante jurídico de normas, segundo os autores, seria a *falta de percepção da comunidade local sobre o significado*, e por que não dizer, de importância, *da norma transplantada, o que leva à falta de aplicação, ou falta de aplicação como deveria ser feita, da norma importada*. Por outro lado, os mesmos autores informam que a importação de normas produzirá resultados *se as normas importadas estiverem relacionadas com as normas jurídicas inicialmente criadas nesse Estado*, denotando uma relação de semelhança entre o sistema jurídico existente e o sistema do qual a norma foi importada, bem como *uma relação que favoreça a aplicação da norma pelos “intermediários” legais, como promotores, juízes, autoridades concorrenciais, etc., tudo de forma a dar significado à norma importada conforme as condições socioeconômicas do país importador*.²²

local conditions, and/or had a population that was already familiar with basic legal principles of the transplanted law should be able to further develop the formal legal codes and build effective legal systems. By contrast, countries that received foreign legal systems without similar pre-dispositions are much more constrained in their ability to develop the formal legal order and will have greater difficulties to develop effective legal systems (the transplant effect). (...) In continental Europe, codification resulted in a formal legal order that is very different than the English common law. (...) When a transplant country applies a rule that it has transplanted from an origin, it is effectively applying a rule to its own local circumstances that was developed in a foreign socioeconomic order. Thus, we would expect that the interpretation of a legal rule will differ more within a transplant than an origin. Applying a simple rule that prohibits stealing in the context of communal property is a case in point. Other examples include: 1. the enforcement of the freedom of contract principle in a society governed by kinship relations or *guangxi* - the Chinese term that refers norms of reciprocity or more generally, human emotions (Hamilton 1998); 2. the introduction of the corporate form in pre-Revolutionary mainland China, where mistrust in the state prevented entrepreneurs from registering their business with the state (Kirby 1995); 3. the introduction of the corporate form in a country like Columbia, which at that time was dominated by a handful of state run enterprises, overwhelmingly agricultural production, and state policies that discouraged the formation of private capital (Means 1980). In each of the above cases the transplanted law was largely ineffective. In early 20th century China, for example, family owned businesses frequently called themselves limited liability company but in fact were unincorporated family owned businesses. In the words of Kirby, "it had become fashionable and modern to attach the term *youxian gongsi* (limited company) to almost any enterprise. But it was not in vogue to register with the government, even with the very weak central government of 1916-28" (Kirby 1995)" in K. PISTOR-D. BERKOWITZ- J. RICHARD, *Economic Development, Legality and the Transplant Effect*, s.l., novembro/1999, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=183269> [10-04-2005], pp. 5-7.

²² Cf.: "Where the meaning of specific legal rules or legal institutions is not apparent, they will either not be applied or applied in a way that may be inconsistent with the intention of the rule in the context in which it originated. This in turn has implications for the perception and trustworthiness of the institutions applying them, and thus for the future demand for these institutions. However, if a transplant country adopts foreign laws from origins in a way that is sensitive to its initial conditions, then the meaning of these rules becomes clearer, and it is also simpler to develop institutions such as the courts, procurators, anti-trust agencies, etc. that enforce these rules." in K. PISTOR-D. BERKOWITZ- J. RICHARD, *Economic Development, Legality and the Transplant Effect cit.* (nota 21 supra), p. 9.

E, quando essa relação de “cabimento”, ou conformidade, da norma importada com o sistema jurídico do país importador não é forte, ou muito forte, os autores citados sugerem que duas ações sejam necessárias: *pesquisa de adaptabilidade, pela qual, antes da escolha pela importação da norma, verifica-se se a mesma tem significado conforme as condições socioeconômicas do país importador e o histórico dos intermediários legais responsáveis pela sua aplicação; e a verificação de cabimento da norma jurídica importada conforme o sistema jurídico do país importador*, onde as diferenças entre a *civil law* dos países de ordenamentos com origem romano-germânica e a *common law* dos países com ordenamentos anglo-saxões se mostram relevantes para verificar critérios de cabimento e compatibilidade para a importação de normas jurídicas.²³

Aliás, em se tratando de tema próprio do Mercado de Capitais, onde os recursos e referências ao Direito americano são frequentemente feitos no Brasil, mesmo sem o cuidado de se promover a pesquisa sobre adaptabilidade acima referida, muitas vezes com base na ideia de modernidade que esteve presente nas sociedades de responsabilidade limitada chinesas, também acima referidas, deve-se olhar para um dos pontos centrais que dividem os sistemas de *civil law* e *common law* na visão de uma dos doutrinadores mais respeitados para o Direito Societário e do Mercado de Capitais americano: JOHN C. COFFEE.

²³ Cf.: “We conjecture that there are two reasons for this. First, when the law is adapted to local needs, people will use it and want to allocate resources for enforcing and developing the formal legal order. Second, legal intermediaries responsible for enforcing and developing the formal legal order can be more effective when they are working with a formal law which is broadly compatible with the preexisting order, or which has been adapted to match demand. (...) 10 Our core proposition is that legality is determined by the ability of a country to give meaning to the transplanted formal legal order and to apply it within the context of its own socioeconomic conditions. Countries that developed a formal legal order internally, i.e. origins, should develop more effective legal institutions than countries that received the formal legal order externally by way of transplant (...) **Adaptation** does not necessarily require that the transplanted law is changed significantly. However, at the very least, an informed choice about alternative rules must have been made. Extensive comparative research prior to the adoption of a foreign legal system is indicative for an informed choice. A good example is Japan, where extensive debates about the adoption of English or French law, and several drafts based on the French model preceded the promulgation of codes that were largely based on the German model (Haley 1991; Oda 1999). Another indicator that a voluntary transplant is **receptive** to formal legal order is that it has **familiarity** with the legal system that it uses as a model for legal borrowing. Countries that share a common legal history will be familiar with the transplanted legal concepts and will therefore have little reason to make major adaptations or to choose a system that is less familiar to them. Common roots in the distant past are, however, not sufficient. Most of the European countries can trace their legal history back to the Roman Empire. Yet, quite distinct legal systems developed on the basis of the Roman law, which incorporated centuries of legal practice that combined elements of Roman law with customary rules.” in K. PISTOR-D. BERKOWITZ- J. RICHARD, *Economic Development, Legality and the Transplant Effect cit.* (nota 21 supra), pp. 9-11.

COFFEE, a esse respeito, defende que *a maior flexibilidade concedida para a redação de estatutos sociais e tomada de decisões societárias por parte das companhias, existente nos Estados Unidos, somente pode ser entendida a partir do sistema judiciário americano, no qual a possibilidade de uma revisão judicial dessas decisões tomadas com flexibilidade existe e é praticada, sendo que o Judiciário exerce um papel importante no monitoramento da relação de longo prazo existente entre a companhia e seus acionistas.* Por essas razões, o mesmo autor chega a prever a *pequena possibilidade de que o aumento de um contencioso judicial entre acionistas e companhias ocorra em países da civil law, como a Alemanha, devido à falta de uma base de decisões judiciais anteriores que favorecessem novas atuações judiciais.*²⁴

Portanto, importação de normas jurídicas é um tema que requer cuidado e não pode ser realizado sem preocupações com a adaptabilidade da norma transplantada para o sistema jurídico que a recebe.

Porém, o tema objeto de estudo se insere no contexto do mercado de capitais. E, aqui, mais uma vez, o aspecto não matemático do Direito se mostra presente, trazendo outra discussão com viés mais zetético do que dogmático. Por envolver mercado de capitais, a questão da importação de normas deve ser analisada lembrando-se de outras variáveis.

²⁴ Essa conclusão aparece no trabalho de COFFEE chamado *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role*, publicado na *Columbia Law Review*, vol. 89, nº. 7 (Novembro, 1989): “The development of a very flexible, or enabling, corporate law in the United States that gives shareholders wide discretion in designing the internal structure of the corporation, for example, can hardly be understood without appreciating the role of the judiciary as an instance of last resort in defining the boundaries of this flexibility (...) Although the issue of how well the market prices corporate governance terms can certainly be sensibly debated, an exclusive focus on economics ignores an important feature common to all forms of long-term relational contracts: namely, that courts have invariably played an active and indispensable role in monitoring and interpreting such agreements. (...) Does this mean that their law is less efficient (as proponents of deregulation would seemingly have to predict)? Such a prediction is over simple because it misses a key tradeoff: to the extent that American courts have permitted greater contractual freedom in corporate law, their relative tolerance has been coupled with greater judicial activism in reading implied terms into the corporate contract and in monitoring for opportunism. Thus, the issue of contractual freedom is inextricably entangled with the issue of institutional competence. Do we rely on prophylactic rules allowing little or no departure from the statutory baseline? Or do we counterbalance contractual freedom with ex post judicial review? (...) In short, because such long-term relational contracting is necessarily incomplete, the court's role becomes that of preventing one party from exercising powers delegated to it for the mutual benefit of all shareholders for purely self-interested ends. Indeed, that courts will at some point intervene is intuitively understood by the bar. In drafting the corporate contract, lawyers rely less on the model form provided by the legislature than on their expectation that courts will prevent either side from taking “opportunistic” advantage of the other.⁹ parties contract in the shadow of the law, knowing that courts will not seek simply to enforce the contract as written, but will to some uncertain extent serve as an arbiter to determine how the powers granted to management by the corporate charter may be exercised under unforeseen circumstances.” (pp. 1619-1622).

A primeira é que não é necessário que a importação da norma estrangeira seja feita para que companhias nacionais tenham que obedecê-la ou passem a estar sujeitas aos seus efeitos. A listagem de valores mobiliários para negociação em bolsas de valores estrangeiras torna as companhias sujeitas à lei estrangeira e, também, à jurisdição estrangeira. Como a listagem decorre de um ato de vontade da companhia, operacionalizado por um contrato feito entre a companhia brasileira e a bolsa de valores estrangeira, pode-se classificar essa sujeição da companhia brasileira ao Direito e jurisdições do estrangeiro como com origem contratual.

Em dezembro de 2017, havia valores mobiliários de 32 companhias brasileiras negociados em bolsas de valores dos Estados Unidos, todos eles na bolsa de Nova Iorque, a famosa New York Stock Exchange, com parte dos mesmos valores mobiliários também sendo negociados na Nasdaq.

Já a segunda variável é aquela lembrada por BEBCHUK-ROE: *em função da globalização, investidores passaram a encarar as formas de gestão e supervisão societárias com a mesma atenção dada aos ativos da empresa*²⁵. Embora o comentário dos autores se refira à governança das companhias de forma geral, também se pode aplicar o mesmo racional para os *standards* legais que se refiram às normas que fomentem o *disclosure* e o combate ao dano informacional de forma específica. Mas como investidores possuem determinados critérios que procuram ver presentes nas estruturas de governança e de divulgação de informações pelas companhias, seja lá em que país estejam, Direitos nacionais, regulamentos de bolsas de valores e estruturas internas de governança das

²⁵ Cf.: “It might be thought that the advanced economies should by now display similar patterns of corporate structure. Companies in these countries face similar governance problems. All large-scale firms share some key common functions: Capital must be gathered, management must be selected and disciplined, and information must be transmitted to core decision makers (...) A firm that did not adopt the best structure would be hurt either in its profits and value or in its ability to raise new capital. Countries that fail to adopt efficient rules would inflict costs on their corporations, which would then be worth less and would then be less able to raise capital (...) Another way of stating the above view is that, as efficient new technologies can spread rapidly, one might expect (by analogy) that new corporate technologies, if better, should spread rapidly. Corporate governance could be seen as a technology— similar to a manufacturing technique, an inventory management system, or an engineering economy of scale—and firms face powerful incentives to adopt the best corporate technologies possible” in L.A. BEBCHUK-M. J. ROE, *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership*, in J. N. GORDON e M. J. ROE (org.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004, pp. 74-75.

companhias passam a ser alterados com o objetivo de atrair a atenção e investimentos dos investidores internacionais. É por isso que a *corporate governance* está em discussão em todo o mundo (GORDON e ROE).²⁶ Da mesma forma que a melhoria do combate ao dano e fraude informacionais não deixam de ser temas da ordem do dia, vistos como elementos de atração de investimentos para o mercado de capitais nacional.

Sob a ótica dos investidores, a realização de investimentos fora do seu país de origem tornou-se algo fácil de ser realizada porque o acesso às informações sobre as companhias e seus ambientes de atuação tornou-se barato e rápido, com um esforço por parte das companhias e governos aprimorarem a forma pelas quais companhias divulgam suas informações.

Olhando-se para a história dos homens de negócios, parece que seria impossível a repetição, nos dias de hoje, de certos eventos como os ocorridos com Nathan Rothschild que, da França, sabedor em primeira mão da derrocada de Napoleão em Waterloo, enviou uma mensagem via pombo correio para Londres, comunicando a notícia, ainda não difundida na City, e instruindo seu escritório de lá a comprar ações de companhias inglesas, cujos valores subiram quando o anúncio da vitória inglesa chegou em território britânico. Hoje em dia, muito antes do pombo correio terminar a cruzada do Canal da Mancha, a informação sobre a vitória aliada e derrota alemã já estaria sendo utilizada para compra de ações de companhias inglesas e venda de ações de companhias alemãs.

Em épocas anteriores à massificação do bom acesso à internet e dos smartphones, seria pouco provável que uma informação sobre vitória ou derrota em uma guerra de grandes proporções, quando divulgada, não se mostrasse como uma informação de fácil verificação. Por outro lado, em época de recorrência de informações falsas, divulgadas conforme aquilo que a prática denominou de *fake news*, a informação divulgada poderia variar conforme o interesse daquele que estava por trás da informação. Esse exemplo das *fake news* bem serve ao propósito de evidenciar o papel do Direito na repressão às informações falsas que são divulgadas maliciosamente.

²⁶ Cf.: “Corporate Governance is on the reform agenda all over the world. The remarkable political economy of the post-Cold War has made both democracy and market-oriented capitalism ascendant, even if not inevitably linked. (...) Even if private corporate governance characteristics continue to differ, the most general of economic contrasts – private vs. government direction – is fading.” in *Convergence and Persistence in Corporate Governance cit.* (nota 25 supra), p. 1.

Portanto, investidores conseguem obter informações sobre companhias nacionais e efetuar negócios em bolsas estrangeiras de maneira rápida e barata nos dias de hoje. Como consequência interessante, os investidores passaram a carregar consigo certos anseios sobre as práticas de administração e supervisão societárias, bem como para o acesso às informações das companhias, as quais tendem a se padronizar com o habitual encontrado no estrangeiro, seja esse “estrangeiro” o país de origem do investidor estrangeiro ou o país onde habitualmente o investidor aplica internacionalmente seus recursos.

Como afirmado acima, importação de conceitos é uma tarefa que não pode ser feita sem um exame de compatibilidade entre a norma importada e o sistema jurídico importador. No que interessa à presente Tese, os recursos ao Direito italiano e ao Direito português bem atendem esse critério. O Direito italiano, reformado com o propósito de favorecer a proteção dos acionistas minoritários e de promover um crescimento em seu mercado de capitais, mostra-se em um patamar acima do Direito brasileiro em termos de detalhamento das situações objeto de regulação normativa. Mas não um patamar qualquer: um patamar que pode ser atingido pelo Direito brasileiro que, em muitos aspectos, se assemelha ao italiano. Já o Direito português, com seus critérios de acesso à informação detalhados, também apresenta caminhos que podem ser absorvidos pela legislação brasileira.

Por óbvio, um exame de compatibilidade do Direito brasileiro e do americano, que não possui *laços* tão fortes com o brasileiro quanto o português e o italiano, indicaria um cuidado maior antes de se oferecer sugestões de importações de conceitos. Isso para não ter que se falar das diferenças em termos de estrutura de propriedade acionária predominante lá e cá, onde a dispersão acionária americana favorece a ocorrência de fraudes societárias praticadas para favorecer administradores das companhias, enquanto a concentração acionária encontrada no Brasil tende a estimular a ocorrência de fraudes societárias praticadas correlatas aos chamados benefícios privados do controle, que bem servem aos interesses dos controladores pela maioria do capital. Porém, como dito, o maior mercado de capitais do mundo também é aquele onde existe a maior abundância de doutrina dedicada ao tema, fora o fato da submissão voluntária das companhias brasileiras ao Direito americano a partir da listagem de seus valores mobiliários em bolsas americanas, razões que sugerem o estudo do Direito vigente nos Estados Unidos.

Mais uma vez, como em tantas outras que já existiram e outras que existirão, a análise do Direito Comparado mostra-se mais como uma opção zetética do que dogmática, cabendo ao estudioso a tarefa de analisar com cuidado aquilo que comporta aplicação no Brasil para o fim de desenvolvimento do Direito nacional.

Uma das consequências decorrentes do caráter zetético da discussão sobre o transplante de normas originadas do Direito Comparado é que, apesar do cuidado necessário com sua importação, o exame das tentativas de solução de problemas e de aprimoramento da relação normativa posta para tentar atingir valores dentro de relações fáticas, para se recorrer à teoria tridimensional do Direito de MIGUEL REALE, é que ele força o estudioso do Direito a procurar estruturas normativas que, seja lá qual forem suas origens, possam ser transpostas para o Direito nacional para promover o aprimoramento da relação fato-valor-norma mencionada. Se essa busca for vitoriosa, conseguir-se-á trazer normas úteis para o Direito nacional. Esse é o objetivo do recurso ao Direito Comparado pretendido por esta Tese.

2.2 Delimitação do Tema: Foco na Companhia Aberta e no Desenvolvimento do Mercado de Capitais

Os estudos objeto desta Tese foram feitos de forma delimitada, tendo como foco a companhia aberta. Não que o tema objeto de estudo não comportasse uma análise para as companhias fechadas e para as sociedades limitadas e, por que não dizer, até para as cooperativas.

Mas a delimitação do tema para as companhias abertas está diretamente relacionada com os propósitos da Tese, dos quais o primeiro é a colocação do tema dentro do desafio existente para o Direito de procurar assegurar a proteção da confiança que, no caso, refere-se à confiança do público investidor nos valores mobiliários ofertados por determinado emissor em mercado. Como foi demonstrado no Capítulo 1, a confiança é um elemento fundamental para a existência do mercado de capitais. Como será melhor demonstrado à frente, o custo da desonestidade é um problema que atinge não apenas aquele que teve sua confiança desrespeitada, mas toda a sociedade, uma vez que o custo social de destruição de relações éticas em mercado acaba por destruir o mercado (em detalhe: o bom mercado, aquele onde negociantes de boa-fé conseguem permanecer).

Outro propósito, diretamente relacionado, é o objetivo da Tese de procurar oferecer caminhos de melhoria da legislação brasileira em tema de segurança sobre a informação divulgada e a responsabilidade pela informação falsa divulgada. É que, como será visto a seguir, mais à frente, com a colocação da temática das informações como “pedra angular” do mercado de capitais e, logo abaixo, com a referência ao aspecto estratégico de países estruturarem e manterem mercados de capitais, a oferta de nova disciplina favorece as duas ordens de razões citadas, contribuindo para o desenvolvimento econômico do país.

O objetivo desse posicionamento não deixa de estar relacionado com caminhos para a melhoria do mercado de valores mobiliários no Brasil. Esta premissa, portanto, procura dar um sentido para a pesquisa realizada, além de indicar o que estará sendo estudado. Mas, antes disso, é válido apresentar alguns argumentos sobre a importância do mercado de valores mobiliários para um país, como forma de financiamento estratégico.

De acordo com BERNARD BLACK, que faz uso de pesquisas empíricas sobre o tema, os motivos que levam um país a procurar criar e desenvolver um mercado de valores mobiliários podem ser resumidos no fato de que mercados fortes auxiliam no desenvolvimento da economia de um país. Para esse professor, foi a existência de um mercado de valores forte que permitiu que alguns países asiáticos sobrevivessem melhor do que outros por ocasião da crise dos anos de 1997-1998.

Como consequência, mercados de valores mobiliários deixam de ser vistos como vantajosos apenas para companhias abertas, trazendo benefícios para a economia nacional como um todo. O autor apresenta quatro motivos que evidenciam a importância do mercado para a economia:

(1) recursos obtidos via mercado podem ser encarados como sendo financiamento de longo-prazo, mais estratégicos para as companhias do que os usuais empréstimos de curto-prazo oferecidos pelos bancos,

(2) a existência de parcelas elevadas de financiamento concedido pelos bancos pode ser prejudicial para a economia de um país porque bancos são extremamente

vulneráveis em face de inadimplência – o fato de bancos serem intermediários financeiros demonstra o risco que podem exercer para a economia,

(3) um mercado de valores mobiliários fraco ou inexistente leva companhias a procurarem também obter financiamento interno, isto é, proporcionado por outras empresas do mesmo grupo, o que cria um ambiente no qual a formação de conglomerados passa a ser estimulada – em regra, conglomerados são menos eficientes do que empresas “individuais”, além de existir o risco de que os problemas existentes em uma área de atuação do grupo levem as demais a também enfrentarem problemas, e

(4) mercados de valores mobiliários fortes auxiliam o desenvolvimento nacional porque permitem a existência de investimentos de venture capital, além de permitirem, também, o ingresso de investimento estrangeiro no país.²⁷

Portanto, a melhoria do mercado de valores mobiliários deve ser encarada como uma medida a ser perseguida para trazer benefícios à economia nacional como um todo, e não apenas para os diretamente envolvidos (companhias emissoras, investidores, intermediários, bolsas de valores, etc).

²⁷ Cf.: “Securities markets have a number of potential advantages over bank financing and internal financing as a means to finance firm growth. First, countries with strong securities markets can rely more on equity and long term debt financing, and less on bank loans and short-term debt. Banks are prone to credit crunches and other troubles that can reverberate through the whole economy. Even in advanced bank-centered countries, usually with decent regulators, bad bank loans can have macroeconomic repercussions (...). Less-developed countries, often with weak regulators, are even more likely to face bank-driven financial collapses and resulting bailouts and recessions. Banks are also a cash business, hence easy to loot, especially in countries with weak investor protections. And short term financing can increase the severity of economic crises, as investors refuse to re-lend when the need for capital is greatest. Second, when external equity markets are weak, family-controlled conglomerates create internal capital markets instead. Especially in economic downturns, these conglomerates often send good money after bad in an effort to prop up money-losing subsidiaries. (...) It’s striking, and likely not coincidental, that the East Asian countries that best survived the 1997–1998 Asian financial crisis either had relatively strong stock markets (Taiwan, Hong Kong, and Singapore) or a mostly closed economy (China, most notably). As Simon Johnson and coauthors report, “Measures of corporate governance, particularly the effectiveness of protection for minority shareholders, explain the extent of [currency] depreciation and stock market decline [in the crisis] better than do standard macroeconomic measures. (...) Third, a stock market lets companies rely more on external capital and less on internal capital. This helps firms grow rapidly and gives companies that focus on a single core business an advantage over diffuse conglomerates. In the United States, conglomerates are usually less efficient than more focused firms. Conglomerates remain strong in countries with weak stock markets, partly because the conglomerate form can provide the capital that a rapidly growing business needs. Fourth, a strong equity market permits venture capital and leveraged buyout promoters to exit from their investments through an initial public offering. The availability of this public market exit may be an important precursor to a vibrant venture capital industry. Fifth, foreign capital inflows can support domestic growth. Securities markets allow the inflow channel of portfolio investment, and thus can increase total capital inflows.” in B. BLACK, *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*, in *UCLA Law Review* 48 (2001), pp. 832-833.

Justificada a existência de um mercado de valores mobiliários em um país, deve-se buscar, como feito na sequência, a análise sobre o caráter estratégico da informação em mercados, em mercado de capitais, e os desafios surgidos para o Direito a partir da necessidade de preservação das relações de confiança existentes em mercado a partir da confiança na informação divulgada.

Capítulo 3. Informação e Mercado

Seria pouco sofisticado fazer uma afirmação de que a temática da informação é importante para a realização de negócios em mercados ou para a abordagem que a Economia e o Direito historicamente têm feito sobre o assunto. E a razão dessa falta de sofisticação é o simples fato de que todos concordam e reconhecem a relevância do tema especialmente para a vida cotidiana das pessoas e para a realização de negócios empresariais.

Não que a pouca sofisticação apontada seja razão para se interromper a sequência de estudos que o Direito e a Economia têm feito sobre o tema da informação em mercado. Ao contrário, partindo-se da premissa, já comprovada, de que informações são relevantes para o mercado, entendendo-se como mercado não apenas o mercado de valores mobiliários, mas, sim, quaisquer mercados onde compras e vendas de quaisquer tipos de bens são realizadas, deve-se continuar a aprofundar a forma pela qual o Direito lida com a temática da informação.

A esse respeito, portanto, divulgações obrigatórias, deveres de divulgação, responsabilidade pela informação divulgada e, como se pretende demonstrar, a proteção da confiança daqueles que utilizam a informação de terceiros para negociarem com os próprios terceiros são temas que surgem para o Direito e que se colocam de forma a chamar a sua atenção de forma constante, quer para cuidar de falhas decorrentes de uma normatividade atual, quer para disciplinar novas situações que a evolução dos costumes apresenta e continuará a apresentar.

Este capítulo pretende demonstrar como os estudiosos da Economia conseguiram concluir sobre a importância da temática da informação. Além disso, e em paralelo, pretende-se utilizar essas conclusões como premissas fáticas para a atuação normativa do Direito com o objetivo de preservar a relação de confiança daqueles que confiam nas informações divulgadas em mercado, não necessariamente de capitais.

E, em se falando da análise econômica sobre a temática das informações, não há outro melhor caminho inicial (ainda que cronologicamente posterior ao estudo de COPERNICO abaixo analisado) que não seja o de se analisar, mais uma vez, o já conhecido

caso do *The Market for Lemons*, de GEORGE AKERLOF, e suas implicações para o Direito e a proteção das relações em mercado.

Inicialmente, antes de se partir para os comentários sobre *The Market for Lemons*, é válido mencionar que o autor GEORGE AKERLOF foi um dos ganhadores do Prêmio Nobel de Economia no ano de 2001 por sua contribuição ao estudo da assimetria informacional em mercado. No que interessa ao presente trabalho, a concessão do Prêmio Nobel é um fato que demonstra a importância da temática da informação para os estudiosos da Economia. De interessante, como será demonstrado a seguir, outro dos laureados com o Prêmio Nobel foi EUGENE FAMA, cuja maior contribuição à Economia é justamente o estudo sobre como as cotações dos valores mobiliários refletem informações disponíveis. Na opinião do comitê responsável pela parte das Ciências Econômicas²⁸, como o Prêmio é oficialmente conhecido, o tema da informação é relevante.

Em linhas bem sintéticas, *The Market for Lemons* demonstra a assimetria informacional, explicada de forma fácil de ser constatada a partir de mercados bem conhecidos como os de carros usados, seguro saúde e de concessão de crédito em países subdesenvolvidos. Mas mais importante do que explicar a assimetria informacional, o artigo de AKERLOF é importante porque torna evidente o risco da assimetria informacional (existente em um mercado onde os critérios qualitativos de um determinado produto não podem ser facilmente constatados e verificados) acabar por expulsar do mercado os ofertantes de bons produtos justamente porque a assimetria informacional impede que os adquirentes paguem um preço condizente com o bom produto, cuja venda em mercado se equipara, aos olhos do adquirente, a um produto vendido por preço inferior, cuja qualidade, em função da assimetria, não pode ser constatada.²⁹

²⁸ A nomenclatura completa do prêmio é The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2002, que pode ser traduzida como O Prêmio Sveriges Riksbank em Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel. “Sveriges Riksbank”, por sua vez, é o Banco Central da Suécia.

²⁹ O mercado de carros usados foi escolhido como exemplo por GEORGE AKERLOF porque permite facilmente ilustrar os pensamentos desenvolvidos no artigo a partir da sua concretude e facilidade de entendimento, cf.: “The automobile market is used as a finger exercise to illustrate and develop these thoughts. It should be emphasized that this market is chosen for its concreteness and ease in understanding rather than for its importance or realism.” in *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, nº. 3 (Agosto 1970), p. 489. Por outro lado, pode-se facilmente perceber que não é apenas a concretude que torna o mercado de carros usados como um bom exemplo para o estudo da assimetria informacional: o fato da aquisição e venda de um veículo representar um dos primeiros negócios de maior valor (se comparado ao patrimônio total da pessoa) que uma pessoa geralmente faz, muitas

O mesmo racional se aplica aos valores mobiliários ofertados em um determinado mercado de valores mobiliários, cujas qualidades do que representam somente podem ser constatadas a partir da divulgação de informações e confiabilidade nas informações divulgadas.

The Market for Lemons é um texto importante porque analisa e evidencia, com clareza, a questão da assimetria informacional e, por consequência, os impactos negativos que surgem para *players* que oferecem produtos de qualidade em mercado que, em função da assimetria informacional (existente em relação aos adquirentes), não conseguem vender seus produtos por preço superior ao daqueles de qualidade inferior, uma vez que a assimetria informacional impede compradores de, de forma prévia, avaliarem a qualidade e precificá-la de forma a oferecer uma contraprestação a um produto de boa qualidade. Ao contrário, no mercado de carros usados, compradores, sem terem condições de avaliarem corretamente um carro usado, passam a estar dispostos a pagar um preço de compra como se o mesmo fosse um carro com problemas a aparecerem no futuro, chamados no mercado americano de *lemons* (limões), em oposição aos *peach(es)* (pêssegos), que seriam os carros usados à venda sem problemas ocultos a se mostrarem presentes após a aquisição. Os mercados de venda de seguros saúde para idosos, de concessão de crédito em países subdesenvolvidos e o papel de garantidores reputacionais, como redes de franquia de restaurantes, são também mencionados pelo autor para analisar a assimetria informacional.

De uma forma geral, o pensamento evidenciado por AKERLOF traz desafios para o Direito na exata medida em que o Direito, por seu caráter mandatório, é capaz de obrigar que produtos colocados no mercado atendam a determinados níveis mínimos de qualidade. Ou que, quer se referindo aos valores mobiliários negociados em mercado, ou a quaisquer outros produtos divulgados para venda em outros mercados, que a divulgação de um determinado conjunto de informações sobre o bem negociado seja obrigatoriamente realizada. Por consequência, ao Direito também compete criar um conjunto de normas que procurem assegurar a veracidade das informações obrigatoriamente divulgadas, quer seja pela obrigatoriedade de sua verificação por um terceiro, como é o caso dos auditores

vezes até anterior à aquisição da casa própria, permite que o leitor se coloque “dentro” do exemplo utilizado como base para o estudo registrado por AKERLOF.

independentes que auditam as companhias abertas, quer seja pela previsão de um sistema punitivo para aqueles que divulgarem informações falsas ao mercado.

Como mencionado logo ao início de seu trabalho, GEORGE A. AKERLOF informa que seu estudo se refere à relação entre qualidade e incerteza. Ou, que seu estudo se refere *aos custos econômicos da falta de honestidade*.³⁰ Ou, ainda, que seu estudo demonstra a assimetria informacional a partir de *mercados nos quais compradores recorrem a estatísticas de mercado para julgar a qualidade de compras em potencial, de forma que existe o incentivo para vendedores oferecerem em mercado mercadorias de baixa qualidade uma vez que os retornos pela venda de produtos de boa qualidade serão repartidos com todo o grupo que compõe a estatística do mercado e não permanecerão com o vendedor que ofertou o produto de boa qualidade*.³¹ Em outras palavras, AKERLOF informa que a assimetria informacional, ou a dificuldade de se obter informações específicas sobre um determinado produto quando comparado com produtos concorrentes, faz com que as eventuais superioridades qualitativas de um produto não consigam ser percebidas, na prática, pelos seus potenciais compradores. Como produtos de qualidade superior, em regra, carregam custos de produção superiores consigo, e o preço de venda será o preço de mercado onde produtos de qualidade inferior, de menor custo de produção, o lucro obtido pelo produtor de produtos de boa qualidade será inferior ao lucro obtido pelo produtor de produtos de baixa qualidade, causando um desestímulo para que interessados em ofertar produtos de boa qualidade assim o façam em um determinado mercado. A assimetria informacional leva à diminuição de ofertantes de bons produtos no mercado.

Em um total de apenas 13 páginas, AKERLOF escreveu um texto muito relevante.

³⁰ Cf.: “This paper relates quality and uncertainty. The existence of goods of many grades poses interesting and important problems for the theory of markets. On the one hand, the interaction of quality differences and uncertainty may explain important institutions of the labor market. On the other hand, this paper presents a struggling attempt to give structure to the statement: “Business in under- developed countries is difficult”; in particular, a structure is given for determining the economic costs of dishonest.” in *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism* cit. (nota 29 supra), p. 488.

³¹ Cf.: “There are many markets in which buyers use some market statistic to judge the quality of prospective purchases. In this case there is incentive for sellers to market poor quality merchandise, since the returns for good quality accrue mainly to the entire group whose statistic is affected rather than to the individual seller.” in *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism* cit. (nota 29 supra), p. 488.

AKERLOF inicia seu estudo a partir do mercado de carros usados e com base no pensamento habitualmente difundido de que *a diferença de preço entre carros novos e carros que tenham recentemente saído de show rooms (ou concessionárias) não seria devida apenas à sensação de se ter um carro novo.*³² Como ponto de partida, AKERLOF foca na existência de apenas quatro tipos de carros: novos e usados, os quais podem ser bons carros ou carros ruins, sendo que a compra de um carro novo por um consumidor é um negócio no qual o consumidor não sabe, de forma prévia, se o carro adquirido será ou não um carro bom ou um carro ruim, conhecido no mercado americano como “lemon”.³³

Prosseguindo, AKERLOF explica que, *após a compra e utilização do carro, seu proprietário consegue formar uma opinião sobre a qualidade do veículo, conseguindo atribuir uma nova probabilidade para seu carro ser considerado como um carro bom ou como um lemon.*³⁴ Mas, mesmo que ele saiba que seu carro apresenta vantagens competitivas em relação aos demais similares, seu vendedor terá grande dificuldade de ofertar seu veículo em mercado por preço superior ao praticado no mercado que considera os *lemons* como predominantes. Com esse pensamento, AKERLOF explica que os *carros ruins tendem a expulsar (da mesma forma que dinheiro ruim expulsa dinheiro bom conforme a Lei de Gresham) os carros bons do mercado pelo simples fato de que ambos são comercializados pelo mesmo preço.*³⁵

³² Cf.: “From time to time one hears either mention of or surprise at the large price difference between new cars and those which have just left the showroom. The usual lunch table justification for this phenomenon is the pure joy of owning a “new” car. We offer a different explanation” in *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism cit.* (nota 29 supra), p. 489.

³³ Cf.: “Suppose (for the sake of clarity rather than reality) that there are just four kinds of cars. There are new cars and used cars. There are good cars and bad cars (which in America are known as “lemons”). A new car may be a good car or a lemon, and of course the same is true of used cars. The individuals in this market buy a new automobile without knowing whether the car they buy will be good or a lemon.” in *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism cit.* (nota 29 supra), p. 489.

³⁴ Cf.: “After owning a specific car, however, for a length of time, the car owner can form a good idea of the quality of this machine; i.e., the owner assigns a new probability to the event that his car is a lemon. This estimate is more accurate than the original estimate. An asymmetry in available information has developed: for the sellers now have more knowledge about the quality of a car than the buyers. But good cars and bad cars must still sell at the same price -since it is impossible for a buyer to tell the difference between a good car and a bad car.” in *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism cit.* (nota 29 supra), p. 489.

³⁵ Cf.: “For most cars traded will be the “lemons,” and good cars may not be traded at all. The “bad” cars tend to drive out the good (in much the same way that bad money drives out the good). But the analogy with Gresham's law is not quite complete: bad cars drive out the good because they sell at the same price as good cars; similarly, bad money drives out good because the exchange rate is even. But the bad cars sell at the same price as good cars since it is impossible for a buyer to tell the difference between a good and a bad car; only

O segundo exemplo trazido por AKERLOF é o do mercado de seguros saúde, precisamente focando na questão da pouca oferta de seguros disponíveis para pessoas com mais de 65 anos. Nesse caso, AKERLOF explica que *o que ocorre nada mais é do que um problema de seleção adversa (adverse selection) pelo qual, por mais que as operadoras de planos de saúde subam seus preços, esses planos de saúde com alto valor serão “comprados” pelas pessoas que sabem que deles irão precisar com frequência, ou seja, pessoas que terão alta taxa de utilização do plano.*³⁶ Como resultado, segundo o autor, as condições de saúde dos potenciais “adquirentes” do plano de saúde piora, o que, por sua vez, faz aumentar ainda mais os valores que potencialmente seriam cobrados dessa faixa da população, em uma escalada que o resultado provável acaba sendo a não oferta de planos de saúde para esse segmento da população.

Em paralelo com mercados em geral, o exemplo dos planos de saúde, pela razão óbvia (e digna) de que pessoas não devem passar por escrutínios antes da decisão da operadora de planos de saúde a elas ofertarem seus serviços, demonstra a preocupação natural que passa a existir quando um dos lados do mercado não tem condições de bem avaliar o produto ou a contraparte do negócio pretendido. Nesse cenário, portanto, regimes que obriguem a divulgação de informações em mercado auxiliam no processo de diminuição da assimetria informacional e, por consequência, da ideia de risco que uma das partes do negócio irá aplicar ao preço ofertado.

O terceiro exemplo analisado por AKERLOF é o que trata do custo da desonestidade, especialmente em países subdesenvolvidos segundo o autor. AKERLOF inicia este terceiro exemplo analisando um mercado hipotético *onde as mercadorias são vendidas de forma honesta e desonesta, com os critérios de qualidade sendo garantidos (na prática)*

the seller knows. In Gresham's law, however, presumably both buyer and seller can tell the difference between good and bad money. So the analogy is instructive, but not complete” in *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism cit.* (nota 29 supra), p. 489-490.

³⁶ Cf.: “Our answer is that as the price level rises the people who insure themselves will be those who are increasingly certain that they will need the insurance; for error in medical check-ups, doctors' sympathy with older patients, and so on make it much easier for the applicant to assess the risks involved than the insurance company. The result is that the average medical condition of insurance applicants deteriorates as the price level rises -with the result that no insurance sales may take place at any price.' This is strictly analogous to our automobiles case, where the average quality of used cars supplied fell with a corresponding fall in the price level.” in *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism cit.* (nota 29 supra), p. 492-493.

ou falsificados. Nesse mercado, o problema enfrentado pelo comprador é, por óbvio, a identificação da qualidade, já que existem vendedores oferecendo produtos de qualidade inferior, os quais tendem a expulsar os vendedores de produtos de boa qualidade para fora do mercado, tal como no caso dos lemons no mercado de carros usados. É o maior custo da desonestidade. Existem potenciais compradores de produtos de boa qualidade e potenciais vendedores desses produtos. Porém, a presença de pessoas que desejem colocar no mercado produtos ruins como se bons fossem força à expulsão do mercado dos vendedores de bons produtos. O custo da desonestidade não se resume apenas ao montante sobre o qual o comprador é enganado, mas sim abrange a perda decorrente da expulsão dos vendedores de bons produtos do mercado.³⁷ Com isso, fica evidente o custo social que surge quando vendedores de produtos sem qualidade conseguem competir com superioridade aos vendedores de produtos de boa qualidade.

O quarto exemplo trazido por AKERLOF e que também identifica a questão da assimetria informacional é o do mercado de crédito na Índia onde, segundo o autor e à época do texto, coexistiriam como concessionários de empréstimos os bancos nacionais cobrando taxas de juros de 6 a 10% e os concessionários de empréstimos locais, que poderiam ser pessoas naturais, emprestando a taxas de 15 a 50%. Inobstante o fato de que as diferenças são relevantes entre os dois, AKERLOF explica que os concessionários de empréstimos locais tinham, por hábito conceder empréstimos a pessoas cujas atividades e históricos eram do seu conhecimento, ou seja, pessoas que demonstravam capacidade e pré-disposição de honrar seus compromissos. Embora não mencionado pelo autor, bancos nacionais tenderiam a ter sistemas que melhor identificassem aqueles que seriam tomadores dos seus recursos. Mas o que foi mencionado por AKERLOF e serve como bom exemplo para assimetria informacional é a consequência que se tornaria existente para qualquer terceiro que se

³⁷ Cf.: “Consider a market in which goods are sold honestly or dishonestly; quality may be represented, or it may be misrepresented. The purchaser's problem, of course, is to identify quality. The presence of people in the market who are willing to offer inferior goods tends to drive the market out of existence - as in the case of our automobile "lemons." It is this possibility that represents the major costs of dishonesty - for dishonest dealings tend to drive honest dealings out of the market. There may be potential buyers of good quality products and there may be potential sellers of such products in the appropriate price range; however, the presence of people who wish to pawn bad wares as good wares tends to drive out the legitimate business. The cost of dishonesty, therefore, lies not only in the amount by which the purchaser is cheated; the cost also must include the loss incurred from driving legitimate business out of existence. Dishonesty in business is a serious problem in underdeveloped countries” in *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism* cit. (nota 29 supra), p. 496.

colocasse entre os bancos nacionais e os concessionores de empréstimos locais: *certamente atrairia os lemons como seus clientes*.³⁸

Por fim, AKERLOF traz os exemplos dos terceiros que, interagindo em uma relação, acabam por assegurar determinados critérios de qualidade e de diminuição de risco para uma das partes do negócio. AKERLOF, no caso, traz os exemplos da concessão de garantias por um terceiro, o que auxilia na diminuição de riscos, bem como das franquias de restaurantes e hotéis que, a partir de suas respectivas marcas, procuram trazer aos clientes a ideia de que encontrarão determinados níveis de serviço e qualidade dentro dos estabelecimentos que carregam suas marcas.³⁹

Em todos esses exemplos trazidos por AKERLOF, pode-se perceber a importância que a informação exerce para a realização de negócios. Essa importância se mostra presente, nos exemplos citados, na obtenção de informações prévias à realização de um negócio e está diretamente relacionada com o preço a ser praticado pelo adquirente no negócio. Porém, em se tratando do mercado de valores mobiliários, não basta a existência de um regime informacional que obrigue a divulgação de informações para permitir ao público investidor decidir de maneira informada sobre a aquisição e manutenção de valores

³⁸ Cf.: "A second example of the workings of the Lemons Principle concerns the extortionate rates which the local moneylender charges his clients. In India these high rates of interest have been the leading factor in landlessness; the so-called "Cooperative Movement" was meant to counteract this growing landlessness by setting up banks to compete granted only where the granter has (1) easy means of enforcing his contract or (2) personal knowledge of the character of the borrower. The middleman who tries to arbitrage between the rates of the moneylender and the central bank is apt to attract all the "lemons" and thereby make a loss. with the local moneylenders.7 While the large banks in the central cities have prime interest rates of 6, 8, and 10 per cent, the local moneylender charges 15, 25, and even 50 per cent. The answer to this seeming paradox is that credit is granted only where the granter has (1) easy means of enforcing his contract or (2) personal knowledge of the character of the borrower. The middleman who tries to arbitrage between the rates of the moneylender and the central bank is apt to attract all the "lemons" and thereby make a loss." in *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism* cit. (nota 29 supra), p. 498-499.

³⁹ Cf.: "Numerous institutions arise to counteract the effects of quality uncertainty. One obvious institution is guarantees. Most consumer durables carry guarantees to ensure the buyer of some normal expected quality. One natural result of our model is that the risk is borne by the seller rather than by the buyer. A second example of an institution which counteracts the effects of quality uncertainty is the brand-name good. Brand names not only indicate quality but also give the consumer a means of not only indicate quality but also give the consumer a means of retaliation if the quality does not meet expectations. For the consumer will then curtail future purchases. Often too, new products are associated with old brand names. This ensures the prospective consumer of the quality of the product. Chains - such as hotel chains or restaurant chains - are similar to brand names. One observation consistent with our approach is the chain restaurant. These restaurants, at least in the United States, most often appear on interurban highways. The customers are seldom local. The reason is that these well-known chains offer a better hamburger than the average local restaurant; at the same time, the local customer who knows his area, can usually choose a place he prefers." in *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism* cit. (nota 29 supra), p. 499-500.

mobiliários. Optar por uma estratégia que fosse exclusiva na existência de um regime informacional seria pouco inteligente se não houvesse mecanismos de punição para a divulgação inverídica ou omissão de divulgação de informações verídicas sobre a situação do valor mobiliário ou do emissor, como será melhor demonstrado nos capítulos a seguir.

Por óbvio, como demonstrou AKERLOF, problemas de assimetria informacional favorecem a atuação de ofertantes de produtos de má qualidade porque acabam por expulsar ofertantes de produtos de boa qualidade do mercado. Mas outra consequência, decorrente da expulsão, é o custo social que a expulsão de ofertantes de bons produtos ocasiona, qual seja, a manutenção de um mercado onde ofertantes de produtos de boa qualidade simplesmente não têm vez, para se recorrer a um ditado popular.

Mas se a análise do texto de AKERLOF foi um passo inicial para o estudo que se pretende ver aqui registrado, esse mesmo passo inicial não estaria completo se não fossem analisadas, também, as ideias de NICOLAUS COPERNICUS que, em certa maneira, podem ser vistas como precursoras do estudo de AKERLOF.

3.1 Nicolaus Copernicus e a Confiança em Mercado

NICOLAUS COPERNICUS não foi um homem qualquer. Se sua lembrança mais habitual é pelo seu estudo que apresentou o Sol substituindo a Terra como centro do universo, seus estudos sobre moeda também oferecem caminhos para a pesquisa objeto desta Tese. É que, em trabalho intitulado *Ensaio sobre a Cunhagem de Moedas*, entendendo-se como “cunhagem” não apenas o ato de cunhar, fabricar moedas, mas principalmente o ato de se oferecer unidades de referência que funcionem para as trocas em mercado, o pensador polonês apresenta ideias que, embora aplicadas à moeda (entendida no texto em seu sentido duplo de moeda em curso em um país e o próprio metal que faz as vezes do atual papel-moeda), bem servem para o mercado de valores mobiliários na exata medida em que essas ideias lidam com questões como a confiança, a necessidade de padronização das informações sobre os valores intrínsecos da moeda e o fato de que “más moedas”, assim como os *lemons* de AKERLOF, acabarem por expulsar os bens de valor intrínseco correto, como as moedas que corretamente carregam consigo o total de metal nelas expresso, os carros usados de boa qualidade e os valores mobiliários cujas informações de seu emissor estão devidamente divulgadas ao mercado.

A tese de COPERNICUS tem como ponto de partida o fato de que *a depreciação da moeda em curso em um país é um dos principais, e menos estudados, problemas que podem levar um país à ruína*. Os demais problemas, conforme a realidade vivida no começo do século 16 (a origem provável do texto é anterior ao ano de 1526), *seriam movimentos sociais, mortalidade em taxas anormais e diminuição dos níveis éticos*.⁴⁰ A depreciação explicada por COPERNICUS seria *o resultado da perda de confiança de uma população no valor subjacente da moeda em circulação, como resultado do seu valor nominal não expressar, ou melhor, expressar um valor menor que o total de ouro e prata que deveriam estar contidos na moeda em questão conforme os símbolos de valor nela contidos*. Ou, ainda, nas palavras do mesmo autor, a perda da “magnitude” da moeda, de forma que a população passaria a sentir um sentimento de desconfiança em relação à moeda, uma perda da confiança nos valores que a moeda, ao menos nominalmente, indicaria conter.

A análise feita por COPERNICO para a moeda serve muito bem para indicar o grau de deterioração das relações de confiança no mercado de valores mobiliários quando o público investidor percebe uma deterioração nos valores mobiliários negociados, de forma que os mesmos ou trazem insegurança sobre seu real valor, ou se mostram, posteriormente, como não condizentes com os ativos que deveriam representar. Assim, como no exemplo de COPERNICO, a desconfiança surgiria em decorrência do fato de que uma moeda que indicasse ter meia libra (libra entendida como unidade de peso) de prata, na verdade, contivesse menos do que isso, e passasse a servir como meio de troca não pelo valor nominal de meia libra de prata, mas sim pelo seu conteúdo real a menor ou imaginado como a menor; a desconfiança também existirá quando o valor mobiliário for falso, expressar indicações falsas sobre a companhia emissora, deixando de representar o valor da companhia que o emitiu.

⁴⁰ Cf.: “Although there are countless scourges which in general debilitate kingdoms, principalities, and republics, the four most important (in my judgment) are dissension, [abnormal] mortality, barren soil, and debasement of the currency. The first three are so obvious that nobody is unaware of their existence. But the fourth, which concerns money, is taken into account by few persons and only the most perspicacious. For it undermines states, not by a single attack all at once, but gradually and in a certain covert manner. Coinage is imprinted gold or silver, by which the prices of things bought and sold are reckoned according to the regulations of any State or its ruler. Therefore money is, as it were, a common measure of values. That which ought to be a measure, however, must always preserve a fixed and constant standard. Otherwise, public order is necessarily disturbed, with buyers and sellers being cheated in many ways, just as if the yard, bushel, or pound did not maintain an invariable magnitude.” in *Monete Cudende Ratio*, anterior a abril de 1526, trad. ingl. de E. ROSEN, *Essay on the Coinage of Money* (1526), s.l., s.d., disponível [on-line] in <http://copernicus.torun.pl/en/archives/money/4/?view=transkrypcja&lang=en> [09-06-2016].

Focando a análise na ação, cuja acepção legal é a de título representativo do capital social, mas que é, e deve ser analisada pelo público investidor, como título representativo de um resultado futuro possível de ser trazido para o investidor, quer seja pela valorização dos ativos da companhia, quer seja pela geração de resultados (dividendos) decorrentes da atividade empresarial exercida pelo emissor, pode-se perceber que a crise de confiança, com seus resultados negativos para o mercado, existirá na exata medida em que a percepção do mercado sobre a companhia passar a ser negativa quando da descoberta de que informações relevantes para a precificação do valor mobiliário ou foram omitidas ou foram divulgadas de forma falsa, como se a mentira não tivesse “perna curta”, para se recorrer a um ditado popular, especialmente em um cenário onde a verificação física dos ativos da companhia e da forma pela qual ela exerce sua atividade empresarial são impossíveis, “restando” para o investidor a análise dos números e informações divulgados pela companhia ou outras informações que sejam de conhecimento público.

Mas voltando para as ideias acima apresentadas, o pensador polonês inicia sua dissertação afirmando que, *como a moeda é uma medida comum de valores, ela deve sempre manter um valor fixo e padronizado*.⁴¹ O entendimento dessa afirmação somente é possível quando se recorda que ela foi feita no século XVI quando a moeda significava tanto a moeda em curso em um país (ou região) quanto, e aqui entra o aspecto principal, uma unidade de medida de ouro e prata, que seriam as “unidades” de referência para as trocas feitas em mercado, sendo todas as trocas feitas com base no suposto valor intrínseco do metal do qual foi feita a moeda.

Inicialmente, COPERNICUS trabalha o conceito de valor nominal da moeda, explicando que ele deve corresponder, *na quase totalidade, com o total em peso de ouro e prata da moeda*.⁴² COPERNICUS também oferece suas razões para a adição de cobre na moeda:

⁴¹ Cf.: “Coinage is imprinted gold or silver, by which the prices of things bought and sold are reckoned according to the regulations of any State or its ruler. Therefore money is, as it were, a common measure of values. That which ought to be a measure, however, must always preserve a fixed and constant standard. Otherwise, public order is necessarily disturbed, with buyers and sellers being cheated in many ways, just as if the yard, bushel, or pound did not maintain an invariable magnitude.” in *Monete Cudende Ratio cit.* (nota 40 supra), p.1.

⁴² Cf. “The face value of a coin is just and proper when the coin contains slightly less gold or silver than may be bought with it, since only the expenses of the minters should be deducted. For, the symbol should add some value to the metal” in *Monete Cudende Ratio cit.* (nota 40 supra), p.1.

*deixar a moeda menos vulnerável à ação de trapaceiros (falsificadores), permitir um tamanho adequado de moedas quanto uma maior, de tamanho e valor, é quebrada em partes, e aumentar a durabilidade da moeda, o que é possível com a adição de cobre no seu feitio.*⁴³ Portanto, uma ligeira diminuição no total de ouro e prata, devido à adição de cobre, seria algo aceitável segundo COPERNICUS. Mas o aspecto mais interessante de sua análise, para os fins deste trabalho, é o que evidencia a moeda *como uma unidade de referência obrigatória que deve preservar um padrão constante, de forma que, caso referido padrão não seja observado, compradores e vendedores serão trapaceados de diversas maneiras, tal como ocorreria se a jarda, o alqueire e a libra (peso) não tivessem uma magnitude invariável.* Transplantando essa ideia para o campo do mercado de valores mobiliários dos dias de hoje, pode-se perceber a importância do regime informacional das companhias abertas, uma vez que as informações prestadas, especialmente as que se espera ver como obrigatórias, formam um padrão de informações que, pela obrigatoriedade, deve ser divulgado ao mercado que, com elas, precifica os valores mobiliários dos emissores.

Porém, algumas situações verificadas à época serviram como suporte para COPERNICUS demonstrar a questão da deterioração da moeda, sendo, de início os problemas correlatos *ao fato da moeda passar a conter menos ouro ou prata do que indica com sua simbologia de valores nela expressos, fato que ocorre não por má-fé do Reino que a cunhou, mas sim por distorções decorrentes da adição de cobre em montante superior ao apropriado, pelo peso da moeda estar errado apesar da proporção prata/cobre estar correta e quando as duas situações retratadas se mostram conjuntamente presentes.*⁴⁴

Outra causa da deterioração da moeda seria o fato dela ter passado a ser emitida por *idades diversas dentro do mesmo reino, conforme novos privilégios de emissão de moeda foram concedidos a essas cidades, o que elevou o total de moedas em circulação,*

⁴³ Cf.: “In the next place, copper is usually mixed with coins, especially those made of silver. [This is done,] I believe, for two reasons. First, the coinage is less vulnerable to the schemes of crooks and those who would melt it down if it consisted of pure silver. Secondly, when silver bullion is broken down into little pieces and the smallest coins, it keeps a convenient size when it is alloyed with copper. A third reason may be added, namely, to stop it from disappearing sooner by being worn down through constant use, and to make it last longer by strengthening it with copper.” in *Monete Cudende Ratio cit.* (nota 40 supra).

⁴⁴ Cf.: “This [face-value] Valor is corrupted in many ways. First, the metal, alone may be defective, when for the same weight of coin more than the right amount of copper is alloyed with the silver. Secondly, the weight may be defective, even though the proportion of copper and silver is correct. Thirdly, and this is the worst, both defects may be present at the same time.” in *Monete Cudende Ratio cit.* (nota 40 supra).

mas não a qualidade das moedas, uma vez que cada uma das cidades passou a emitir moedas fazendo suas próprias especificações sobre o quanto de prata e cobre cada moeda deveria conter.⁴⁵ Ainda que referidas moedas circulassem sob os mesmos nomes (nomes como indicadores de valor, como é o caso do marco, por exemplo) em regiões próximas e pertencentes ao mesmo reino. Segundo COPERNICUS, *quando essa situação se verifica, as moedas passam a ser tão diferentes que moedas individualmente consideradas dificilmente podem ser classificadas para seu valor intrínseco e diferenciadas umas das outras. A variedade de moedas, por consequência, produz confusão e agrava as dificuldades e problemas para aqueles que celebram contratos e fazem negócios.*⁴⁶ O fato de algumas cidades emitirem moedas que continham 1/5 ou 1/6 a menos de metal a menos que o padrão jogou o valor de todas as moedas para baixo, como se a população inteira atribuísse às moedas boas o mesmo valor das moedas ruins (com menos prata do que as boas).⁴⁷

Tanto o problema existiu, que uma das soluções propostas para a época por COPERNICUS foi justamente a *fixação de um local exclusivo para a cunhagem de moedas e que as moedas tivessem um único nome, não da cidade responsável por sua emissão (que já não mais existiria em função da exclusividade), mas sim do país com sua insígnia, o que garantiria o valor da moeda por todo o território do país.*⁴⁸ Como se percebe, a fixação de padrões é algo recomendável quando se lida com valores.

⁴⁵ Cf.: “Later, when the country's status changed, cities were granted the right to mint coins. As they exercised their new privilege, currency increased in quantity, though not in quality. Four parts of copper began to be alloyed with a fifth part of silver in the old shillings, until 20 marks were exchanged for 1 pound of silver. And so those new shillings, since they were now worth more than twice as much as the recent shillings, were made into skoters, reckoned at 24 to the light mark. Hence, 1/5 of the money's value in the mark perished.” in *Monete Cudende Ratio cit.* (nota 40 supra).

⁴⁶ Cf.: “For not only the groats and shillings but also the pennies are now so different in their many kinds that individual coins can hardly be rated according to the condition of their intrinsic value and differentiated from one another. Consequently the resulting variety of money would produce inescapable confusion and aggravate the difficulties, problems, and other annoyances of those who engage in business and enter into contracts.” in *Monete Cudende Ratio cit.* (nota 40 supra).

⁴⁷ Cf.: “The groat in fact differed from the shilling in that it was worth 1/5 or 1/6 less than the standard. Through its false and unfair evaluation it dragged down the value of the shilling.” in *Monete Cudende Ratio cit.* (nota 40 supra).

⁴⁸ Cf.: “Secondly, only one place, if possible, should be designated for a mint. There coins should be struck in the name, not of one city, but of the whole country with its insignia. The validity of this recommendation is proved by the Polish coinage, which for this reason alone maintains its value over so vast an extent of territory.” in *Monete Cudende Ratio cit.* (nota 40 supra).

E a fixação de normas que disciplinem questões fundamentais para o bom desenvolvimento do mercado, como uma norma que um padrão de prata e cobre e uma casa da moeda exclusiva para o reino, tal como sugerido por COPERNICUS, acaba por ser um dos desafios impostos ao Direito exatamente naquilo que se referir à relação desenvolvimento do mercado e busca por assegurar a preservação da confiança daqueles que fazem negócios em mercado, tal como ocorre com qualquer norma posta para diminuir a assimetria informacional via imposição de critérios de divulgação obrigatória de informações.

Se a moeda da Prússia Real, uma província do Reino da Polônia, onde nasceu COPERNICUS, poderia despertar dúvidas sobre seu valor intrínseco, da mesma forma, valores mobiliários também despertam essas mesmas dúvidas quando não há um sistema pré-ordenado de regras postas para assegurar a veracidade das informações divulgadas pelos emissores para fins de análise do público investidor sobre o *quantum* do valor mobiliário negociado. Por óbvio, esse sistema pré-ordenado de regras parte não apenas da imposição de um regime informacional, mas vai além, através da maior responsabilidade administrativa, a ser apurada e sancionada pelo órgão regulador do mercado de valores mobiliários, passa pela responsabilidade civil, a ser aplicada pelo Judiciário, e chega até a responsabilidade mais forte, qual seja, a penal, que apura ilícitos correlatos à divulgação de informações pelos emissores de valores mobiliários. É a análise dessa responsabilidade, antecedida pelo exame da relação informação e mercado, analisada especialmente no mercado de valores mobiliários, que se passa a analisar nos capítulos seguintes.

Capítulo 4. Informação e Mercado de Capitais

Genericamente falando, como visto no capítulo anterior, a existência de informação verdadeira em mercado auxilia os participantes a tomarem decisões negociais e, de forma direta, privilegia os ofertantes de bons produtos ou serviços, cujas qualidades conseguem ser percebidas e precificadas de forma distinta daquelas próprias dos produtos e serviços de qualidade inferior. É justamente para obrigar a divulgação de informações importantes para o investidor e para prevenir a divulgação de informação fraudada que o Direito regula o regime informacional das companhias abertas e prevê, ou deveria prever, um bom sistema de repressão à infração das regras de boa divulgação de informações.

Historicamente, a doutrina tem apresentado o estudo de LOUIS D. BRANDEIS, publicado em 1913, para apresentar a clássica frase de que *a luz do sol* (para se referir à questão da publicidade das informações) *seria o melhor dos desinfetantes assim como a luz elétrica seria o mais eficiente policial*.⁴⁹ ⁵⁰Esse estudo, relevante, até porque seu autor foi posteriormente juiz da Suprema Corte americana (e, além dessa posição, teve seu nome mantido na história americana por suas posições contra os monopólios, a corrupção e o antissemitismo), traz um embasamento que bem explica a necessidade de devida divulgação de informações por parte das companhias.

O estudo de BRANDEIS, em detalhe, corresponde a uma série de artigos publicada no livro *Other Peoples' Money – and how banks use it* (O Dinheiro das Outras

⁴⁹ Cf.: “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.” in L. D. BRANDEIS, *Other People's Money – and how banks use it*, Nova Iorque, Frederick A. Stones Company, 1914, p. 92.

⁵⁰ Como fez FABIO KONDER COMPARATO em *A Regra do Sigilo nas Oferta Públicas de Aquisição de Ações*, in RDM 49 (1983), p. 56: “I. O Princípio da Informação Completa no Mercado de Capitais. 2. 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 o nosso, tornou-se a pedra angular da construção jurídico-comercial do setor, no mundo capitalista. A idéia central que originou a elaboração das famosas leis de 1933 e 1934, nos Estados Unidos, foi exposta pela primeira vez, em artigo de 1914 de Louis D. Brandeis (*Other People's Money*) (...) Era a profilaxia do mercado, por meio da mais ampla e completa informação ao público. Na frase sempre citada, “assim como a luz solar é tida como o melhor dos desinfetantes, a luz elétrica é o mais eficiente policial”. A lei, frisou Brandeis, não deveria tentar evitar que os investidores fizessem maus negócios. O controle e a intervenção estatal constituiriam, no caso, um remédio pior que a moléstia. Dever-se-ia, antes do princípio de que o público investidor é bastante adulto para, uma vez adequadamente informado, tomar as decisões que julgar melhores, segundo seus próprios interesses, dos quais é o único juiz competente.” De forma excepcional, optou-se pela transcrição no caso do trecho citado porque o objetivo era o de mostrar como a frase célebre de BRANDEIS tem sido repetida pela doutrina.

Pessoas – e como os bancos o utilizam). Curiosamente, “*other people’s money*” é uma expressão que foi utilizada por ADAM SMITH para se referir ao problema *dos administradores de companhias abertas que não dedicariam à gestão dos ativos da companhia a mesma atenção dedicada por sócios de uma sociedade fechada*. ADAM SMITH diz que, *estando os administradores gerindo dinheiro dos outros, não se pode esperar que exerçam a mesma vigilância que seria exercida por sócios de uma sociedade*.⁵¹ Quando recursos de terceiros são administrados por outros, a transparência e divulgação de informações se tornam atividades fundamentais para o bom funcionamento do mercado.

Curiosidades deixadas de lado, apesar da frase de BRANDEIS ter se tornado sinônimo de causa (ou objetivo) da divulgação de informações pelos emissores de valores mobiliários, o racional do seu pensamento não foi devidamente divulgado pela doutrina no Brasil. Pela atualidade das ideias, entender esse racional bem auxilia no entendimento do tema de estudo desta Tese.

O argumento do estudo de BRANDEIS estava centrado no combate ao denominado *Money Trust*, um agrupamento informal de instituições financeiras de Wall Street que, através de arranjos não divulgados ao público, e de forma não competitiva, conseguiu o controle de diversas empresas de setores variados da Economia americana. Para realizar o seu trabalho, BRANDEIS fez diversas referências à atividade desenvolvida por um Comitê do Congresso americano, o Comitê Pujo, que foi formado em 1913 justamente para investigar essa conduta das instituições financeiras que lhes trouxe poder demasiado sobre a Economia americana.

BRANDEIS focou seu estudo nas comissões, de diversas naturezas, obtidas pelos bancos de investimento por ocasião das ofertas de valores mobiliários, chegando a

⁵¹ Cf.: “The trade of a joint stock company is always managed by a court of directors. This court, indeed, is frequently subject, in many respects, to the control of a general court of proprietors. But the greater part of those proprietors seldom pretend to understand anything of the business of the company, and when the spirit of faction happens not to prevail among them, give themselves no trouble about it, but receive contentedly such half-yearly or yearly dividend as the directors think proper to make to them. (...) The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in private copartnery frequently watch over their own.” in A. SMITH, *The Theory of Moral Sentiments*, 6ª ed., 1790, disponível [on-line] in https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_MoralSentiments_p.pdf, pp. 574-575.

afirmar que apenas a ignorância dos fatos poderia justificar a existência dessas comissões diversas porque, se o investidor soubesse o quanto do preço que paga por um valor mobiliário é diluído por essas comissões e lucros dos bancos, haveria uma greve do capital contra essas cobranças injustas. Os lucros dos bancos seriam resultado não dos serviços prestados ou da contraprestação pelo risco assumido pelos bancos, mas sim resultado do fato de fazer com que outros emitissem títulos de dívida e outros (os adquirentes) assumissem riscos.⁵²

Segundo BRANDEIS, se os bancos fossem obrigados a divulgar suas comissões, não haveria motivo para revolta por parte dos investidores se essas comissões fossem devidas justamente; porém, haveria uma greve se os investidores conseguissem perceber que as comissões não eram razoáveis.⁵³

A partir desse ponto de vista, BRANDEIS sugere que a publicidade obrigatória seja praticada pelos bancos para permitir aos investidores concluírem sobre a razoabilidade, ou não, das comissões praticadas, dando o exemplo de que a publicidade deve ser real, não bastando que, apenas, formulários sejam entregues para o órgão regulador do mercado de capitais, mas sim que sejam escritos de forma fácil de ser compreendidas pelos investidores. BRANDEIS dá como exemplo a lei americana sobre alimentos, informando que ela não garante a qualidade ou os preços dos alimentos, mas sim auxilia os compradores dos alimentos a partir da exigência de que haja a divulgação dos ingredientes que compõem os alimentos. Parodiando o tema dos alimentos, BRANDEIS informa que um dos fatos mais importantes a serem conhecidos é a verificação do quanto de água que existe em um valor mobiliário; qualquer valor excessivamente pago a um

⁵² Cf.: “A large part of these underwriting commissions is taken by the great banking houses, not for their services in selling the bonds, nor in assuming risks, but for securing others to sell the bonds and incur risks.” in *Other People’s Money – and how banks use it cit.* (nota 49 supra), p. 96.

⁵³ Cf.: “But the investor's security is due partly, also, to his ignorance of the facts. Is it not probable that, if each investor knew the extent to which the security he buys from the banker is diluted by excessive underwritings, commissions and profits, there would be a strike of capital against these unjust exactions. (...) Compel bankers when issuing securities to make public the commissions or profits they are receiving. Let every circular letter, prospectus or advertisement of a bond or stock show clearly what the banker received for his middleman-services, and what the bonds and stocks net the issuing corporation. That is knowledge to which both the existing security holder and the prospective purchaser is fairly entitled. If the bankers' compensation is reasonable, considering the skill and risk involved, there can be no objection to making it known. If it is not reasonable, the investor will "strike," as investors seem to have done recently in England.” in *Other People’s Money – and how banks use it cit.* (nota 49 supra), pp. 99-101.

*banqueiro por intermediar a venda de um valor mobiliário será água. Exigir divulgação completa para o investidor sobre o total de comissões e lucros pagos fará com que os investidores tenham seus interesses protegidos e com que o valor das comissões dos bancos seja reduzido para valores razoáveis.*⁵⁴

BRANDEIS também faz uso da analogia com a lei de alimentos para demonstrar a necessidade de uma “divulgação real” (*real disclosure*) e direcionada ao investidor. Segundo BRANDEIS, *de nada adiantaria que uma empresa apenas entregasse seus relatórios para o órgão de controle das companhias porque isso seria equivalente a se exigir que uma empresa de alimentos fosse obrigada a, apenas, depositar perante o Governo um descritivo dos ingredientes dos seus produtos. Para que a divulgação seja efetiva, ela deve ser direcionada ao investidor de forma boa, em letras grandes, e incluída nas comunicações feitas para ofertar o valor mobiliário para o adquirente.*⁵⁵ Obviamente, com o acesso das informações depositadas no órgão regulador do mercado de capitais por parte de qualquer pessoa com acesso à internet cumpre a função de divulgação ou, ao menos, de disponibilização para acesso, das informações divulgadas pelas companhias. No ano de 1914, data de publicação do livro de BRANDEIS, sua afirmação ganhava maior relevância.

Observa-se, conforme o estudo de BRANDEIS, que a existência de regras para a divulgação de informações seria uma opção primordial de forma a subsidiar o processo de tomada de decisão por parte do investidor. Decisão boa ou decisão ruim podem ser tomadas pelo investidor a partir do conjunto de informações disponíveis. Interferência

⁵⁴ Cf.: “The Federal Pure Food Law does not guarantee quality or prices; but it helps the buyer to judge of quality by requiring disclosure of ingredients. Among the most important facts to be learned for determining the real value of a security is the amount of water it contains. And any excessive amount paid to the banker for marketing a security is water. Require a full disclosure to the investor of the amount of commissions and profits paid; and not only will investors be put on their guard, but compensation will tend to adjust itself automatically to what is fair and reasonable. Excessive commissions — this form of unjustly acquired wealth - will in large part cease.” in *Other People’s Money – and how banks use it cit.* (nota 49 supra), pp. 99-101.

⁵⁵ Cf.: “But the disclosure must be real. And it must be a disclosure to the investor. It will not suffice to require merely the filing of a statement of facts with the Commissioner of Corporations or with a score of other officials, federal and state. That would be almost as ineffective as if the Pure Food Law required a manufacturer merely to deposit with the Department a statement of ingredients, instead of requiring the label to tell the story. Nor would the filing of a full statement with the Stock Exchange, if incorporated, as provided by the Pujo Committee bill, be adequate. To be effective, knowledge of the facts must be actually brought home to the investor, and this can best be done by requiring the facts to be stated in good, large type in every notice, circular, letter and advertisement inviting the investor to purchase. Compliance with this requirement should also be obligatory, and not something which the investor could waive. For the whole public is interested in putting an end to the bankers’ exactions.” in *Other People’s Money – and how banks use it cit.* (nota 49 supra), pp. 104-105.

estatal sobre o sucesso ou não do negócio divulgado, na prática, traria o efeito indesejado de paralisia do mercado de capitais.

Tanto no Brasil, quanto nos Estados Unidos e, por que não dizer, em todos os países que mantêm mercados de capitais, a divulgação de informações é um fator fundamental para a existência e desenvolvimento do mercado.

Como se pretende demonstrar ao longo do trabalho, deve-se reconhecer que a temática da divulgação de informações, ao menos no Brasil, ganhou muito mais relevo do que o combate à fraude informacional. Mas o combate reforçaria a boa divulgação. Esse é o ponto. Essa relevância, como será demonstrado, é resultado de um maior tratamento do tema por parte de regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários, obrigando a divulgação e trazendo responsabilidade administrativa, do que pela existência de leis ordinárias que fixassem responsabilidade administrativa, civil e penal para o mesmo tema.

Mas a existência de um número maior de leis a tratar do tema das informações estaria relacionada com a análise dos motivos que deveriam levar o legislador a criar uma estratégia legal de combate à fraude informacional. COFFEE-SELIGMAN, a esse respeito, explicam que os motivos que deveriam levar à positivação de normas sobre o tema seriam os seguintes:

(1) proteção das pessoas naturais que investem no mercado de capitais (trazendo os exemplos das pessoas que sofreram com as crises de 1929 na Bolsa de Nova Iorque e com o estouro da bolha das empresas de alta tecnologia da Nasdaq no ano 2000), ressaltando-se que os autores fazem referência ao alto grau de participação de investimentos no mercado de capitais como parte dos investimentos dos cidadãos americanos para justificar essa maior interferência estatal no tema das informações. Embora o grau de aplicação de poupança da população brasileira no mercado de capitais seja inferior ao da população americana, defende-se, sem se preocupar com qualquer análise determinante sobre causa e efeito, que não é necessário que se espere uma maior participação da aplicação da poupança da população no mercado de capitais; ao contrário, a existência de um regramento sofisticado para a regulação do próprio mercado é entendida como um fator de estímulo a maiores investimentos no próprio mercado;

(2) a necessidade informacional dos investidores para avaliarem os valores mobiliários negociados já que, ao contrário de mercados onde os bens negociados são fungíveis e de fácil avaliação, como soja, petróleo e diamantes, e nos quais vendedores e compradores possuem expectativas de manterem repetições futuras de seus negócios, negócios realizados em bolsa dependem de informações divulgadas para, como habitual, permitirem a avaliação da situação financeira da companhia e seus possíveis resultados futuros, o que traz a demanda, dos investidores, por informações confiáveis a respeito da situação da companhia, sua posição competitiva no mercado, suas potenciais responsabilidades e provisões, tudo a ser divulgado de forma padronizada e uniforme para permitir a comparação com as informações de outras companhias abertas. Os autores também lembram que a ausência dessas informações provavelmente diminuiria o interesse dos investidores em aplicarem recursos na aquisição, arriscada, de valores mobiliários, ou de pagarem preços superiores (tal como no exemplo do mercado de carros usados citado), tudo demonstrando que o volume de informações a ser divulgada no mercado de capitais é superior ao patamar de informações que deveriam ser divulgadas se a questão fosse analisada com analogia, única, às divulgações devidas de serem feitas conforme a lei dos contratos;

(3) o combate aos incentivos à não divulgação: administradores não têm interesse em divulgar por diversas razões, desde porque a informação é contrária aos interesses da companhia, porque a informação revela dados estratégicos aos competidores ou ainda porque a informação é simplesmente contrária, no sentido de não virtuosa, à imagem da companhia, podendo levar, até, à diminuição dos bônus devidos aos administradores;

(4) eficiência na correta precificação dos valores mobiliários, vista não como um critério em si, mas como uma medida de favorecimento às companhias com melhores resultados e perspectivas, as quais atrairiam, a partir das informações divulgadas, maior atenção e recursos por parte do público investidor que, de forma a efetivar as premissas do capitalismo, favorecem o desenvolvimento econômico das companhias melhores em detrimento das menos lucrativas e eficientes;

(5) monitoramento dos administradores, uma vez que a divulgação de informações permite o acompanhamento das atividades dos administradores, com especial

realce para a questão do conflito de interesses, fato também aplicável ao monitoramento de operações onde a parte relacionada é o controlador e não o administrador.⁵⁶

Informações divulgadas de forma padronizada e obrigatória também diminuem os custos de sua obtenção e análise privadas, a partir da oferta de informações àqueles interessados em sua análise e estudo, evitando custos que um corredor livre (*free rider*, expressão a significar aquele que, por sua conta e risco, inicia e assume todos os custos com a busca e análise da informação) teria que suportar caso não houvesse regras determinando a divulgação de informações.

Considerado por COMPARATO como *pedra angular da construção jurídico-comercial do mercado de capitais*⁵⁷, a existência de um regime obrigatório de

⁵⁶ Cf.: “1. Consumer Protection. Historically, the securities markets have long been thought to be affected with a special public interest, The first federal securities laws were passed during the early years of the Great Depression, following the stock market collapsed in October 1929. Congress believed not only that investors had been systematically overreached and cheated during the go-go decade of 1920’s, but also that the 1929 stock market collapsed had been a principal cause of the Depression and that the Depression had been prolonged by the lack of confidence in the market on the part of the investors (with the result that solvent corporations with good prospects could not raise capital). (...) 2. The Informational Need of Investors. Many markets sell essentially fungible products (wheat, oil, diamonds, etc.) whose grade and characteristics can be specified without great difficulty. Also, most transactions in these markets occur between professionals who expected to do business with each other again and hence value their commercial reputation for honesty and fair dealing. (...) Not only is it impossible for the typical buyer to examine the company, but the value of the security depends heavily on the likely future earnings of the issuing corporation. (...) 3. Inadequate Incentives to Disclose. (...) Still, many managers may resist disclosure of adverse information about their firm for any of a variety of self-interested reasons (even if it were in the long-term interest of the firm to maintain its credibility by disclosing such information). Not only do managers fear that the revelation of adverse information could lead to their ouster (or, at least, to reduced compensation), but they may also fear that disclosure of some forms of information will cause proprietary injury to their firm by alerting competitors, as well as investors, to important developments. Hence, one important rationale for a mandatory disclosure system is that the private costs of disclosure can exceed its social costs, thus leading to lesser disclosure under a private ordering system in which each firm chose its own level of disclosure under a mandatory system (...) 4. Allocative Efficiency. Another important function of the federal securities laws is to ensure the accuracy of securities prices. By “accuracy”, economists mean stock prices that confirm to the fundamental value of the companies traded. (...) By determining the cost of capital for corporate issuers, the securities markets serve in theory as the nerve center for a capitalist economy, encouraging the flow of capital to firms with superior prospects and penalizing less efficient firms by requiring them to pay more for capital. In this view, the capital markets and, in particular, the stock market, promote efficiency and economic growth and thereby benefit all citizens, not simply investors. (...) 5. Corporate Governance and Agency Costs. Disclosure not only informs securities prices, it permits shareholders to gain greater control over their corporate managers. This is an alternate efficiency justification for the mandatory disclosure system established by federal laws (...) Under this interpretation, the principal purpose of mandatory disclosure is to address “agency cost” problems that arise between stock promoters and investors, and between corporate managers and shareholders, by reducing the shareholders’ cost of monitoring these agents (in particular, by mandating disclosure of the self-interested use of corporate assets by managers and promoters)” in J. C. COFFEE JR.- J. SELIGMAN, *Securities Regulation*, 9ª. ed., Nova Iorque, Foundation Press, 2003, pp.2-6.

⁵⁷ Cf.: *A Regra do Sigilo nas Ofertas Públicas de Aquisições de Ações cit.* (nota 50 supra), p. 43.

divulgação de informações por parte dos emissores de valores mobiliários bem serve a esses propósitos mencionados acima. A existência de um regime jurídico próprio para combater o dano informacional, desestimulando sua prática e facilitando a reparação do investidor lesado, nada mais é do que uma medida consistente com a própria ideia que a divulgação de informações é uma medida necessária para a existência e funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Mais uma vez tal como no exemplo dos custos da desonestidade lembrados por COPERNICO e AKERLOF, verifica-se que o ganho da não divulgação de informações adversas é um ganho privado, sendo privativo dos administradores e controladores da companhia que não divulgaram a informação; já o prejuízo pela não divulgação é público, no sentido de que abrange a totalidade do mercado e da percepção das pessoas sobre o mercado. Esse fato, aliado à experiência, por si só, já justifica a existência de normas a regular o regime informacional e combater a fraude informacional.

4.1 Disclosure: Origem, Funções e Características

BERLE-MEANS afirmaram que seu livro *The Modern Corporation & Private Property*, de 1932, *descrevendo a propriedade acionária no mercado de capitais, foi a base para a legislação federal americana promulgada desde 1933, regulando o mercado de capitais e os direitos dos proprietários de valores mobiliários, popularmente conhecida como Securities and Exchange Acts (Leis dos Valores Mobiliários e das Bolsas, em tradução).*⁵⁸

Referido fato, aliado ao prestígio que *Modern Corporation & Private Property* obteve dentre os operadores do Direito, levou o estudioso do Direito a examinar referido livro para buscar o entendimento pela opção de um regime de divulgação de informações obrigatória por parte das companhias.

⁵⁸ Cf.: “This book, describing property in the stock markets, became the foundation for the Federal legislation begun in 1933 and further developed later, regulating stock markets and the rights of security holders which prevailed in 1968. The laws are popularly referred to as the “Securities and Exchange Acts.” in *The Modern Corporation & Private Property cit.* (nota 6 supra), p. 253.

BERLE-MEANS lembram duas características básicas do mercado de valores mobiliários e do regime de divulgações de informações. Eles afirmam, como lembrado acima, que mercados de valores mobiliários existem para permitir a transformação de valores mobiliários em dinheiro. E que o regime de divulgação de informações por parte das companhias e dos bancos coordenadores das ofertas serve ao propósito *de permitir ao mercado ter dados para realizar uma avaliação dos valores mobiliários ofertados ou em negociação*.⁵⁹

BERLE-MEANS estavam certos. Da mesma forma como está VINCENZO CARIDI que lembra um aspecto interessante sobre o tema: *a compra de valores mobiliários não traz para seus detentores um direito de utilização dos bens da companhia; mas sim uma expectativa de riqueza futura*⁶⁰, quer seja por dividendos ou pela possibilidade de, utilizando-se o mercado, revender o valor mobiliário com lucro.

A introdução legislativa de um regime obrigatório para divulgação de informações, com regramento combatendo a fraude informacional, foi feita originalmente pelo *Securities Act* de 1933, aplicável à emissão inicial de uma companhia. Em 1934, com o *Securities and Exchange Act*, o regime e regras de combate às fraudes informacionais foram estendidos para as divulgações periódicas feitas pelas companhias, isto é, para o momento posterior à oferta pública inicial. Ambos os diplomas legais possuem dois componentes básicos segundo os autores: a proibição da prática de fraude e exigências de divulgação de informações quando o valor mobiliário é emitido e de forma periódica posteriormente.

Por questões de organização da informação aqui apresentada, pede-se licença para trazer as explicações e análises desses dois diplomas legais no Capítulo 6, no qual toda a análise evolutiva do Direito americano estará concentrada.

⁵⁹ Cf.: “The banker’s disclosure on flotation of a security gives to the market data designed to permit an appraisal of the security at once. This is merely the first of a series of disclosures which will be made so long as the corporation avails itself of the machinery of public exchanges.” in *Modern Corporation and Private Property cit.* (nota 6 supra), p. 275.

⁶⁰ Cf. “In una visione realistica del fenomeno, scarsità di informazione e razionalità limitata (della maggioranza) degli operatori fanno parte del codice genetico del mercato finanziario. In tale mercato, infatti, la ricchezza presente degli investitori viene scambiata non già con l’utilità direttamente ritraibile da un bene materiale, del quale è relativamente semplice conoscere caratteristiche e valore, ma con una prospettiva di ricchezza futura.” in *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario cit.* (nota 2 supra), p. 1.

Mas, antes disso, a afirmativa que dá título a este subcapítulo merece algumas outras análises. É que, tradicionalmente, a doutrina dedicada à análise do tema das informações das companhias pauta seus argumentos mais pela relação direta entre *disclosure* e eficiência do mercado do que em alguns outros esquemas normativos que lidam com a temática da *disclosure*, porém com outro enfoque. Uma análise do tema sob o enfoque do combate à fraude informacional também deve estar pautada sob a ótica do tema conforme os predicados da sanção às condutas praticadas. E não que as sanções sejam vistas em si, simplesmente como o resultado desejado pela sociedade para ser aplicado àqueles que infringiram normas correlatas à divulgação de informações de companhias abertas.

Um regime sancionador eficaz também tem a função de dissuadir potenciais praticantes de tornarem concretas suas pretensões. Em um primeiro pensamento, o caráter dissuasório da sanção a uma infração praticada em mercado de capitais poderia parecer distante, uma vez que o pensamento mais corriqueiro seria o de prever sanções mais fortes para os crimes penais que envolvessem práticas contra pessoas naturais.

ANA PAULA MARTINEZ traz algumas considerações que dão luz a um outro olhar sobre o tema. Segundo a autora, *agentes econômicos são racionais; o homus economicus age para maximizar sua utilidade. Dados dois cursos de ação alternativos, a análise econômica do Direito conclui que o agente irá adotar aquele que, à luz das informações que têm no momento da decisão, lhe trará o maior benefício esperado*. Dessa constatação é que a autora informa que *se extrai o conceito de dissuasão da norma penal como aquele efeito que reduz ou elimina o benefício esperado do crime e, portanto, a sua prevalência*⁶¹. Embora o pensamento da autora refira-se à sanção penal, até porque escrito em texto de tese de doutoramento em Direito Penal, as ideias mostram-se aplicáveis a quaisquer sanções (penais ou não) previstas para condutas tidas como indesejadas no ambiente econômico de uma sociedade. Até porque, segundo resultado de pesquisa citado pela autora, ainda que feita nos Estados Unidos, *“nos crimes contra o patrimônio, o efeito dissuasório é extremamente tangível: o aumento na possibilidade de punição (medido pelo número de prisões) explica cerca de 75% da diminuição da incidência do crime. O mesmo*

⁶¹ Cf.: A. P. MARTINEZ, *Repressão a Cartéis: Interface entre Direito Administrativo e Direito Penal*, São Paulo, Singular, 2013, p. 69.

não ocorre de forma pronunciada em relação a homicídios e estupro, crimes em que o padrão de racionalidade adotado para a conduta humana falha em explicar a realidade. (...) a evidência empírica mais recente demonstra a validade da teoria econômica do direito aplicada a determinadas condutas criminalizadas, em especial no que diz respeito àquelas infrações em que a questão pecuniária está na raiz da própria conduta, como são os crimes contra o patrimônio e os crimes econômicos. Concluímos, assim, que, no caso da conduta cartelizadora, o agente econômico responderá aos incentivos da forma prescrita pela análise econômica do direito: uma maior severidade da pena e uma maior probabilidade de proteção diminuirão a incidência da prevalência do crime.”⁶²

Mesmo assim, é necessária uma compreensão sobre as razões do *disclosure* e, por consequência, da necessidade de regras que combatam a fraude de informações.

EASTERBROOK-FISCHEL trazem algumas explicações interessantes para o tema. Os autores iniciam seu pensamento oferecendo resposta às perguntas: por que o regime informacional no mercado de valores mobiliários é obrigatório? Por que o Direito regula a divulgação de informações e não o preço ou “conteúdo” do valor mobiliário negociado?

Pelo caráter histórico das leis que regulam a divulgação de informações, datadas de 1933 e 1934 nos Estados Unidos, pode-se perceber o grau de sua aceitação e respeito perante os agentes do mercado. Os autores, tomando essa constatação como ponto de partida, fazem esclarecimentos bem interessantes sobre o tema: segundo os mesmos, *o disclosure é o principal elemento da legislação federal americana aplicável às companhias abertas, sendo que as leis de 1933 e 1934 foram necessárias para eliminar a fraude do mercado e assegurar que os investidores recebessem os retornos esperados, do contrário, com a inexistência dessas proteções, investidores retirariam seus recursos do mercado e a haveria a consequente estagnação da economia, razão pela qual a divulgação de*

⁶² Cf. *Repressão a Cartéis: Interface entre Direito Administrativo e Direito Penal cit.* (nota 61 supra), pp. 69-72. Por se tratar de resultado de pesquisa de terceiro incluída pela autora, optou-se, excepcionalmente, pela utilização de transcrição e não de paráfrase. O terceiro, no caso, é STEVEN D. LEVITT, um professor da Universidade de Chicago que registrou sua pesquisa sob o título de *Why do increased arrest rates appear to reduce crime: deterrence, incapacitation or measurement error?* [Por que o aumento das taxas de prisão aparentam reduzir crimes: dissuasão, incapacitação ou medição de erro?].

*informações tornou-se uma medida obrigatória e não simplesmente facultativa, que procura assegurar que a cotação do valor mobiliário seja justa conforme o volume de informações disponíveis no mercado, afinal valores mobiliários têm como principal chamariz seu elemento gerador de ganhos futuros para seus detentores.*⁶³

EASTERBROOK-FISCHEL também explicam que *um mercado de valores mobiliários sem intervenção legal*, ou sem a interferência da mão visível do Direito, *seria um mercado dominado pelos Lemons* (a referência, implícita, é para os lemons conforme explicados por AKERLOF), *uma vez que a qualidade dos investimentos oferecidos via mercado de valores mobiliários iria se deteriorar, já que informações divulgadas ao mercado suprem a possibilidade de que investidores fossem inspecionar os ativos de negócios do emissor para avaliar sua receita e riscos, situação indesejada na visão dos próprios investidores.* Em termos de consequência da ausência de um regime de interferência legal no tema, EASTERBROOK-FISCHEL indicam que a situação praticada por emissores *poderia ser a oferta de valores mobiliários com o maior número de informações fraudadas possível, já que isso* (a referência é para a oferta fraudada) *seria o projeto mais lucrativo praticável pelo emissor.*⁶⁴

⁶³ Cf.: “We turn to the principal federal component of corporate law: the need to disclose information before selling securities or collecting proxies from investors. (...) Why are the securities laws mandatory rather than enabling? Why do they govern disclosure rather than the price or contents of securities? (...) the dominant principle of securities regulation still is that anyone willing to disclose the right thing can sell or buy whatever he wants at whatever price the market will sustain. Why have the laws [a referência é ao Securities Exchange Act de 1933 e Securities Exchange Act de 1934] survived when other regulatory schemes of that vintage have been transformed or eliminated? Those who enacted these statutes asserted that investors would receive the returns they expected; otherwise, the argument ran, people would withdraw their capital and the economy would stagnate. (...) Securities are claims to the future income of firms.” in F. H. EASTERBROOK – D. R FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1996, pp. 276-279.

⁶⁴ Cf.: “How does an investor recognize the better combinations? Unless people who offer the “better securities” (representing claims in the superior combinations) can distinguish them from others, investors will view all securities as average. Higher securities will sell at prices lower than they would if information were available costlessly (...) Meanwhile low-quality securities will attract too much money. It is cheap to offer a low-quality security; such offerings will be over-compensated. “Lemons” will dominate the market as the quality of investments deteriorates. No firm could recover the costs of offering high-quality securities. Investors and society both lose. (...) Indeed, in securities markets only a limited amount of information can be verified at all. Investors cannot inspect a business venture in a way that enables them to deduce future profits and risks. Investors do not even want to inspect (...) they [do] not want to be private investigators. (...) Some of the firm’s managers and promoters are repeat players and thus will seek to preserve their reputations by telling the truth. Even so, however, it is possible that the promoters may find the gains from deception greater than the reputational loss. This is especially likely if the public contains a pool of persons who cannot evaluate information and cannot tell good projects from bad. Call them suckers. If there are enough suckers, sellers may make a living dealing exclusively with them. (...) It follows that some firms will find fraud to be the project with the highest net present value.” in *The Economic Structure of Corporate Law cit.* (nota 63 supra), pp. 280-281.

Mas a simples existência de regras combatendo a fraude informacional, aptas a dissuadirem e punirem o emissor tendente a realizar oferta com base em informações fraudadas não seria suficiente. É que a ausência de regras obrigando a divulgação em um ambiente com (e, por que não dizer, também sem) regras antifraude não seria suficiente para permitir ao mercado ser municiado com informações que lhe permitissem precificar o valor mobiliário. E a razão dessa conclusão, na visão de EASTERBROOK-FISCHEL, é bem simples: a ausência de divulgação *levaria as companhias a se manterem em silêncio com impunidade, fazendo divulgações somente quando e da forma como quisessem, em função da ausência de regras de divulgação de informações.*⁶⁵

Da mesma forma, EASTERBROOK-FISCHEL também lembram que *a simples existência de uma regra antifraude também faria com que os emissores produzissem pouca informação*⁶⁶, ausente a regra de divulgação obrigatória. Por outro lado, mas com a mesma ideia, EASTERBROOK-FISCHEL esclarecem que, por sua vez, *a existência de regra antifraude elimina custos existentes no mercado para fins de aferição das informações divulgadas. Análises feitas por bancos de investimento e outros terceiros envolvidos na aferição das informações demandam custos. O risco associado à penalidade da regra antifraude pode servir ao mesmo propósito de impedir a divulgação de informações falsas por parte dos emissores.*⁶⁷ EASTERBROOK-FISCHEL insistem na existência da regra antifraude para fins de boa consecução dos objetivos da regulação da divulgação de informações pelos emissores de valores mobiliários. Para eles, *a força da regra antifraude poderia ser medida pela sua capacidade de dissuadir os potenciais infratores, sendo que a força da dissuasão seria a diferença entre como a regra trata aqueles que a obedecem e aqueles que não a obedecem,*

⁶⁵ Cf.: “In a world with an antifraud rule but no mandatory disclosure, firms could remain silent with impunity. Firms that disclosed could do so in any way they wished, provided that did not lie.” in *The Economic Structure of Corporate Law cit.* (nota 63 supra), pp. 286.

⁶⁶ Cf.: “What does a mandatory disclosure system add to the prohibition of fraud? The implicit public interest justification for disclosure rules is that markets produce “too little” information about securities when the only rule is one against fraud.” in *The Economic Structure of Corporate Law cit.* (nota 63 supra), pp. 286-287.

⁶⁷ Cf.: “Each of these certification methods is costly, however. Auditing, investment banking and underwriting firms are expensive to establish and operate (...) A rule against fraud can reduce these costs, especially for new firms. The penalty for fraud makes it more costly for low-quality firms to mimic high-quality ones by making false disclosures. An antifraud rule imposes low or no costs on the honest, high-quality firm.” in *The Economic Structure of Corporate Law cit.* (nota 63 supra), p. 283.

*inclusive trazendo o exemplo das penalidades por excesso de velocidade: se a probabilidade de alguém dirigindo a 55 milhas por hora ser multado por excesso de velocidade for apenas levemente menor que a probabilidade de alguém ser multado por estar dirigindo a 85 milhas por hora, então o caráter dissuasório não estará presente.*⁶⁸

Nota-se, desde já, ainda que sem referências expressas à premissa, que EASTERBROOK-FISCHEL adotam a análise funcional do Direito em suas observações, preocupados com a produção de efeitos concretos (e ausência de produção de efeitos) a partir das regras de divulgação de informações pelos emissores.

A existência de um regime de divulgação de informações, por sua vez, traz o patamar de divulgação no qual todos os emissores devem se situar. Dessa forma, iniciativas próprias do emissor em divulgar ou não divulgar passam a ser vistas em conformidade com a regra de divulgação obrigatória. Um emissor pode preferir não divulgar uma informação que entende como sendo seu segredo comercial que, se divulgado, deixa de ser segredo e alimenta seus concorrentes. Na hipótese de existência de regra com patamares de divulgação e proibição de fraude informacional, a decisão de divulgar ou não a informação tida como segredo deixa de ser uma decisão do emissor, no detalhe, ela passa a ser uma decisão em cumprir ou não cumprir uma regra obrigatória de mercado, aplicável a todos aqueles que estariam na mesma situação do emissor.

Por esse ângulo de análise, chega-se em uma outra forma de abordar o tema: a questão do limite decisório do emissor em tema de divulgação de informações. A própria existência de um regime de divulgações obrigatórias já indica que o aspecto decisório é um aspecto regulado que não fica destinado à decisão livre do emissor. Nessa mesma linha de abordagem, pode-se perceber que a regulação também cuidou de tratar do tema da divulgação seletiva, assim entendida aquela que seria feita pelo emissor não ao público em geral, mas sim a públicos selecionados, como analistas financeiros e determinados grupos de acionistas.

⁶⁸ Cf.: “The deterrence force of any rule is the difference between how the rule threatens those who obey and how it treats those who disobey. If the difference is small- if, for example, a person driving a 55 miles per hour is only a little less likely to be charged with speeding than a person driving at 85- then the rule does not deter.” in *The Economic Structure of Corporate Law cit.* (nota 63 supra), p. 284.

Nos Estados Unidos, a regulação proíbe a prática de divulgações seletivas por entender que elas atentam contra a integridade e confiança do mercado e obrigam a divulgação geral quando houver uma divulgação seletiva. Os regulamentos do Direito federal americano são incluídos em uma consolidação normativa chamada de Código das Regulações Federais (*Code of Federal Regulations*), com capítulos específicos para cada tema da regulação. No caso da divulgação seletiva, a mesma faz parte do art. 243.100, o qual determina uma *Regra Geral referente à Divulgação Seletiva, determinando que, sempre que um emissor ou alguma pessoa agindo em seu favor divulgar qualquer informação não de conhecimento público sobre o emissor ou sobre seus valores mobiliários, o emissor deverá fazer uma divulgação pública da referida informação, devendo a divulgação ser feita imediatamente se a divulgação seletiva anterior foi feita de forma intencional e rapidamente se a divulgação seletiva anterior não foi feita de forma intencional*. O tratamento previsto pela regra para as divulgações seletivas inclui o detalhamento de que a divulgação pública decorrente da divulgação seletiva deve ocorrer quanto a divulgação seletiva foi feita a *um corretor de valores mobiliários, um consultor de investimentos, um administrador de fundos institucionais, a uma empresa de investimentos, a um detentor de valores mobiliários do emissor, nas hipóteses nas quais seja previsível que a pessoa vá comprar ou vender valores mobiliários com base na informação recebida*.⁶⁹

Aprofundando o estudo, EASTERBROOK-FISCHEL tocam no tema da informação que, divulgada em mercado, pode ser considerada como um bem público, sendo a expressão bem público uma tradução livre de *public good*, sem relação com tradução técnica para a expressão bem público, da forma como entendida pelo Direito Administrativo brasileiro.

⁶⁹ §243.100 General rule regarding selective disclosure.

(a) Whenever an issuer, or any person acting on its behalf, discloses any material nonpublic information regarding that issuer or its securities to any person described in paragraph (b)(1) of this section, the issuer shall make public disclosure of that information as provided in §243.101(e): (1) Simultaneously, in the case of an intentional disclosure; and (2) Promptly, in the case of a non-intentional disclosure. (b)(1) Except as provided in paragraph (b)(2) of this section, paragraph (a) of this section shall apply to a disclosure made to any person outside the issuer: (i) Who is a broker or dealer, or a person associated with a broker or dealer, (...); (ii) Who is an investment adviser, (...); an institutional investment manager, (...); or (iv) Who is a holder of the issuer's securities, under circumstances in which it is reasonably foreseeable that the person will purchase or sell the issuer's securities on the basis of the information."

A classificação de informações existentes em mercado como bem público é uma classificação recorrente na doutrina dedicada ao estudo do mercado de valores mobiliários. EASTERBROOK-FISCHEL *explicam que a informação classificada como bem público decorre do fato de que o seu produtor não pode restringir o uso por outros ou impedir que outros utilizem seus benefícios*. Informações como bens públicos também apresentam a característica de que *não se consomem com o uso*, o que significa dizer que o uso do bem público por uma pessoa não impede o mesmo uso por outro. O adjetivo de “público”, no caso, refere-se à possibilidade de utilização genérica e não exclusiva. Informações como bens públicos, na visão dos autores, *seriam informações que permitiriam a qualquer pessoa utilizá-las para fins de precificação do valor mobiliário, sendo que a sua utilização pela primeira vez por uma pessoa não impediria o uso pelas demais*; os autores também *lembram que o uso da informação não deve ser visto como algo sem custos uma vez que a análise das informações também envolve custos*.⁷⁰

Os comentários dos autores dizem respeito às situações nas quais o fato de que a produção determinada conforme patamares *standards* de divulgação tornam, em tese, os custos de divulgação por parte dos emissores como similares. Da mesma forma, a existência de um regramento com divulgação padronizada e informações padronizadas para serem divulgadas facilita o trabalho de sua assimilação e tratamento por parte daqueles que as utilizam para fins de precificação dos valores mobiliários negociados, como é o caso dos analistas de bancos de investimento que monitoram informações divulgadas pelas

⁷⁰ Cf.: “One often hears the assertion that information is a “public good”, meaning that it can be used without being “used up” and that the producer of information cannot exclude others from receiving the benefits. If the producer of information cannot obtain all of its value, too little will be produced. It seems to follow that there are gains in a rule requiring production of all information that would be forthcoming were gains fully appropriate. (...) We leave other products to competitive market because we believe that people who make or use a product (...) will obtain enough of the gains from information to make the markets reasonably efficient. Similarly, those who learn about a security may profit from their information. They cannot obtain all of the benefits because others in the market will infer the news, and the price of the securities will adjust. The new price will “contain” the news, preventing the person who first learned it from taking further gains. This also means, however, that the value of news decays quickly in securities markets (...) Information is far from free even when given away for free. Those who receive the information must spend time digesting it, and this time is lost to other uses. Investors’ time is costly. So it is inaccurate to treat information as enduring, cheap to disseminate, and cheap to use. (...) The more sophisticated version of the public goods explanation is that although investors produce information, they produce both too much and too little of it. They produce too little because the benefits are imperfectly appropriable. If information is worth \$100 to investors as a group, but no one can capture more than \$10 of gains, then no one will obtain more than \$10 worth of information. Investors produce too much information (redundant production). Mandatory disclosure will prevent redundant production of information, the argument concludes.” in *The Economic Structure of Corporate Law cit.* (nota 63 supra), p. 287.

companhias como parte de suas atividades. Um modelo de mercado que se baseasse, exclusivamente, em divulgações por iniciativa dos próprios emissores levaria a essa situação.

Esta Tese defende a ideia que a disciplina do poder da informação nas companhias abertas e a estratégia legal de combate à fraude informacional são temas que não podem ser vistos, exclusivamente, como diminutos e acessórios menores da temática da divulgação de informações pelos emissores de valores mobiliários. Ao contrário, o combate à fraude informacional, se bem previsto em lei para tornar eficaz os três âmbitos de responsabilização da fraude (civil, administrativo e penal), servem ao propósito de tornar eficaz a própria regra de divulgação de informações pelos emissores. Quanto maior a facilidade do lesado obter a reparação, e quanto maior for a facilidade para que o Estado aplique a sanção, seja como detentor do monopólio da sanção penal, ou como agente da regulação administrativa do setor, menores serão as chances de que fraudes informacionais ocorram.

O debate sobre o quanto de sanção existente pode, ou não, na prática, evitar a recorrência da situação tida como indesejada pode existir em qualquer campo de atuação do Direito. Debates sobre o Direito Penal mínimo são um bom exemplo dessa argumentação. O que torna interessante pensar em um sistema de aperfeiçoamento do regime sancionatório para fraudes informacionais é o exemplo do Direito americano: como será visto no capítulo a seguir, a opção feita no maior mercado de valores mobiliários do mundo, através do Direito positivado (em um país da *common law*) foi a de tornar severa a responsabilidade, aproximando-a mais da responsabilidade objetiva do que na responsabilidade baseada na culpa e com várias excludentes de culpabilidade. Essa tomada de posição se mostra interessante para países como o Brasil que, necessitando reformarem seus mercados de capitais, podem optar entre opções legais já consagradas ou permanecer discutindo qual opção escolher dentre as já adotadas com sucesso e aquelas superadas pelos exemplos do Direito comparado.

4.2 A Mão Visível do Direito e a Insuficiência da Mão Invisível do Mercado

Seria uma repetição desnecessária de outros estudos já realizados dizer que a informação é importante para o mercado de capitais, tanto quanto o seria dizer que a ideia de mão invisível não se aplica para questões do regime informacional em mercado de capitais:

a experiência já mostrou que a regulação é necessária nesse tema. Fala-se, aqui, de uma necessária mão visível do Direito, cogente e presente, para regular a divulgação de informações em mercado e punir situações de dano informacional. Ou, como se procura demonstrar, como instrumental para apuração e repressão da fraude informacional.

Mão visível do Direito não é uma expressão aplicável somente à interferência estatal no mercado de valores mobiliários. A mão visível, em termos conceituais, pode estar presente em qualquer segmento da atividade privada que seja objeto de atuação normativa. Até aqui, nada de novo portanto. O interessante é verificar a lembrança dada ao tema por ocasião da positivação de normas que efetivaram a presença da mão visível do Direito.

Ao comentar o anteprojeto do Código de Defesa do Consumidor, ADA PELEGRINI GRINOVER e ANTÔNIO HERMAN DE VASCONCELLOS e BENJAMIN lembram algumas ideias interessantes sobre o tema. Segundo os autores, em comentários feitos para interferência estatal positivada para o propósito de proteger o consumidor, interferindo nas relações de mercado, *existiriam dois modos básicos de se proceder à purificação do mercado, sendo o primeiro deles o modo meramente privado, pelo qual os agentes do mercado fariam sua auto composição para extinguir as práticas perniciosas, e o segundo que se funda em normas, lendo-se “normas” para também incluir as decisões dos tribunais dos países da common law, caracterizado pelo intervencionismo estatal e presente em países de capitalismo avançado.* São os mesmos autores que fazem uma lembrança interessante para o tema da proteção legal dos consumidores: *nenhum país do mundo protege seus consumidores com o modelo privado.*⁷¹

Da mesma maneira, nenhum país do mundo que desejar ter um mercado de valores mobiliários que combata a fraude informacional e possua boas regras de divulgação de informações por parte dos emissores deixará de positivar normas nesse sentido, afastando a existência de mercados inteiramente auto regulados.

⁷¹ Cf. A. P. GRINOVER e A. H. V. BENJAMIN in A. P. GRINOVER *et al.*, *Código Brasileiro de Defesa do Consumidor Comentado pelos Autores do Anteprojeto*, 6ª edição, Rio de Janeiro, Forense Universitária, 1999, p. 7. Os autores chegam, inclusive, a mencionar o *pioneirismo do Brasil em ter um Código para regular a proteção do consumidor, em opção contrária à existência de leis esparsas sobre o mesmo tema.*

Esta Tese, em nenhum aspecto, defende a aplicação do Código de Defesa do Consumidor para as relações próprias ao emissor de valores mobiliários e seus detentores. São negócios com fundamentos extremamente distintos. O que se defende, especificadamente, é que, da mesma forma como o legislador fez a opção de regular as relações de consumo, porque o mercado mostrou-se incapaz de promover sua auto composição de forma eficiente, em um diploma legal sistêmico, defende-se a interferência estatal para regular não apenas a divulgação de informações, mas principalmente o combate à fraude informacional via facilitação da reparação do dano informacional dele decorrente, optando-se, também, pela existência de uma harmonia legislativa em tema de combate à fraude informacional, fato inexistente no dias de hoje no Brasil, onde não há norma específica de reparação civil, há normas penais praticamente não presentes nos tribunais, o que demonstra o seu desconhecimento até por parte dos lesados, e um rol maior de responsabilidade administrativa, como esperado em um país que possui órgão próprio para regular o mercado de valores mobiliários.

Desde as suas primeiras introduções em 1759 e 1776, a expressão “mão invisível” e seus conceitos subjacentes de que a busca pelo avanço, benefício e interesse individuais podem beneficiar a sociedade como um todo, de forma superior àquela existente se as ações das pessoas fossem direcionadas para, obrigatoriamente, um determinado caminho, regulado e imposto, como o são, em regra, os caminhos determinados pelas normas jurídicas, tornou-se extremamente difundida, repetida, estudada e capaz de ter preservado, ao longo do tempo o nome de ADAM SMITH, seu criador, muito embora, paradoxalmente, mão invisível seja uma expressão pouquíssimo utilizada pelo seu autor e, em suas referências originais, mais focada na ideia de autodeterminação das pessoas em buscarem a maximização de riquezas do que em ausência de intervenção estatal.

As referências aos dois anos do século XVIII acima mencionados, em detalhe, referem-se aos dois livros de ADAM SMITH onde referidos conceitos foram colocados inicialmente. Em 1759, SMITH publicou *The Theory of Moral Sentiments* (A Teoria dos Sentimentos Morais), livro no qual fez a primeira referência à ideia da mão invisível, a qual aparece em seu texto como *um fator a levar as pessoas a buscarem*

*desenvolvimento de suas posses, em processos cujos resultados seriam divididos por todos, sejam eles os responsáveis pelo desenvolvimento ou não.*⁷²

ADAM SMITH faz essa observação ao desenvolver uma ideia de que *peessoas possuem ambições e desejos pessoais que as levariam a, naturalmente, buscar a amplitude e ampliação de experiências e patrimônios, cultivando as terras do planeta, construindo cidades e casas, inventando e desenvolvendo as artes e as ciências, gerando riqueza e desenvolvimento que seriam repartidos para todos.*⁷³ Tomando a ideia de SMITH como ponto de análise, percebe-se a defesa de que a busca pela maximização de riqueza seria algo inerente ao ser humano, e que essa busca acabaria por beneficiar a todos. Mas, afinal, a busca pela geração de riqueza não pode acabar por beneficiar apenas uma pessoa em detrimento da coletividade, como ocorre nos casos de oligopólios e monopólios, tão

⁷² Cf.: “The rich only select from the heap what is most precious and agreeable. They consume little more than the poor, and in spite of their natural selfishness and rapacity, though they mean only their own convenience, though the sole end which they propose from the labours of all the thousands whom they employ, be the gratification of their own vain and insatiable desires, they divide with the poor the produce of all their improvements. They are led by an invisible hand to make nearly the same distribution of the necessaries of life, which would have been made, had the earth been divided into equal portions among all its inhabitants, and thus without intending it, without knowing it, advance the interest of the society, and afford means to the multiplication of the species.” in *The Theory of Moral Sentiments cit.* (nota 51 supra), p. 165.

⁷³ Cf.: “Our imagination, which in pain and sorrow seems to be confined and cooped up within our own persons, in times of ease and prosperity expands itself to everything around us. We are then charmed with the beauty of that accommodation which reigns in the palaces and economy of the great; and admire how everything is adapted to promote their ease, to prevent their wants, to gratify their wishes, and to amuse and entertain their most frivolous desires. If we consider the real satisfaction which all these things are capable of affording, by itself and separated from the beauty of that arrangement which is fitted to promote it, it will always appear in the highest degree contemptible and trifling. But we rarely view it in this abstract and philosophical light. We naturally confound it in our imagination with the order, the regular and harmonious movement of the system, the machine or economy by means of which it is produced. The pleasures of wealth and greatness, when considered in this complex view, strike the imagination as something grand and beautiful and noble, of which the attainment is well worth all the toil and anxiety which we are so apt to bestow upon it. And it is well that nature imposes upon us in this manner. It is this deception which rouses and keeps in continual motion the industry of mankind. It is this which first prompted them to cultivate the ground, to build houses, to found cities and commonwealths, and to invent and improve all the sciences and arts, which ennoble and embellish human life; which have entirely changed the whole face of the globe, have turned the rude forests of nature into agreeable and fertile plains, and made the trackless and barren ocean a new fund of subsistence, and the great high road of communication to the different nations of the earth. The earth by these labours of mankind has been obliged to redouble her natural fertility, and to maintain a greater multitude of inhabitants. It is to no purpose, that the proud and unfeeling landlord views his extensive fields, and without a thought for the wants of his brethren, in imagination consumes himself the whole harvest that grows upon them. The homely and vulgar proverb, that the eye is larger than the belly, never was more fully verified than with regard to him. The capacity of his stomach bears no proportion to the immensity of his desires, and will receive no more than that of the meanest peasant. The rest he is obliged to distribute among those, who prepare, in the nicest manner, that little which he himself makes use of, among those who fit up the palace in which this little is to be consumed, among those who provide and keep in order all the different baubles and trinkets, which are employed in the economy of greatness; all of whom thus derive from his luxury and caprice, that share of the necessaries of life, which they would in vain have expected from his humanity or his justice. The produce of the soil maintains at all times nearly that number of inhabitants which it is capable of maintaining.” in *The Theory of Moral Sentiments cit.* (nota 51 supra), p. 165.

estudados pelo Direito Concorrencial? Ou, no que interessa ao presente estudo, na apropriação de riqueza e destruição de um mercado, seja ele de capitais ou os mercados de carros usados, seguro saúde e produção de moeda, como lembrados anteriormente por AKERLOF e COPERNICO?

Já a segunda, e mais conhecida, referência à mão invisível, que levaria as pessoas a se esforçarem a buscar a realização de seus próprios interesses e, conseqüentemente, beneficiariam a sociedade de forma superior àquela se suas ações fossem praticadas obrigatoriamente para beneficiar a sociedade, através de comportamentos obrigatórios, está em *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, livro que se tornou difundido com o título resumido de *The Wealth of Nations* (A Riqueza das Nações).

Nele, ADAM SMITH apresenta a mão invisível em uma única passagem do livro, explorando a *ideia de que as pessoas seriam motivadas à busca do aumento da geração de riqueza e, com esse comportamento, ainda que realizado de maneira individual, proporcionariam um resultado que beneficiaria a sociedade como um todo*. SMITH, em detalhe, faz uso da expressão *mão invisível como se a mesma fosse um fator a levar as pessoas, mesmo não tendo consciência do fato, a promover um bem comum que não era parte de suas intenções, não que a intenção fosse em sentido contrário, ela apenas era inexistente*. O exemplo trazido por SMITH era pautado na *premissa que a geração de receitas de uma sociedade (coletividade) é sempre igual ao valor de troca de toda a produção da indústria desse país. Como todo indivíduo se esforça para aplicar seu capital em suporte da indústria local e, assim, direcionar a atividade da indústria para que ela seja em patamares do seu máximo valor, todo indivíduo, necessariamente, trabalha para fazer com que a geração de receita da indústria como um todo seja tão grande quanto possível. O indivíduo não intenciona promover o interesse do público, ou sabe o quanto o está promovendo. Mas ao preferir dar suporte para a indústria nacional em detrimento da estrangeira, ele procura apenas a garantia de si próprio, e ao promover que a produção da indústria seja tão grande quanto possível, ele não busca apenas o seu ganho, mas sim age como se guiado por uma mão invisível para promover um fim que não era parte de sua intenção. Ao buscar a*

*preservação de seus próprios interesses, ele promove os interesses da sociedade de maneira mais efetiva que aquela pela qual ele intencionaria promovê-la.*⁷⁴

É fato que os estudiosos da obra de ADAM SMITH defendem a distinção entre os dois livros mencionados pelo fato do primeiro estar mais situado com ideias de aprovação social e consideração, pela pessoa, de sua inserção em grupos que a aprovam ou admiram, enquanto que *The Wealth of Nations* falaria mais de situações de interesse próprio e egoístico das pessoas. Porém, outros estudiosos defendem a inexistência dessas distinções programáticas entre os livros e os enxergam como exemplos de análises sobre comportamento humano e interações sociais, algumas delas focadas no autodesenvolvimento.

A mão invisível de ADAM SMITH, com seu pressuposto de um “auto agir” serviu como exemplo para que muitos defendessem a não intervenção do Estado, em maior ou menor grau, ou a desregulação de determinadas atividades, como se ausência de intervenção do Estado em um determinado mercado não fosse necessária para que esse mesmo mercado atuasse de forma autorregulada, preservando suas boas condições de existência, confiança e operabilidade.

É fato, não se desconhece, que iniciativas de criação de segmentos de listagem de valores mobiliários aos quais companhias podem aderir dentre mais de um segmento possível de listagem, são uma opção contratual e voluntária que se insere no contexto de regulação não estatal. Porém, a experiência demonstra que mercados diferenciados aos quais companhias podem aderir somente surgem e se desenvolvem quando segmentos anteriores, menos exigentes em termos de comportamento dos emissores,

⁷⁴ Cf.: “But the annual revenue of every society is always precisely equal to the exchangeable value of the whole annual produce of its industry, or rather is precisely the same thing with that exchangeable value. As every individual, therefore, endeavors as much as he can both to employ his capital in the support of domestic industry, and so to direct that industry that its produce may be of the greatest value; every individual necessarily labours to render the annual revenue of the society as great as he can. He generally, indeed, neither intends to promote the public interest, nor knows how much he is promoting it. By preferring the support of domestic to that of foreign industry, he intends only his own security; and by directing that industry in such a manner as its produce may be of the greatest value, he intends only his own gain, and he is in this, as in many other cases, led by an invisible hand to promote an end which was no part of his intention. Nor is it always the worse for the society that it was no part of it. By pursuing his own interest he frequently promotes that of the society more effectually than when he really intends to promote it. I have never known much good done by those who affected to trade for the public good. It is an affectation, indeed, not very common among merchants, and very few words need be employed in dissuading them from it.” in A. SMITH, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Lausanne, Metalibri Digital Library, 2007, p. 349.

continuam em atividade sem impor novas exigências às companhias que nele já estavam atuantes.

De forma pendular, conforme o pêndulo tendesse para posições pró e contra a regulação de uma determinada atividade econômica, as ideias de ADAM SMITH voltaram e continuarão a voltar à discussão.

Mas como dito acima, a ausência de regulação em determinados mercados faz com que a desonestidade cresça e participantes honestos sejam dele expulsos ou, ainda, que participantes em potencial tenham, diante da assimetria de informação, aversão à entrada em um determinado mercado.

No caso específico do mercado de capitais, essa situação já está mais do que comprovada pela própria experiência com escândalos que decorrem de fraude informacional, principalmente aqueles ocorridos nos Estados Unidos e com repercussão sobre a economia global como um todo. Emissores de valores mobiliários que gastem recursos para o incremento das informações que divulgam publicamente podem ter dificuldade de justificar que seu lucro menor, em função do maior dispêndio com a produção de informações, é um lucro real e “melhor” do que aquele de um outro emissor que não divulga informações, ou as divulga sem comprovação por parte de terceiros, assumindo a hipótese do mercado de capitais onde a divulgação de informações não seria ou forte ou obrigatória.

Outro exemplo que pode ser mencionado é o que não foca no momento anterior à decisão de compra ou venda de um determinado valor mobiliário, mas sim no momento posterior onde se verifica uma fraude informacional e se faz necessário rever as informações divulgadas ao mercado no passado para analisar se as mesmas deram ou não margem à comprovação da fraude realizada. Nesse aspecto, fala-se de um aspecto instrumental do regime informacional para o fim de efetivar medidas de reparação civil, penal e administrativa.

A mão invisível do mercado não é algo desejável em termos de regime informacional das companhias abertas. A mão visível do Direito, como contraposição à mão

invisível do mercado, é necessária em tema de regime informacional e objetivo de desenvolvimento do mercado de capitais.

Mão visível do Direito quer significar as normas jurídicas (atuação do Direito) que, por sua imperatividade e aplicabilidade a uma situação específica, delimitam espaços e formas pelas quais determinadas relações deverão ser mantidas. Quando se aplica a ideia de mão visível do Direito para o mercado de capitais, fala-se de uma normatividade forte, que impõe comportamentos obrigatórios para todos os participantes desse mercado ou para categorias específicas dos participantes do mercado, como é o caso das companhias abertas. MARK ROE, por exemplo, lembrando a utilização da expressão mão visível do Direito, focando na mão visível das decisões políticas, que posteriormente se traduzem em normas jurídicas, lembra que *a mão visível dos políticos, sendo os políticos os responsáveis pela elaboração de normas, é a responsável pelas estruturas e delimitações de atuação dos intermediários financeiros e, por consequência, das formas pelas quais as companhias abertas se organizaram e cresceram nos Estados Unidos.*⁷⁵

No caso, o pensamento de MARK ROE decorre da análise por ele feita de que as companhias abertas americanas (ou melhor, o mercado de capitais americano, onde as companhias fizeram suas emissões) são resultado de uma decisão política, traduzida em norma de Direito positivo, pela qual, a partir do receio de que os bancos se tornassem grandes o suficiente para capturar o Governo, houve decisão política de restringir o tamanho, ou a possibilidade de crescimento, dos bancos, o que foi feito com o famoso *Glass Steagall Act*.

Glass-Steagall Act é expressão que tem sido utilizada com alguns significados diferentes, porém extremamente relacionados entre si. Glass e Steagall são os sobrenomes de dois congressistas americanos, quais sejam o Senador Carter Glass da

⁷⁵ Cf.: “The American corporate structure has not yet been fully examined as a political outcome, and that is the distinctive analysis that I make in this book. American corporate structures are in considerable part the result of political decisions, many long forgotten, about the organization of financial intermediaries. Had those decisions differed, today’s governance structures could have been different. American democracy affected American finance, which in turn affected the structure of America’s large public firms (...) American politics deliberately weakened and shattered financial intermediaries thereby making managers more powerful than they otherwise had to be (...) Were the title not already taken, a good one for this book would have been The Visible Hand, because the visible hand of politics affected the structures of financial intermediaries, which in turn affected the structure of the large public firm.” in M. J. ROE, *Strong Managers, weak owners: the political roots of American corporate finance*, Princeton, Princeton University Press, 1994, pp. ix-x.

Virginia e o “Representative”, termo que equivalente ao de um deputado federal brasileiro, Henry B. Steagall do Alabama.

Além da origem no sobrenome dos seus autores, *Glass Steagall Act* pode se referir tanto a introduções feitas na lei bancária americana (o *Banking Act* de 1933) que, em número de quatro, limitaram o crescimento dos bancos nos Estados Unidos. A limitação do poder bancário é afirmada por MARK ROE como uma das causas do desenvolvimento do mercado de capitais americano, uma vez que a ausência de bancos com alta capacidade de empréstimo levou à impossibilidade de bancos oferecerem o volume de capital, via empréstimo, para as atividades empresariais nos Estados Unidos, “restando” aos empresários e sociedades empresárias “recorrerem” ao mercado de capitais como fonte de recursos para suas atividades. A expressão *Glass Steagall* também é utilizada como sinônima de todo o *Banking Act* de 1933.

Mas *Glass-Steagall Act* é, em termos normativos, sinônimo das alterações que limitaram a atividade bancária, introduzidas no Direito americano no período do New Deal, como parte da reconstrução americana pós quebra da Bolsa de Nova Iorque no ano de 1929. O contexto da sua criação traz outros aspectos interessantes. Segundo MARK ROE, *o período do New Deal iniciou-se com uma investigação de 17 meses sobre as práticas de Wall Street, durante a qual John Pierpont Morgan (cujas iniciais dão nome ao banco JP Morgan), chamado a testemunhar no Congresso americano, afirmou que considerava o banqueiro privado como um ativo e não como um perigo nacional e que, apesar das acusações em sentido contrário, o banqueiro de Wall Street não tinha se tornado tão poderoso quanto temiam. Em resposta, Ferdinand Pecora, consultor jurídico para o Comitê de Bancos do Senado americano, retrucou afirmando um pensamento comum à época: a terrível concentração de poder nas mãos dos bancos ocorre por diversas fontes. Os banqueiros não são apenas um ativo nacional ou um perigo nacional. Eles seriam os dois.*”

76

⁷⁶ Cf.: “The New Deal began with a seventeen-month investigation of Wall Street practices. The bankers’ defensive tone was set early. The next generation J.P. Morgan testified: “I consider the private banker a national asset and not a national danger. [Despite accusations to the contrary, the Wall Street banker has not] become too powerful. But Ferdinand Pecora, counsel to the Senate Banking Committee for the hearings, better reflected the national mood: “[T]he terrific concentration of power in [bankers] hands from many sources [was] threatening ... The bankers were neither [just] a national asset nor [just] a national danger – they were both.” in *Strong Managers, weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance cit.* (nota 75 supra), p. 33.

Com o receio de que os bancos se tornassem poderosos demais e, por consequência, conseguissem capturar o governo, os congressistas americanos aprovaram o *Glass Steagall Act* que determinou a separação entre as atividades de banco comercial daquelas próprias de banco de investimento, de forma que nenhuma sociedade ou nenhum controlador pudesse atuar nos dois segmentos.

Dessa forma, ao segregar as atividades de banco comercial e de banco de investimento, o *Glass Steagall* impediu o crescimento dos bancos nos Estados Unidos. Ao longo dos anos, as restrições foram sendo retiradas e, em 1999, com o *Gramm–Leach–Bliley Act* (GLBA), as proibições sobre atuação em ambos os setores foram retiradas do ordenamento jurídico americano.

Ausentes bancos com grande capacidade de financiamento e, estando a Economia americana em processo de crescimento, com a organização de atividades empresariais de grande envergadura, como as ferrovias, não houve melhor substituto para o financiamento bancário que não o mercado de capitais, ao qual recorreram as companhias e empreendedores que necessitavam de recursos para levar seus projetos adiante.

Glass Steagall é, para os fins desta Tese, um exemplo de aplicação da mão visível do Direito, determinando regras aplicáveis a um mercado em particular, necessárias, conforme visto no histórico mencionado, para dar efetividade a uma política pública de coibir o crescimento de bancos e a possível facilitação da captura do Governo desse fato decorrente.

No caso do mercado de capitais, como será visto a seguir, a mão visível do Direito prevendo um regime informacional para as companhias abertas é uma medida necessária: sem ela, informações relevantes não seriam divulgadas ao mercado, não haveria padronização nas divulgações de informações e a precificação de valores mobiliários em mercado tenderia a dele expulsar as boas companhias, para se recordar da lição do mercado de carros usados trazida por AKERLOF. Os exemplos da falha de divulgação de acordos de acionistas no Brasil e toda a problemática da divulgação de remuneração de administradores ao redor do mundo são exemplos de que, mesmo no século XXI, ainda há falhas na divulgação de informações relevantes ao mercado, como se passa a demonstrar.

4.2.1 *Disclosure* e Mercado de Capitais: o caso dos Acordos de Acionistas no Brasil

Exemplo de pouca sofisticação no Brasil, a disciplina sobre divulgação de acordos de acionistas na Lei 6.404 é precária se comparada à existente no estrangeiro e à necessidade de que acionistas de companhias abertas tenham ciência da sua existência, sendo a omissão de sua divulgação um exemplo de fraude informacional. Ou seja, o caso da divulgação dos acordos de acionistas das companhias abertas representa uma hipótese a requerer a mão visível do Direito para fins de subsidiar o mercado com informação relevante, qual seja, aquela sobre quem exerce de fato o poder de controle da companhia através de acordos de acionistas.

Exemplo de contrato típico, porque regulado em seu conteúdo pelo art. 118 da Lei 6.404, os acordos de acionistas são contratos que regulam a compra e venda de ações, a preferência para adquiri-las, o poder de controle e o exercício do voto.

Se o conhecimento sobre preferência para futuras compras e vendas de ações é um aspecto relevante, mas não tão relevante para se determinar a ingerência estatal obrigatória para sua divulgação, pelo simples fato de que se está diante de uma situação de preferência e não de certeza, a ciência do mercado sobre quem, de fato, e tendo por base um acordo de acionistas exerce o poder de controle deveria ter recebido um maior cuidado por parte do legislador.

Um acordo de acionistas que traga a alguém a posição de controlador de uma companhia aberta deveria ter tido um tratamento melhor por parte da Lei 6.404. É que a perfeita identificação do controlador bem serve aos interesses do público investidor e dos acionistas não controladores saberem quem controla os destinos da companhia onde aportaram seus recursos. Porém, em nenhum momento a Lei 6.404, ou qualquer outra lei,⁷⁷

⁷⁷ Essa é uma constatação concluída a partir da leitura do art. 118: “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. § 1º As obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados

exige a divulgação como requisito de eficácia do negócio jurídico acordo de acionistas ou permite a anulação do voto proferido com base em acordo oculto.

O tratamento mais sofisticado para a finalidade de garantir que acordos de acionistas sejam tornados públicos é colocar a divulgação como requisito de sua validade. Dessa forma, acordos não divulgados não seriam contratos válidos e o combinado entre suas partes contratantes não teria a opção de ser assegurado por via judicial. Essa opção foi feita pela lei da Espanha, da Itália e de Portugal.

Em Portugal, o Código dos Valores Mobiliários traz a anulabilidade de votos proferidos com base em acordos parassociais não levados ao conhecimento do público:

“Artigo 19.º Acordos parassociais. 1. Os acordos parassociais que visem adquirir, manter ou reforçar uma participação qualificada em sociedade aberta ou assegurar ou frustrar o êxito de oferta pública de aquisição devem ser comunicados à CMVM por qualquer dos contraentes no prazo de três dias após a sua celebração. 2. A CMVM determina a publicação, integral ou parcial, do acordo, na medida em que este seja relevante para o domínio sobre a sociedade. 3. São anuláveis as deliberações sociais tomadas com base em votos expressos em execução dos acordos não comunicados ou não publicados nos termos dos números anteriores, salvo se se provar que a deliberação teria sido adoptada sem aqueles votos.”

das ações, se emitidos. § 2º Esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117). § 3º Nas condições previstas no acordo, os acionistas podem promover a execução específica das obrigações assumidas. § 4º As ações averbadas nos termos deste artigo não poderão ser negociadas em bolsa ou no mercado de balcão. § 5º No relatório anual, os órgãos da administração da companhia aberta informarão à assembleia-geral as disposições sobre política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos, constantes de acordos de acionistas arquivados na companhia. 6º O acordo de acionistas cujo prazo for fixado em função de termo ou condição resolutiva somente pode ser denunciado segundo suas estipulações. § 7º O mandato outorgado nos termos de acordo de acionistas para proferir, em assembleia-geral ou especial, voto contra ou a favor de determinada deliberação, poderá prever prazo superior ao constante do § 1º do art. 126 desta Lei. § 8º O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado. § 9º O não comparecimento à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissor e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada. § 10. Os acionistas vinculados a acordo de acionistas deverão indicar, no ato de arquivamento, representante para comunicar-se com a companhia, para prestar ou receber informações, quando solicitadas. § 11. A companhia poderá solicitar aos membros do acordo esclarecimento sobre suas cláusulas.”

Na Itália, o *Codice Civile* traz disposição semelhante para as sociedades fechadas, proibindo o voto dado com base em acordo oculto e também tornando anulável o voto proferido com base em acordo não levado ao conhecimento público que, no caso, corresponde à informação a ser dada sobre a existência do acordo por ocasião do início de cada assembleia de acionistas:

<i>Codice Civile</i>	<i>Tradução Livre</i>
2341-ter (<i>Pubblicita' dei patti parasociali</i>). - Nelle societa' che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio i patti parasociali devono essere comunicati alla societa' e dichiarati in apertura di ogni assemblea. La dichiarazione deve essere trascritta nel verbale e questo deve essere depositato presso l'ufficio del registro delle imprese. In caso di mancanza della dichiarazione prevista dal comma precedente i possessori delle azioni cui si riferisce il patto parasociale non possono esercitare il diritto di voto e le deliberazioni assembleari adottate con il loro voto determinante sono impugnabili a norma dell'articolo 2377.	2341-ter (<i>Publicidade dos pactos parassocieários</i>). – Nas sociedades que fazem recurso ao mercado de capitais de risco os pactos parassocieários devem ser comunicados à sociedade e declarados na abertura de cada assembleia. A declaração deve ser transcrita na ata da assembleia e a transcrição deve ser arquivada no ofício de registro de empresas. <u>No caso da falta de declaração prevista no artigo acima os possuidores de ações às quais se refere o pacto parassocieário não podem exercer o direito de voto e as deliberações assembleares adotadas com o seu voto determinante são impugnáveis conforme a norma do artigo 2377.</u>

Na mesma Itália, a disciplina sobre publicidade dos acordos de acionistas das companhias abertas está prevista no *Testo Único della Finanza*, o qual também reforça a publicidade dos *patti parasociali*, determinando a nulidade dos acordos caso sua publicidade não seja efetivada:

<i>Testo Único della Finanza</i>	<i>Tradução Livre</i>
Art. 122 (<i>Patti parasociali</i>)	Art. 122 (<i>Pactos Parassociais</i>)

<p>1. I patti, in qualunque forma stipulati, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano sono:</p> <p>a) comunicati alla Consob entro cinque giorni dalla stipulazione; b) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana entro dieci giorni dalla stipulazione; c) depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sede legale entro quindici giorni dalla stipulazione.</p> <p>2. La Consob stabilisce con regolamento le modalità e i contenuti della comunicazione, dell'estratto e della pubblicazione.</p> <p>3. In caso di inosservanza degli obblighi previsti dal comma 1 i patti sono nulli. (...)</p>	<p>1. Os pactos, estipulados sob qualquer forma, que tenham por objeto o exercício do direito de voto nas sociedades com ações cotadas [companhias abertas] e nas sociedades que as controlam são:</p> <p>a) comunicados ao Consob [órgão regulador do mercado de valores mobiliários] em até cinco dias da celebração; b) publicados em extrato em periódicos diários em dez dias da celebração; c) arquivados no registro de empresas do local onde a sociedade possua sua sede legal em quinze dias da celebração.</p> <p>2. O Consob deverá regulamentar a modalidade e o conteúdo da comunicação do extrato e da publicação.</p> <p><u>3. Em caso de inobservância das obrigações previstas no item 1, os pactos são nulos. (...)</u></p>
---	--

Na Espanha, a lei é clara ao condicionar a produção de efeitos dos acordos de acionistas ao cumprimento de suas regras de publicidade:

<i>Ley del Mercado de Valores (lei 24/88)</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>DE LOS PACTOS PARASOCIALES SUJETOS A PUBLICIDAD</p> <p>Artículo 112. Publicidad de los pactos parasociales y de otros pactos que afecten a una sociedad cotizada.</p> <p>1. A los efectos de lo dispuesto en este título, se entienden por pactos parasociales aquellos pactos que incluyan la regulación</p>	<p>DOS PACTOS PARASSOCIAIS SUJEITOS A PUBLICIDADE</p> <p>Art. 112. Publicidade dos pactos parassociais e de outros pactos que afetem uma sociedade com ações cotadas.</p> <p>1. Para os efeitos deste título, entende-se como pactos parassociais aqueles pactos que incluem a disciplina do exercício do</p>

<p>del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas. Lo dispuesto en este artículo respecto de los pactos parasociales se aplicará también a los supuestos de pactos que con el mismo objeto se refieran a obligaciones convertibles o canjeables emitidas por una sociedad anónima cotizada.</p> <p>2. La celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial que tenga por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinja o condicione la libre transmisibilidad de las acciones o de obligaciones convertibles o canjeables en las sociedades anónimas cotizadas habrá de ser comunicada con carácter inmediato a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, acompañando copia de las cláusulas del documento en el que conste, que afecten al derecho de voto o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones o de las obligaciones convertibles o canjeables. Una vez efectuadas estas comunicaciones, el documento en el que conste el pacto parasocial deberá ser depositado en el Registro Mercantil en el que la sociedad esté inscrita.</p>	<p>direito de voto nas assembleias gerais ou que restrinjam ou condicionem a livre transferência das ações das sociedades anônimas com ações cotadas. O disposto neste artigo referente aos pactos parassociais se aplica também aos pactos que, com o mesmo objetivo, refiram-se às obrigações conversíveis [em ações] emitidas por uma sociedade anônima com ações cotadas [companhias abertas].</p> <p>2. A celebração, prorrogação ou modificação de um pacto parassocial que tenha por objeto o exercício do direito de voto nas assembleias gerais ou que restrinja ou condicione a livre transferência de ações ou de obrigações conversíveis nas sociedades anônimas com ações cotadas deverão ser comunicados imediatamente à própria sociedade e à Comissão Nacional del Mercado de Valores, estando a comunicação acompanhada com cópia das cláusulas do documento no qual constem as que afetem o direito de voto ou que restrinjam ou condicionem a livre transferência das ações ou das obrigações conversíveis. Uma vez efetuadas essas comunicações, o documento no qual conste o pacto parassocial deverá ser arquivado no Registro Mercantil no qual a sociedade está inscrita.</p> <p>O pacto parassocial deverá ser publicado como fato relevante. <u>Até a divulgação,</u></p>
---	---

<p>El pacto parasocial deberá publicarse como hecho relevante. En tanto no tengan lugar las comunicaciones, el depósito y la publicación como hecho relevante, el pacto parasocial no producirá efecto alguno en cuanto a las referidas materias, sin perjuicio de la restante normativa aplicable. (...)</p>	<p><u>depósito e publicação como fato relevante ocorreram, o pacto parassocial não poderá produzir efeitos, sem prejuízo da regulamentação restante. (...)</u></p>
---	--

Entretanto, o artigo 118 da Lei 6.404, que traz a disciplina dos acordos de acionistas no Brasil, não exige a divulgação como requisito de validade. É fato que o artigo 118 menciona o arquivamento na sede social e averbação da existência do acordo nos livros sociais como condições para a oponibilidade do acordo a terceiros e imposição do dever se sua observância pela própria companhia.

Não se desconhece o fato de que a divulgação de acordo de acionistas está prevista nos regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários. Mas a infração à regra pode se mostrar vantajosa para o acionista uma vez que a penalidade se situaria dentro das penalidades administrativas, apenas. O risco de não ter seu contrato assegurado judicialmente parece melhor funcionar para a finalidade de tornar o acordo de conhecimento público. Afinal, conforme as regras atuais, acordo de acionista não divulgado é acordo passível de ser executado judicialmente em caso de inadimplemento.

É factível acreditar que pode ser do interesse de acionistas controladores de companhia aberta manterem acordo de acionistas restrito ao seu conhecimento, ainda que essa conduta seja passível de repressão administrativa. Mesmo assim, pensando no interesse dos acionistas não controladores e de investidores (acionistas em potencial) sobre terem a real noção sobre quem compõe o bloco de controladores da companhia, percebe-se que se está diante de uma situação de necessidade de intervenção do Direito para obrigar a divulgação do acordo de acionistas do controlador de companhia aberta, uma vez que o simples interesse dos controladores nem sempre seria no sentido de divulgar o acordo. Os exemplos do Direito estrangeiro acima trazidos demonstram que essa interferência já ocorreu.

4.2.2 *Disclosure* e Mercado de Capitais: o tema da Divulgação de Remuneração de Administradores

O tema da divulgação de remuneração de administradores de companhias abertas relaciona-se de duas formas com as questões objeto de estudo por esta Tese. A primeira delas é a sua relação com a temática da (necessária) mão visível do Direito para fins de obrigação de divulgação de informações por parte das companhias abertas. A segunda é que o tema da remuneração de administradores está também relacionado com a fraude informacional porque remunerações incentivadas podem ser auferidas por administradores com base em informações falsas divulgadas pela própria companhia. O tema também se relaciona de forma direta com o poder da informação.

Certamente, a problemática da divulgação da remuneração de administradores é um tema que traz maior preocupação em países nos quais há maior dispersão da propriedade acionária, nos quais o conflito de interesses entre administradores e acionistas ganha maior recorrência do que nos países nos quais há concentração da propriedade acionária, nos quais o conflito, pela prática, está mais presente nos conflitos de interesses entre acionistas controladores, detentores da maioria do capital social, e acionistas minoritários.

Mesmo assim, não se pode deixar de cuidar do tema porque a atribuição de remuneração de administradores em patamar exagerado, mesmo em países com concentração acionária, não deixa de ser uma hipótese na qual os recursos da companhia podem vir a ser canalizados para remunerações excessivas, funcionando, na prática, como mais um expediente de enriquecimento do controlador, que pode eleger a si próprio como administrador da companhia.

Pode-se, inicialmente, argumentar que a identificação da remuneração de administradores seria uma questão eminentemente privada da companhia, sem necessidade de divulgação pública. Da mesma forma, poder-se-ia argumentar que o direito à intimidade

das pessoas naturais⁷⁸ poderia servir como direito subjetivo oponível à divulgação de informações sobre remuneração.

Porém, esses argumentos devem ser interpretados conforme a lembrança de que se está diante, necessariamente, de uma sociedade aberta ao investimento do público via negociação de seus valores mobiliários em mercado.

O tipo jurídico que o Direito brasileiro denomina como companhia aberta também recebe denominação semelhante pelo Direito italiano. Porém, o *Codice Civile* é específico para classificar como abertas as sociedades que *fazem recurso ao mercado de capitais de risco via emissão de ações cotadas em mercados regulamentados ou difusas entre o público em número relevante*⁷⁹. Essa referência legal ao termo “risco” auxilia no entendimento da questão aqui colocada: o risco quanto ao sucesso do empreendimento societário aberto a investimento do público requer alguns cuidados por parte do legislador para o fim de subsidiar o investidor com informações necessárias para sua tomada de decisão.

BEBCHUK-FRIED, em estudo focado na remuneração de administradores, mas baseado no Direito americano, colocam alguns pontos de interesse na sua visão. Para eles, *a questão da remuneração de administradores não estaria tão dependente da questão sobre seu custo para a companhia, a questão estaria mais dependente da questão sobre como essa remuneração é percebida pelos acionistas, o que levaria a uma das principais questões a serem debatidas para o tema: o problema da “camuflagem” da remuneração, feita de forma a limitar a crítica externa através de esquemas de pagamentos que ocultem o fato da remuneração estar sendo paga em excesso.*⁸⁰

⁷⁸ “Art. 5º (...) X - são invioláveis a intimidade, a vida privada, a honra e a imagem das pessoas, assegurado o direito a indenização pelo dano material ou moral decorrente de sua violação”

⁷⁹ A definição está no art. 2.325-bis do *Codice Civile*: “Ai fini dell'applicazione del presente titolo (1), sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società emittenti di azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante. Le norme di questo titolo si applicano alle società con azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme di questo codice o di leggi speciali.”

⁸⁰ Cf.: “The main costs to directors and managers of adopting compensation arrangements that favor managers, then, depend mainly not on how costly the arrangements actually are to shareholders, but on how costly the arrangements are perceived to be by important outsiders. Perceptions matter. This brings us to another concept that is critical for understanding the compensation landscape: camouflage. Because perceptions are so important, the designers of compensation plans can limit outside criticism and outrage by dressing, packaging, or hiding- in short, camouflaging- rent extraction.” in L.A. BEBCHUK – J. FRIED, *Payment without*

Como medida tendente a evitar abusos referentes à remuneração de administradores, BEBCHUK-FRIED *sugerem que a remuneração de administradores passe a ser um tema a ser aprovado pelos acionistas e que haja maior transparência sobre o tema. Os autores citados fazem uma diferenciação entre transparência e disclosure afirmando que a divulgação de informações sobre a remuneração de administradores não serviria ao propósito do disclosure de permitir ao mercado precificar os valores mobiliários, mas sim serviria ao objetivo da transparência de permitir a verificação se os acordos sobre remuneração de administradores são ou não muito favoráveis aos próprios administradores.*⁸¹

A sugestão dos autores para combater o problema de remunerações despropositadas é a introdução da necessidade de sua aprovação pelos acionistas e a oferta de informação aos acionistas que expressasse, em valores monetários, *todas as formas de remuneração comprometidas pela companhia aos administradores, como previdência privada, remuneração a ser paga após o término do mandato, benefícios de aposentadoria e contratos de consultoria.*⁸²

Remuneração de administradores é tema próprio à assembleia geral conforme a lei brasileira, o que mostra que o controle, por parte dos acionistas, proposto por BEBCHUK-FRIED, já existe no Brasil, com a devida amplitude, uma vez que a lei é expressa em prever que a “assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação” (art. 152 da Lei 6.404).

Performance: the unfulfilled promise of executive compensation, Cambridge, Harvard University Press, 2006, p. 67.

⁸¹ Cf.: “The main aim of requiring disclosure of executive compensation is not to enable accurate pricing of the firm’s securities. Rather, this disclosure is primarily intended to provide some check on arrangements that are too favorable to executives. (...) Because of market forces and social dynamics, managers and directors are concerned about possible disapproval from institutional investors and other reference groups, such as business press.” in *Payment without Performance: the unfulfilled promise of executive compensation cit.* (nota 80 supra), p. 192.

⁸² Cf.: “Placing a monetary value on all forms of compensations. Companies should be required to place a dollar value on all forms of compensation and to include these amounts in the compensation tables contained in company disclosures. Companies have been able to provide executives with substantial “stealth compensation” by using pensions, deferred compensations and postretirement perks and consulting contracts.” in *Payment without Performance: the unfulfilled promise of executive compensation cit.* (nota 80 supra), p. 193.

Afinal, remuneração de administrador, se não esclarecida ao público, desfavorece o monitoramento por parte dos acionistas não administradores sobre a atuação dos próprios administradores, o que justifica a interferência do legislador em obrigar a sua respectiva divulgação.

Nos Estados Unidos, o tema da remuneração de administradores foi objeto recente de tratamento legislativo introduzido pelo *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, em 2010, lembrando-se que referida lei corresponde à resposta estatal legislativa à crise enfrentada no mesmo ano em decorrência da crise do mercado de empréstimos imobiliários garantidos por hipotecas imobiliárias em 2007 e 2008, com efeitos irradiados para o setor bancário, cujo maior exemplo foi a quebra do banco Lehman Brothers, na expressão resumida de *crise dos subprimes*, sendo “subprime” a palavra utilizada para se referir aos empréstimos concedidos a pessoas com histórico de não pagamento pontual das obrigações decorrentes de empréstimos para aquisições imobiliárias e garantidos por hipotecas.

No que interessa a esta Tese, a inovação recente trazida pelo Dodd-Frank Act “junta” a tentativa de combate à fraude informacional com a questão da remuneração de administradores, a partir da criação das seguintes regras, com especial realce para aquela mencionada ao final:

(a) *necessidade de que os administradores, ao realizarem um pedido de procuração aos acionistas*⁸³, *informem de forma clara a remuneração recebida pelos administradores e sua relação com a performance da companhia, calculada a performance com base nas cotações dos valores mobiliários da companhia e dividendos distribuídos;*⁸⁴

⁸³ A relevância do pedido de procuração para votar em assembleia que elegerá os administradores da companhia deve ser analisada com a lembrança de que, nos Estados Unidos, há dispersão acionária e agremiações de votos, bem inferiores à famosa metade mais um, são suficientes para concretizar uma maioria de votos na assembleia e decidir os destinos sociais. A prática de administradores solicitarem procurações dos acionistas para votarem em si próprios nas eleições para cargos da administração é comum nos Estados Unidos.

⁸⁴ Cf. “SEC. 953. EXECUTIVE COMPENSATION DISCLOSURES. (a) DISCLOSURE OF PAY VERSUS PERFORMANCE.—Section 14 of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78n), as amended by this title, is amended by adding at the end the following: “(i) DISCLOSURE OF PAY VERSUS PERFORMANCE.—The Commission shall, by rule, require each issuer to disclose in any proxy or consent solicitation material for an annual meeting of the shareholders of the issuer a clear description of any

(b) *obrigatoriedade de divulgação da média de remunerações pagas a todos os empregados da companhia, à exceção do presidente, além da divulgação da remuneração do presidente e de um cálculo médio entre a remuneração do presidente e média paga aos demais empregados da companhia;*⁸⁵

(c) e, naquela que demonstra um grau de acerto do legislador americano em prever uma estratégia legal que, ao mesmo tempo, obrigasse à divulgação de informações de interesse do público acionista, disciplinasse o poder da informação nas companhias abertas e, insista-se, simultaneamente, contivesse previsão para combater a fraude informacional, a introdução da regra de que *nenhuma companhia aberta poderá ter seus valores mobiliários negociados em mercado se não:*

(i) *divulgar ao mercado a sua política de remuneração incentivada baseada em informações financeiras da companhia; e se não*

(ii) *tomar as medidas necessárias para recuperar valores pagos a maior, no prazo de até 3 anos, quando ocorreu pagamento de remuneração incentivada para administrador tendo por base informações financeiras da companhia que foram posteriormente refeitas, tendo o pagamento sido calculado com base nas demonstrações financeiras originais.* O legislador do Dodd-Frank Act foi expresso em chamar essa remuneração incentivada paga com base em demonstrações financeiras equivocadas de

compensation required to be disclosed by the issuer under section 229.402 of title 17, Code of Federal Regulations (or any successor thereto), including information that shows the relationship between executive compensation actually paid and the financial performance of the issuer, taking into account any change in the value of the shares of stock and dividends of the issuer and any distributions (...).” A construção da regra, no detalhe, decorre da obrigação de que o pedido de procuração seja acompanhado de documentação na qual a remuneração dos administradores está detalhada. Esse detalhamento, por sua vez, consta de normativo específico e extenso, a regra 229.402 do Código Federal de Regulações (*Code of Federal Regulations*).

⁸⁵ Cf.: “SEC. 953. (...) (b) ADDITIONAL DISCLOSURE REQUIREMENTS.— (1) IN GENERAL.—The Commission shall amend section 229.402 of title 17, Code of Federal Regulations, to require each issuer to disclose in any filing of the issuer described in section 229.10(a) of title 17, Code of Federal Regulations (or any successor thereto)— (A) the median of the annual total compensation of all employees of the issuer, except the chief executive officer (or any equivalent position) of the issuer; (B) the annual total compensation of the chief executive officer (or any equivalent position) of the issuer; and (C) the ratio of the amount described in subparagraph (A) to the amount described in subparagraph (B).”

“Remuneração Atribuída Erroneamente” (*Recovery of Erroneously Awarded Compensation*).⁸⁶

Essa estratégia legal de determinar a obrigatoriedade de recuperação de remunerações pagas a maior combateu um problema próprio da fraude informacional que é a divulgação de demonstrações financeiras da companhia em desacordo com a realidade. Como a mentira tem perna curta, para se utilizar de um ditado popular, a descoberta posterior da fraude informacional anterior, constante das demonstrações financeiras, faz com que a remuneração incentivada (como o pagamento da participação dos administradores no lucro da companhia, o direito de exercício de opções de compra de ações da companhia, ou qualquer outro expediente que leve ao resultado de que um novo bônus seja pago ao administrador com base na performance da companhia), mostre-se, posteriormente, como um pagamento a maior e, por que não dizer, inclusive, passível de ter sido calculado com base em fraude informacional causada pelo próprio administrador que dela se beneficiou.

A positivação de regra explícita sobre esse tema demonstra, como será melhor visto no Capítulo 6 a seguir, que o Direito americano segue tendência forte de combater fraude informacional, pormenorizando-a conforme diversas situações fáticas que podem levar à sua existência em hipóteses específicas de ocorrência.

Além da obrigação da companhia cobrar o pagamento indevido, a regra traz uma das maiores penalidades passíveis de aplicação a qualquer companhia aberta: a proibição de negociação de seus valores mobiliários. Pela relevância dada à sanção, conclui-se pela importância dada ao tema pelo legislador americano, especialmente em resposta a

⁸⁶ Cf.: “SEC. 954. RECOVERY OF ERRONEOUSLY AWARDED COMPENSATION. The Securities Exchange Act of 1934 is amended by inserting after section 10C, as added by section 952, the following: “SEC. 10D. RECOVERY OF ERRONEOUSLY AWARDED COMPENSATION POLICY. “(a) LISTING STANDARDS.—The Commission shall, by rule, direct the national securities exchanges and national securities associations to prohibit the listing of any security of an issuer that does not comply with the requirements of this section. “(b) RECOVERY OF FUNDS.—The rules of the Commission under subsection (a) shall require each issuer to develop and implement a policy providing— “(1) for disclosure of the policy of the issuer on incentive based compensation that is based on financial information required to be reported under the securities laws; and “(2) that, in the event that the issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer with any financial reporting requirement under the securities laws, the issuer will recover from any current or former executive officer of the issuer who received incentive based compensation (including stock options awarded as compensation) during the 3-year period preceding the date on which the issuer is required to prepare an accounting restatement, based on the erroneous data, in excess of what would have been paid to the executive officer under the accounting restatement.”

um período de crise no mercado de valores mobiliários, que foi a causa da promulgação do Dodd-Frank Act.

4.3 ***Disclosure* e Mercado de Capitais: a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente**

Mercados, como também já acima afirmado, têm como premissa necessária à sua existência e desenvolvimento a ideia de confiança e de reputação do mercado, de forma que os negócios realizados no mercado devem ser honrados (adimplidos) e as informações que pautam sua negociação serem verídicas (não aptas a gerarem situação de fraude informacional).

No âmbito do mercado de capitais, essa questão da necessária veracidade da informação divulgada e, sem se esquecer, do dever de divulgar informações relevantes para o mercado, tem uma característica especial: a informação colocada no mercado permite uma relação direta com o preço de cotação do valor mobiliário na exata medida em que o mercado, especialmente através dos bancos de investimento, com pessoal especializado e dedicado para análise de informações, consegue traduzir as informações em perspectivas de ganhos ou perdas para as companhias, com impacto direto no interesse e valor de cotação.

Com alto grau de aceitação e, também, com críticas, a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, que também pode ser semanticamente traduzida como Hipótese da Eficiência do Mercado de Capitais, como traduções do original *Efficient Capital Markets Hypothesis*, aprofundou e, na origem, explicou essa relação entre informação e cotação de valor mobiliário em mercado. A Hipótese também traz desafios e indica caminhos que devem orientar os operadores do Direito, especialmente os legisladores e reguladores, na tarefa de criação de um sistema de divulgação de informações por parte das companhias abertas que permita aos interessados terem base informacional para dar prognósticos para a atuação da companhia.

Precisamente, por mencionar “desafios” e indicar “caminhos”, como dito acima, fala-se de um sistema que obrigue a divulgação de informações relevantes para o mercado e estimule a confiança nas informações divulgadas, assegurando a busca por sua veracidade. Não há, até hoje, qualquer solução melhor para se assegurar a confiabilidade da

informação divulgada que não a previsão de critérios de responsabilização para aqueles que omitem a divulgação ou a realizam de forma maliciosamente errada.

Há mais de três décadas, ainda no ano de 1984, RONALD GILSON e HEINER KRAAKMAN, ambos professores de Direito, reconheceram a relevância da Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente e afirmaram que, *de todos desenvolvimentos econômico-financeiros, a hipótese do mercado de capitais eficiente atingiu a maior aceitação na cultura jurídica, estando a mesma presente em material de estudo das faculdades de Direito sobre Direito aplicado a negócios, além de servir ao debate sobre o futuro da regulação dos valores mobiliários por parte da Securities and Exchange Commission, tendo sido utilizada como premissa para a revisão do sistema de disclosure administrado pela Commission.*⁸⁷

A divisão do Prêmio Nobel de Economia em 2013 é um reflexo não apenas da importância da Hipótese, mas também da relevância obtida pelas críticas que a ela foram feitas no campo dos estudiosos da Economia. Isso porque um dos mais relevantes críticos foi justamente um dos dois outros receptores do prêmio no mesmo ano de 2013, ROBERT JAMES SHILLER.⁸⁸ Porém, o outro ganhador, por sua contribuição aos estudos econômicos, foi EUGENE F. FAMA, precursor da teoria.

A Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente tem como premissa que as cotações pelas quais os valores mobiliários são negociados em mercado refletem (ou deveriam refletir) todas as informações disponíveis sobre o emissor e, por que não dizer, sobre o valor mobiliário em si. Um mercado que refletisse todas as informações disponíveis seria considerado como “eficiente”, segundo a teoria.

⁸⁷ Cf.: “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” in R. GILSON, R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review* 70, (1984), pp. 549-550.

⁸⁸ O terceiro receptor foi LARS PETER HANSEN.

Apresentada no ano de 1970 no artigo *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, EUGENE FAMA⁸⁹ iniciou por explicar a teoria lembrando que *a função primordial do mercado de capitais é a alocação da propriedade acionária e que o mercado ideal é aquele em que as cotações fornecem sinais precisos para a alocação de recursos e no qual investidores podem escolher os valores mobiliários que representam a propriedade sobre as atividades das empresas com base na premissa de que as cotações dos valores mobiliários, a qualquer tempo, refletem totalmente todas as informações disponíveis. Um mercado no qual as cotações reflitam totalmente todas as informações disponíveis será considerado “eficiente”*.⁹⁰

GILSON e KRAAKMAN, por sua vez, trazem algumas críticas interessantes à Hipótese da Eficiência do Mercado, começando por afirmar que *os estudos sobre a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente têm estado mais concentrados nas consequências da Hipótese do que naquela que deveria ser a principal razão do seu estudo: a investigação sobre o que faz os mercados serem eficientes quando eles aparentam ser eficientes*.⁹¹

⁸⁹ Todos os estudos feitos para a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente atribuem a teoria para EUGENE F. FAMA. Entretanto, com humildade científica, o próprio FAMA informa que a primeira classificação da eficiência como forte ou fraca foi feita por HARRY ROBERTS: “1. The distinction between weak and strong form tests was first suggested by Harry Roberts.”, in *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, vol. 25, nº. 2, (Maio, 1970), p.383. A única bibliografia citada de HARRY ROBERTS por FAMA é “*Stock Market 'Patterns' and Financial Analysis: Methodological Suggestions*.” in *Journal of Finance*, 14 (Março, 1959), pp. 1-10.

⁹⁰ Cf.: “THE PRIMARY ROLE of the capital market is allocation of ownership of the economy's capital stock. In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of firms' activities under the assumption that security prices at any time "fully reflect" all available information. A market in which prices always "fully reflect" available information is called "efficient. But a frictionless market in which all information is freely available and investors agree on its implications is, of course, not descriptive of markets met in practice. Fortunately, these conditions are sufficient for market efficiency, but not necessary. For example, as long as transactors take account of all available information, even large transactions costs that inhibit the flow of transactions do not in themselves imply that when transactions do take place, prices will not "fully reflect" available information” in *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work cit.* (nota 89 supra), p. 383.

⁹¹ Cf.: “They rest on legal and policy implications derived from the ECMH (particularly in its semi-strong form) without serious attention to how these implications depend on a more preliminary question: What makes the market efficient when it appears to be so? in *The Mechanisms of Market Efficiency cit.* (nota 87 supra), p. 549.

As condições para a eficiência do mercado, segundo EUGENE FAMA, seriam, na versão original de seu estudo de 1970, (i) a inexistência de custos de transação para a compra e venda de valores mobiliários; (ii) que toda informação disponível torne-se disponível a todos os participantes do mercado de forma não onerosa (sem custos); e (iii) que todos os participantes do mercado tenham a mesma opinião sobre as consequências da informação atual para a cotação atual e para cotações futuras de cada valor mobiliário. Atendidas todas essas condições, pode-se dizer, segundo EUGENE FAMA, que a cotação de um valor mobiliário *reflete totalmente toda informação disponível*.⁹² Duas décadas depois, EUGENE FAMA explicou que a não onerosidade da obtenção da informação (ausência de custos) significaria que os custos de verificação da informação obtida seriam iguais a zero,⁹³ mas que, no mundo real, sempre haveria custos de transação.⁹⁴

Conforme a informação estivesse disponível e pudesse ser refletida nas cotações dos valores mobiliários, a eficiência do mercado era (e, aqui, a conjugação correta do verbo é no passado), no primeiro artigo de EUGENE FAMA, classificada em forte, semi-forte e fraca, de forma que (1) *fraca significava que as cotações dos valores mobiliários refletiam apenas as informações do passado, já conhecidas pelo mercado, como se o histórico do passado fosse capaz de prever os dividendos futuros do valor mobiliário em questão*; (2) *semi-forte, caracterizando quão rápido as cotações dos valores mobiliários refletiam novas divulgações públicas de informações, como uma divulgação de resultados*; e (3) *forte, caracterizando a reflexão, nas cotações dos valores mobiliários, de todas as*

⁹² Cf.: “First, it is easy to determine sufficient conditions for capital market efficiency. For example, consider a market in which (i) there are no transactions costs in trading securities, (ii) all available information is costlessly available to all market participants, and (iii) all agree on the implications of current information for the current price and distributions of future prices of each security. In such a market, the current price of a security obviously “fully reflects” all available information.” in *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work cit.* (nota 89 supra), p. 387.

⁹³ Cf.: “I take the market efficiency hypothesis to be the simple statement that security prices fully reflect all available information. A precondition for this strong version of the hypothesis is that information and trading costs, the costs of getting prices to reflect information, are always 0 (Grossman and Stiglitz (1980))” in *Efficient Capital Markets: II*, in *The Journal of Finance*, vol. XLVI, n.º. 5 (Dezembro, 1991), p. 1575.

⁹⁴ Cf.: “Since there are surely positive information and trading costs, the extreme version of the market efficiency hypothesis is surely false. Its advantage, however, is that it is a clean benchmark that allows me to sidestep the messy problem of deciding what are reasonable information and trading costs. I can focus instead on the more interesting task of laying out the evidence on the adjustment of prices to various kinds of information.” in *Efficient Capital Markets II cit.* (nota 93 supra), p. 1575.

*informações sobre o valor mobiliário ou o emissor, ainda que decorrentes de informações não divulgadas para o público, como é o caso da negociação baseada em insider trading.*⁹⁵

Na mesma época, mas em outro trabalho, FAMA também afirmou que Hipótese teria como premissa que *o mercado efetivamente utilize as informações disponíveis corretamente para precificar um valor mobiliário, sendo que a precificação traria implícita a expectativa do mercado sobre os retornos futuros do valor mobiliário.*⁹⁶

Duas décadas depois, em revisão de seu trabalho original, EUGENE FAMA revisou alguns dos conceitos apresentados e passou a classificar a eficiência do mercado em *fraca quando as cotações dos valores mobiliários, além da utilização das informações sobre retornos do passado, é feita incluindo as atividades de previsão de retornos com as variáveis sobre rendimentos de juros e taxas de juros praticadas na Economia*⁹⁷. Já em relação à

⁹⁵ Cf.: “Historically, the empirical work evolved more or less as follows. The initial studies were concerned with what we call weak form tests in which the information subset of interest is just past price (or return) histories. Most of the results here come from the random walk literature. When extensive tests seemed to support the efficiency hypothesis at this level, attention was turned to semi-strong form tests in which the concern is the speed of price adjustment to other obviously publicly available information (e.g., announcements of stock splits, annual reports, new security issues, etc.). Finally, strong form tests in which the concern is whether any investor or groups (e.g., managements of mutual funds) have monopolistic access to any information relevant for the formation of prices have recently appeared. We review the empirical research in more or less this historical sequence (...) The empirical work itself can be divided into three categories depending on the nature of the information subset of interest. Strong-form tests are concerned with whether individual investors or groups have monopolistic access to any information relevant for price formation. One would not expect such an extreme model to be an exact description of the world, and it is probably best viewed as a benchmark against which the importance of deviations from market efficiency can be judged. In the less restrictive semi-strong-form tests the information subset of interest includes all obviously publicly available information, while in the weak form tests the information subset is just historical price or return sequences.” in *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* cit. (nota 89 supra), pp. 388-414.

⁹⁶ Cf.: “I do not agree, however, with LeRoy's statement that the discussion of the efficient markets theory in [1] is tautological. Since I place all tests of market efficiency within the proposed theoretical framework, if the theory is tautological, the tests must be incapable of rejecting the hypothesis that markets are efficient. The tests are not deficient in this sense. Rather than defending the efficient markets theory as presented in [1], I shall present the model in a different way which hopefully is free of whatever is misleading or difficult to follow in the earlier approach. The analysis is a condensation of [2] and [3, chs. 7 and 8]. An Efficient Capital Market efficiency requires that in setting the prices of securities at any time $t - 1$, the market correctly uses all available information (...) Thus in an efficient market the true expected return on any security is equal to its equilibrium expected value, which is, of course, also the market's assessment of its expected value. In an inefficient market, on the other hand, true expected returns and equilibrium expected returns are not necessarily identical” in *Efficient Capital Markets: Reply*, in *The Journal of Finance*, vol. 31, nº. 1 (Março 1976), pp. 141-144.”

⁹⁷ Cf.: “Instead of weak-form tests, which are only concerned with the forecast power of past returns, the first category now covers the more general area of tests for return predictability, which also includes the burgeoning work on forecasting returns with variables like dividend yields and interest rates” in *Efficient Capital Market II* cit. (nota 93 supra), p. 1.576.

eficiência forte e à eficiência semi-forte, FAMA trocou as terminologias utilizadas, passando a utilizar as expressões “estudo de eventos” (*events studies*) e “testes de informação privada” (*tests for private information*) para, respectivamente, designá-las.⁹⁸

Apesar da mudança ter sido expressa e explícita⁹⁹, a maioria dos estudos sobre a Hipótese da Eficiência do Mercado continua sendo realizada com base nas versões originais propostas por FAMA.

Outra função da informação para o mercado de capitais é reduzir a aversão ao risco que investidores possuem em relação a uma companhia aberta ou a um valor mobiliário em particular. Para esta função, EUGENE F. FAMA e ARTHUR B. LAFFER explicam que *o valor de mercado de uma companhia pode ser majorado com a produção e divulgação de informações sobre essa companhia se a divulgação de informações conseguir diminuir as estimativas de risco que investidores avessos ao risco tomem em consideração quando da sua decisão de investimento*¹⁰⁰. Como exemplo do mencionado, pode-se imaginar o caso da companhia iniciante em suas atividades que, após realizar captação inicial via oferta pública de distribuição primária com base em projetos, vem a mercado informar a geração de receita e obtenção de lucro em seus projetos iniciados após a oferta pública.

⁹⁸ Cf.: “For the second and third categories, I propose changes in title, not coverage. Instead of semi-strong-form tests of the adjustment of prices to public announcements, I use the now common title, event studies. Instead of strong-form tests of whether specific investors have information not in market prices, I suggest the more descriptive title, tests for private information.” in *Efficient Capital Markets II cit.* (nota 93 supra), p. 1.577.

⁹⁹ A mudança de posição foi explícita e constou da revisão de *A Review of Theory and Empirical Work*, feita duas décadas depois, em *Efficient Capital Markets: II* (nota 93 supra): “The 1970 review divides work on market efficiency into three categories: (1) weak-form tests (How well do past returns predict future returns?), (2) semi-strong-form tests (How quickly do security prices reflect public information announcements?), and (3) strong-form tests (Do any investors have private information that is not fully reflected in market prices?) At the risk of damning a good thing, I change the categories in this paper.” (página 1576)

¹⁰⁰ Cf.: “Let us suppose that investors in general are risk-averse and that the market value of a firm's stock reflects a discount for the risk inherent in the firm's activities.³ If information that has the effect of reducing estimates of the risk of a firm's activities is disclosed, then, other things equal, the market value of the firm's shares should rise by the value of the implied reduction in risk. If an investor generates risk-reducing information, he can buy all the firm's shares and then release the information to the market; or he can make the same gain by selling the information either to the firm or to other investors. If the firm generates the information, it can recoup all the gains for its shareholders by simply releasing the information to the market.” in *Information and Capital Markets*, in *The Journal of Business*, vol. 44, nº. 3 (Jul., 1971), p. 290.

Dessa forma, ao Direito competiria a tarefa inicial de, fazendo uso de sua mão visível, positivar regras que obrigassem à divulgação das informações, de forma que o público investidor conseguisse utilizá-las para o fim de precificar os valores mobiliários que, como visto, dependem da informação para realizar tal precificação.

A teoria de EUGENE FAMA, por óbvio, merece algumas críticas. Mesmo assim, não se pode utilizar essas críticas para justificar a diminuição da regulação que obriga à divulgação.

Por óbvio, divulgações desnecessárias não auxiliam na tarefa de precificação. Divulgações muito custosas atrapalham o lucro empresarial que, em tese, é uma das principais razões que levam investidores a escolherem a aquisição de determinados valores mobiliários. Nem todos os operadores do mercado conseguem realmente bem precificar um ativo mesmo com as informações divulgadas. Mesmo assim, apesar dessas críticas, não se deve menosprezar o caráter relevante que a relação divulgação de informações e viabilidade de precificação de valores mobiliários exerce para o mercado, cuidando o Direito, portanto, de efetivar caminhos para que a divulgação aconteça.

4.4 A Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, a Economia Comportamental e a Regulação do Mercado de Capitais

Da mesma forma que a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente obteve seu reconhecimento no passado, nos tempos atuais, as discussões sobre Economia Comportamental têm obtido relevância crescente, inclusive como se pode perceber na premiação do Prêmio Nobel de Economia de 2017, atribuído a RICHARD H. THALER por sua contribuição ao estudo da própria Economia Comportamental.

Entender as conclusões sobre a Economia Comportamental traz novas perspectivas e questionamentos para o Direito. Para sua ligação com o tema objeto de estudo desta Tese, existem duas consequências mais diretas e um comentário que merecem análise, sendo a primeira das consequências a própria visão que a Economia Comportamental possui sobre a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, que questiona seus postulados básicos, e a segunda aquela que traz a indagação se, com base nas premissas e conclusões da Economia Comportamental, a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, com sua exigência

necessária de que o Direito bem procurasse cuidar da oferta e veracidade de informações no mercado, faria ou não sentido para o Direito, já que a irracionalidade com a sua utilização, por parte de alguns participantes do mercado, na prática, eliminaria a sua boa utilização. O comentário, também necessário de ser estudado, propositalmente deixado para o final deste subcapítulo, refere-se à uma tentativa de junção da Economia Comportamental, o Direito e a fraude informacional, feita pelos próprios estudiosos da Economia Comportamental aplicada ao Direito (ou ao Direito analisado conforme os pressupostos da Economia Comportamental).

Iniciando pela análise sob a forma como a Economia Comportamental enxerga a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, válido conferir a opinião específica de RICHARD THALER sobre este assunto. Ele inicia sua argumentação lembrando a premissa, afirmada pelos favoráveis à aplicação Hipótese da Eficiência do Mercado, pela qual *mesmo com a existência de pessoas praticando ações equivocadas no mercado de capitais (exemplo: compra ou venda sem a correta precificação dos valores mobiliários com base nas informações disponíveis), pessoas mais espertas, que saberiam fazer essa precificação, por suas atitudes de compra ou venda no mercado, acabariam por promover a correção das cotações dos valores mobiliários.*¹⁰¹ A conclusão, portanto, é que o mercado sempre seria eficiente, ainda que pessoas que não soubessem se valer da eficiência do mercado estivessem presente e atuando no mercado, já que a atuação racional dos outros, na prática, levaria as cotações dos valores mobiliários para seus devidos patamares.

Ainda na fase inicial do argumento, THALER explica que, na sua visão, *a Hipótese da Eficiência do Mercado teria dois componentes relacionados entre si, porém conceitualmente diferentes, sendo o primeiro deles aquele que apresenta as cotações dos valores mobiliários como sendo algo racional, ideia que é resumida por THALER sob a frase “A cotação está certa!”, e o segundo elemento como sendo aquele que analisaria se seria possível a alguém apostar contra as cotações do mercado e ganhar, ideia que, por sua vez, é resumida por THALER na expressão “não existe almoço grátis”, partindo da premissa de*

¹⁰¹ Cf.: “Most economists hypothesized—and it was a good starting hypothesis - that even if some people made mistakes with their money, a few smart people could trade against them and “correct” prices - so there would be no effect on market prices.” in R. H. THALER, *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, W. W. Norton & Company - Edição do Kindle, s/d, p. 205.

que, porque todas as informações disponíveis no mercado já estão incorporadas na cotação, então não é possível prever rendimentos futuros do valor mobiliário.¹⁰²

Pelo primeiro componente, se a avaliação racional de uma empresa indicaria um valor intrínseco de US\$ 100 milhões, então as cotações das ações variariam até esse limite. Por anos, economistas viveram sob a falsa sensação de segurança de que a hipótese nunca poderia ser testada, razão pela qual é chamada de hipótese. Segundo THALER, não existe forma mais segura de se acreditar numa teoria do que acreditar que a mesma é não passível de teste.¹⁰³

Já em relação ao segundo argumento, sintetizado na expressão de que não existe almoço grátis, ou de que seria impossível ganhar do mercado, THALER inicia por explicar que o mesmo é intuitivamente apelador, dando o exemplo de alguém que, imaginando que a cotação de uma ação, hoje em \$30, subirá para \$35, facilmente concluirá que se tornará rico comprando ações a menos de \$35 e as revendendo por \$35 quando essa cotação se tornar verdadeira.¹⁰⁴

¹⁰² Cf.: “The EMH has two components, which are somewhat related but are conceptually distinct. One component is concerned with the rationality of prices; the other concerns whether it is possible to “beat the market. (...) I call the first of these propositions “the price is right,” a term I first heard used to describe the stock market by Cliff Smith, a colleague at the University of Rochester. Cliff could be heard bellowing from the classroom in his strong southern accent, “The price is riiiiight!” Essentially, the idea is that any asset will sell for its true “intrinsic value.” If the rational valuation of a company is \$100 million, then its stock will trade such that the market cap of the firm is \$100 million. This principle is thought to hold both for individual securities and for the overall market. (...) Most of the early academic research on the EMH stressed the second component of the theory, what I call the “no free lunch” principle—the idea that there is no way to beat the market. More specifically it says that because all publicly available information is reflected in current stock prices, it is impossible to reliably predict future prices and make a profit.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), pp. 205-207.

¹⁰³ Cf.: “Essentially, the idea is that any asset will sell for its true “intrinsic value.” If the rational valuation of a company is \$100 million, then its stock will trade such that the market cap of the firm is \$100 million. This principle is thought to hold both for individual securities and for the overall market. For years financial economists lived with a false sense of security that came from thinking that the price-is-right component of the EMH could not be directly tested—one reason it is called a hypothesis. (...) There’s no better way to build confidence in a theory than to believe it is not testable. Fama tends not to emphasize this component of the theory, but in many ways it is the more important part of the EMH. If prices are “right,” there can never be bubbles” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), pp. 206.

¹⁰⁴ Cf.: “The argument supporting this hypothesis is intuitively appealing. Suppose a stock is selling for \$30 a share, and I know for certain that it will soon sell for \$35 a share. It would then be easy for me to become fabulously wealthy by buying up shares at prices below \$35 and later selling them when my prediction comes true. But, of course, if the information I am using to make this prediction is public, then I am unlikely to be the only one with this insight. As soon as the information becomes available, everyone who is in possession of this

Antes de desenvolver o tema propriamente dito, THALER lembra que a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, como tema de finanças, desenvolveu-se nos anos 70, *em época posterior ao desenvolvimento de outros campos de pesquisa econômica, uma vez que finanças, como campo de estudos, recebeu maior atenção acadêmica em período posterior ao de desenvolvimento desses outros temas econômicos.*¹⁰⁵

E, sequencialmente, THALER volta aos escritos de KEYNES para mostrar que a explicação de KEYNES sobre o conhecido “espírito animal” (*animal spirit*), pela qual emoções e comportamentos possuem relevância no processo decisório humano, faz sentido, inclusive para decisões de investimento. THALER utiliza-se da afirmação e do exemplo dados por KEYNES de que *os mercados eram mais eficientes quando o controle das companhias era exercido pelos administradores detentores da maioria do seu capital, fato superado com a dispersão da propriedade acionária e realidade baseada no controle gerencial.* A esse respeito, o exemplo de KEYNES trazido por THALER também menciona *que a decisão de investimento (compra de valor mobiliário) seria equivalente à decisão de um participante de adivinhações sobre vencedores de um concurso de beleza.* No exemplo dado por KEYNES, a uma pessoa seria dada a chance de, em lhe sendo mostradas algumas fotos de pessoas belas, escolher aquelas que ele consideraria como sendo as vitoriosas em um concurso de beleza. Outros participantes teriam a mesma chance e a eles seriam dadas as mesmas fotos. No exemplo analisado por KEYNES e trazido por THALER, *a decisão racional do participante do concurso de adivinhação interessado em ganhar seria aquela que não estaria baseada na sua própria opinião sobre a pessoa que seria a vencedora do concurso de beleza; mas sim na indicação da foto que o participante concluiria que seria a escolhida pelos jurados do concurso.*¹⁰⁶

news will start buying up shares, and the price will almost instantaneously jump to \$35, rendering the profit opportunity fleeting.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), p. 207.

¹⁰⁵ Cf.: “It is somewhat surprising that it was not until the 1970s that the efficient market hypothesis was formally proposed (...) One possible explanation is that financial economics as a field was a bit slower to develop than other branches of economics.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), pp. 207.

¹⁰⁶ Cf.: “many economists of his generation had pretty good intuitions about human behavior, but Keynes was particularly insightful on this front. He thought that emotions, or what he called “animal spirits,” played an important role in individual decision-making, including investment decisions. Interestingly, Keynes thought markets were more “efficient,” to use the modern word, in an earlier period at the beginning of the twentieth century when managers owned most of the shares in a company and knew what the company was worth. He

Nesse exemplo, portanto, fica evidente que a opinião exarada pelo participante (a foto escolhida) seria dada com base na premissa de quem seria o escolhido pelos demais participantes do mercado. A explicação de THALER para o exemplo de KEYNES também aprofunda a questão de que a escolha (de qualquer um, mas especialmente do investidor) seria baseada no que foi denominado como o *risco imprudente de se comportar contrariamente à opinião média, uma vez que a “sabedoria” comum indicaria que é melhor ser derrotado dentro de uma estratégia convencional do que ser vitorioso com base em uma estratégia não convencional*.¹⁰⁷ O comentário de THALER parte de constatações cotidianas da experiência humana, assim como fazem outras constatações da mesma experiência humana que são utilizadas por THALER para questionar a premissa da racionalidade do mercado de capitais com base, que seria capaz de bem precificar os valores mobiliários com base nas informações disponíveis e ausência de custos de transação para sua utilização para tal finalidade.

Nessa linha de pensamento, outro exemplo de KEYNES trazido por THALER diz respeito *ao valor de cotação das ações de uma companhia dedicada à venda de gelo, que seriam maiores no verão e menores no inverno, o que, por si só, demonstra a ineficiência do mercado porque, se o mercado é eficiente, as cotações futuras das ações da companhia de gelo no prazo futuro já deveriam estar incorporadas na sua cotação, sem sofrer variações momentâneas com base em eventos conhecidos (no caso, o verão e o inverno)*.¹⁰⁸

believed that as shares became more widely dispersed, “the element of real knowledge in the valuation of investments by those who own them or contemplate purchasing them seriously declined.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), pp. 209-210.

¹⁰⁷ Cf.: “Rather, he thought that the pros were more likely to ride a wave of irrational exuberance than to fight it. One reason is that it is risky to be a contrarian. “Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.” Instead, Keynes thought that professional money managers were playing an intricate guessing game. He likened picking the best stocks to a common competition in the male-dominated London financial scene (...) They are trying to buy stocks that will go up in value—or, in other words, stocks that they think other investors will later decide should be worth more. And these other investors, in turn, are making their own bets on others’ future valuations.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), pp. 214-215.

¹⁰⁸ Cf.: “By the time he was writing the General Theory in the mid-1930s, Keynes had concluded that markets had gone a little crazy. “Day-to-day fluctuations in the profits of existing investments, which are obviously of an ephemeral and non-significant character, tend to have an altogether excessive, and even an absurd, influence on the market.” To buttress his point, he noted the fact that shares of ice companies were higher in summer months when sales are higher. This fact is surprising because in an efficient market, stock prices reflect the long-run value of a company, a value that should not reflect the fact that is it warm in the summer and cold in

Ou o exemplo dado pelo próprio THALER a partir do teorema do famoso ator e comediante GROUCHO MARX, que afirmou que *não desejava pertencer a nenhum clube que o aceitasse como membro*. Segundo THALER, a versão dessa frase, derivada para o mercado de capitais, *é que nenhum participante racional do mercado de capitais aceitaria comprar ou vender um valor mobiliário cuja contraparte fosse outro participante racional*.¹⁰⁹

Outro exemplo trazido por THALER é a reprodução de um estudo feito por outro pesquisador, BENJAMIN GRAHAM, apresentado por THALER como um Professor da Columbia University tido como guru por seu aluno mais famoso, Warren Buffett, que analisou a eficiência do mercado a partir da análise comparativa de 30 ações incluídas no índice Dow Jones Industrial Average e as classificou por uma relação entre a cotação do valor mobiliário (“P”, equivalente a *price*, em inglês) e dividendos anuais (“E”, equivalente a *earnings* também em inglês). Segundo o estudo de GRAHAM, a identificação de ações baratas ou caras dependeria dessa relação entre a cotação e os dividendos pagos. Se a relação fosse alta, isso indicaria que as ações pagam poucos dividendos e dividendos teriam que subir no futuro para compensar o preço pago para aquisição das ações. Se a relação indicasse um número pequeno, então os dividendos pagos pela companhia são em patamares considerados baixos e qualquer alteração de majoração da cotação somente seria possível se os dividendos passassem a ser pagos em patamares superiores aos que ocorrem no tempo presente (aquisição da ação). Então, a compra de ações baratas com perspectiva de maior pagamento de dividendos seria uma estratégia de investimento considerada como boa, implicando, necessariamente, em uma aposta do seu comprador contra o mercado e, portanto, em oposição à Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente.¹¹⁰ Comprar ações com

the winter. A predictable seasonal pattern in stock prices like this is strictly verboten by the EMH.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), p. 209.

¹⁰⁹ Cf.: “Take, for example, the fact of high trading volume in security markets. In a rational world there would not be very much trading—in fact, hardly any. Economists sometimes call this the Groucho Marx theorem. Groucho famously said that he would never want to belong to any club that would have him as a member. The economist’s version of this joke—predictably, not as funny—is that no rational agent will want to buy a stock that some other rational agent is willing to sell” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), p. 217.

¹¹⁰ Cf.: “He taught at Columbia University, where one of his students was the legendary investor Warren Buffett, who considers Graham his intellectual hero. Graham is often considered the father of “value investing,” in which the goal is to find securities that are priced below their intrinsic, long-run value. The trick is in

expectativa de valorização não é algo errado, explica THALER, *mas desde que o mercado enxergue a mesma valorização pretendida para a ação em algum momento futuro*. Lembrando, novamente de KEYNES, THALER recorda *que, no futuro, todos estaremos mortos e, no caso dos administradores de carteiras de ações, essa morte pode ser verificada em questão de anos ou até de semanas*.¹¹¹

Esse estudo de GRAHAM com as cotações das 30 ações incluídas no Dow Jones as classificou conforme a sua relação de valor de cotação por dividendos distribuídos, dividindo-as em dois grupos, o primeiro com as dez maiores relações cotação/dividendos, e o segundo com as menores relações. Em evolução no tempo, o grupo com as dez menores relações ultrapassou, em termos de valorização, o grupo das, na largada, dez maiores. Segundo o estudo, no período de 1937 a 1969, um investimento inicial de US\$ \$10,000 nas ações “baratas” foi valorizado até o valor de US\$ \$66,900, enquanto o mesmo investimento nas ações “caras” teria se transformado em um grupo de ações que valeriam US\$ 25,300. Segundo THALER, implicitamente, *Graham estava oferecendo uma explicação comportamental para essa descoberta: ações baratas não eram ações populares, sendo utilizada a palavra popular no sentido de atrativas, enquanto as ações caras eram extremamente aptas a atrárem, por serem caras, a atenção dos investidores*. A lição do

knowing how to do this. When is a stock “cheap”? One of the simple measures that Graham advocated in order to decide whether a stock was cheap or expensive was the price/earnings ratio (P/E), the price per share divided by annual earnings per share. If the P/E ratio is high, investors are paying a lot per dollar of earnings, and implicitly, a high P/E ratio is a forecast that earnings will grow quickly to justify the current high price. If earnings fail to grow as quickly as anticipated, the price of the stock will fall. Conversely, for a stock with a low price/earnings ratio, the market is forecasting that earnings will remain low or even fall. If earnings rebound, or even remain stable, the price of the stock will rise. Implicitly, Graham was offering a kind of behavioral explanation for this finding. Cheap stocks were unpopular or out of favor, while expensive stocks were fashionable. By being a contrarian, Graham argued, you could beat the market, although not all the time. Graham noted that his strategy of buying the cheapest members of the Dow Jones Industrials would not have worked over an earlier period, 1917–33, and he cautioned that “Undervaluations caused by neglect or prejudice may persist for an inconveniently long time, and the same applies to inflated prices caused by overenthusiasm or artificial stimulants.” That advice was worth heeding during the technology bubble of the late 1990s, value investing performed spectacularly badly, since the most expensive stocks, the Internet darlings, kept increasing in price, leaving those boring value stocks behind. Many in the investment community revered Benjamin Graham, but by the early 1980s most academic financial economists considered his work passé. A simple strategy of buying “cheap” stocks was obviously inconsistent with the Efficient Market Hypothesis, and Graham’s methods were hardly state of the art.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), pp. 220-221.

¹¹¹ Cf.: “Buying a stock that the market does not fully appreciate today is fine, as long as the rest of the market comes around to your point of view sooner rather than later. Remember another of Keynes’s famous lines. “In the long run, we are all dead.” And the typical long run for a portfolio manager is no more than a few years—maybe even just a few months!” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), p. 215.

estudo de GRAHAM, segundo THALER, é que *uma pessoa pode vencer o mercado* (leia-se: ganhar das cotações obtidas a partir da aplicação da Hipótese da Eficiência do Mercado) *se atuar de forma contrária ao mercado*.¹¹²

THALER sugere que outros fatores de ordem psicológica estariam por trás da decisão de investimento de investidores, o que de certa forma, impactaria os predicados e conclusões da Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente. THALER se utiliza, também, do estudo de DAVID DREMAN, que *afirmou que pessoas, geralmente, tendem a extrapolar o passado colocando-o no futuro*. Dessa forma, para THALER, *o excesso de otimismo levaria a oscilações na relação entre preço de cotação e dividendos distribuídos, de forma não racional e, portanto, não baseada nas informações divulgadas no mercado ou não correlata às cotações de mercado que seriam, apenas, calculadas conforme as informações disponíveis no mercado*. Ou a outra lembrança trazida por THALER de que *o fato do jogador de basquete ter tido sua melhor atuação em um jogo não necessariamente significa boa atuação nos jogos seguintes, ao contrário, a tendência é que a atuação seja inferior, já que a anterior foi um recorde. Ou a atuação ruim em um jogo, marcando poucos pontos, que dificilmente será confirmada no jogo seguinte, já que o baixo número de pontos do jogo anterior seria indicativo de pouca probabilidade de sua recorrência nas partidas seguintes*.¹¹³

¹¹² Cf.: “In the last edition of *The Intelligent Investor* written while Graham was alive (others have revised it since), he includes a simple table illustrating the efficacy of his approach. Starting in 1937, he took the thirty stocks included in the Dow Jones Industrial Average (some of the largest companies in America) and ranked them based on P/E. He then formed two portfolios—one of the ten stocks with the highest P/Es and the other of the ten stocks with the lowest P/Es—and showed that the “cheap” stocks outperformed the expensive group by an impressive margin. Over the period from 1937 to 1969, a \$10,000 investment in the cheap stocks would have increased in value to \$66,900, while the expensive stock portfolio would only have increased to \$25,300. (Buying the entire original thirty-stock portfolio would have produced \$44,000.) Implicitly, Graham was offering a kind of behavioral explanation for this finding. Cheap stocks were unpopular or out of favor, while expensive stocks were fashionable. By being a contrarian, Graham argued, you could beat the market, although not all the time.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), pp. 220.

¹¹³ Cf.: “An investor named David Dreman made bolder claims related to Graham. Dreman had founded his own investment company and had somehow stumbled onto the work of Kahneman and Tversky. He was the first person to suggest an explicitly psychological explanation for the value effect, one based on the tendency for people to extrapolate the recent past into the future. Following Dreman’s thinking led us to a plausible hypothesis. Suppose that the “P/E effect” is caused by overreaction: high P/E stocks (known as growth stocks because they are going to have to grow like crazy to justify their high prices) have gone up “too high” because investors have made overly optimistic forecasts of future growth rates, and low P/E stocks, or value stocks, have sunk “too low,” because investors are excessively pessimistic. If true, the subsequent high returns to value stocks and low returns to growth stocks represent simple regression toward the mean. Examples of regression toward the mean can be found in every aspect of life. If a basketball player scores 50 points in a game, a personal best, it is highly likely that he will score fewer points the next game. And similarly, if he scores three

De qualquer forma, o que os exemplos citados e as bases do regime de divulgação de informações por parte dos emissores de valores mobiliários possuem em comum é o fato de que, como lembrado por VINCENZO CARIDI, *na negociação de mercadorias em mercados* [ou tal como os valores mobiliários negociados em mercados de valores mobiliários], *as credenciais das mercadorias negociadas terão seu valor determinado não tanto pelas características próprias da mercadoria, mas sim sobre a opinião que os negociadores do mercado terão sobre elas.*¹¹⁴

Esses exemplos do cotidiano humano, perfeitamente factíveis, são utilizados como argumentos por THALER para demonstrar que os postulados básicos da eficiência do mercado não seriam tão exatos quanto afirmados. THALER, a esse respeito, começa a demonstrar suas conclusões voltando à frase simbólica de que *a cotação (ou preço) está certa*. Para THALER, *se a relação cotação/dividendos contivesse todas as informações disponíveis sobre o valor mobiliário, então ela traria consigo o valor intrínseco desse valor mobiliário, de forma que não haveria “ação barata” disponível para aquisição no mercado.*¹¹⁵

E o outro pressuposto básico da Hipótese da Eficiência do Mercado, resumido na frase de que *“não existe almoço grátis”*, *também estaria errado porque, se toda informação já estivesse incorporada na cotação do valor mobiliário, não seria possível a nenhum investidor ganhar do mercado*, isto é, comprar ações baratas que, caso sua

points, his worst game in two years, it is almost certain that he will do better the next game. Children of seven-foot-tall basketball players are tall—but not usually as tall as that. And so forth. Werner and I thought that the same process might be at work in the stock market, too. Companies that are doing well for several years in a row gather an aura implying that they are a “good company,” and will continue to grow rapidly.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), pp. 221-222.

¹¹⁴ Cf. “Di qui considerazione dei prodotti scambiati nel mercato finanziario quali credence goods, ossia quali beni il cui valore dipende non tanto dall’apprezzamento diretto delle caratteristiche loro proprie quanto dall’opinione che su di essi si forma nel mercato in relazione alle informazioni disponibili” in *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario cit.* (nota 2 supra), p. 2.

¹¹⁵ Cf.: “Predicting mean reversion in the stock market would not seem to be a particularly radical hypothesis, except for one thing: the EMH says it can’t happen. The price-is-right component says that stock prices will not diverge from intrinsic value, so, by definition, can’t be “cheap.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), p. 222.

percepção se confirme, tornar-se-iam valorizadas gerando ganhos para seu adquirente do passado.¹¹⁶

Concluindo, THALER volta aos predicados básicos da Hipótese da Eficiência do Mercado para oferecer as seguintes conclusões: *se foi confirmado* (segundo o estudo de GRAHAM) *que as ações perdedoras geraram maiores ganhos que o mercado, só haveria uma forma de salvar o componente “não existe almoço grátis” da Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente, que tem como predicado que seria impossível ganhar do mercado: reconhecer que não é uma violação aos predicados da Hipótese da Eficiência do Mercado se alguém apostar contra o mercado assumindo risco. A dificuldade vem do fato de se medir o quanto de risco. THALER chega a afirmar que o próprio EUGENE FAMA havia reconhecido que o componente “não existe almoço grátis” seria o resultado da aplicação da Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente e algum modelo que misturasse risco e retorno.*¹¹⁷

Mas se a Hipótese do Mercado de Capitais Eficiente não seria tão absoluta, porque o comportamento demonstraria uma prática humana que atua com risco, com opção de escolha não integralmente baseada nas informações disponíveis no mercado, faria sentido continuar a utilizá-la como pressuposto para a regulação das informações das companhias abertas? A resposta é que sim.

Apesar dos problemas mencionados, a obrigatoriedade de divulgação de informações representa uma opção útil (dentro do critério de utilidade escolhido como premissa de estudo para esta Tese) para o bom funcionamento do mercado. A primeira razão para justificar essa afirmativa é que a ausência de um bom regime de divulgação de

¹¹⁶ Cf.: “And the no-free-lunch component says that you cannot beat the market because all information is already captured in the current price. As the past history of the stock’s returns and its P/E ratio are clearly known, they cannot predict future price changes.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), p. 222.

¹¹⁷ Cf.: “With the facts confirmed—that “Loser” stocks did earn higher returns than the market—there was only one way to save the no-free-lunch component of the EMH, which says it is impossible to beat the market. The solution for the market efficiency folks was to fall back on an important technicality: it is not a violation of the efficient market hypothesis if you beat the market by taking on more risk. The difficulty comes in knowing how to measure risk. This subtlety was first articulated by Eugene Fama. He correctly pointed out that all tests of the no-free-lunch component of market efficiency were actually “joint tests” of two hypotheses: market efficiency and some model of risk and return” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics cit.* (nota 101 supra), p. 225.

informações, levaria à necessidade de que o Direito fornecesse outro regime de proteção aos investidores que aplicam recursos no mercado de capitais. E esse outro regime (na ausência de um regime de divulgação de informações obrigatórias), provavelmente, seria um regime que procuraria analisar o mérito de uma oferta de valores mobiliários, ou o mérito dos seus promotores. Ou o fim do mercado de capitais, dado ao engessamento das ofertas e critérios conservadores em excesso que seriam aplicados ou pelos promotores da oferta (sob o risco de serem penalizados) ou pelo órgão regulador, também sob o risco de ser penalizado por não ter bem feito a fiscalização que gerou a emissão do valor mobiliário sob o critério do mérito de sua emissão.

Mas essa é apenas uma das formas de se ver a relação entre Economia Comportamental e regulação do mercado de capitais em termos de combate à fraude informacional.

A Economia Comportamental tem como utilidade reforçar o caráter “prático” do comportamento humano. Não que isso seja algo novo para a doutrina jurídica brasileira, uma vez que o debruçar do olhar sobre os fatos, para verificar se devem ou não ser alterados por norma jurídica tendente a atingir determinado valor, já estava previsto pela Teoria Tridimensional do Direito. Como também não é novo para a doutrina italiana, tendo em vista o reforço do aspecto funcional do Direito, tal como aconselhado por BOBBIO e VIVANTE, nas passagens trabalhadas no Capítulo 2.

Na tentativa de aproximação das teorias econômicas próprias à Economia Comportamental e o Direito, aqueles que se dedicaram à empreitada reforçam a necessidade de se olhar com mais atenção o comportamento humano, lembrando que esse comportamento humano pode estar baseado em atitudes irracionais (em decisão tomada no mercado de capitais ou fora dele, em qualquer outra situação da vida).

Como demonstrado acima, esta parte da pesquisa teve como foco de análise o trabalho de RICHARD THALER, ganhador do Prêmio Nobel de 2017. THALER já se uniu a Professores de Direito para tentar realizar a aproximação entre os temas. Segundo THALER, essa pesquisa conjunta *teve como objetivos introduzir elementos essenciais de Economia Comportamental para a Análise Econômica do Direito e verificar como eles poderiam ser modificados*. Nesse ponto, segundo THALER, *foram adotados os esquemas*

*pedagógicos de chamar esses elementos essenciais de limites racionais, limites de força de vontade e limites de interesse próprio.*¹¹⁸

E, nesse estudo conjunto feito por THALER com professores de Direito, JOLLS-SUNSTEIN-THALER criticaram *o modelo usual de pesquisa dos estudiosos da Análise Econômica do Direito, pelo qual não se analisa, com a devida compreensão, o comportamento humano, fato que se diferencia do habitualmente encontrado em outros campos de pesquisa econômica.*¹¹⁹

Em sua crítica ao modelo habitual econômico (e, por que não dizer, em crítica à não devida relevância para o olhar sobre o comportamento humano), os mesmos autores colocam como questionamento aos pressupostos dos estudiosos de economia que os seres humanos estariam a sempre buscar (e conseguir) a maximização de resultados a partir de suas decisões e atitudes. Para os autores citados, haveria uma diferença entre o *homo economicus* e as pessoas reais, uma vez que o *homo economicus* (aquele mencionado nos estudos de Economia) *seria aquele que buscaria a maximização mencionada.* Já as pessoas reais *teriam limitações de ordem racional, de força de vontade e de busca pelo próprio interesse individual. A limitação de ordem racional reconhece que pessoas possuem limitações de ordem cognitiva, tal como se mostra presente com pessoas que dão a um determinado evento um prognóstico de recorrência elevado, pelo simples fato de terem sido expostas alguma vez a esse evento em tempo recente; a limitação de força de vontade estaria relacionada à própria limitação para o exercício da decisão racional tomada pela pessoa, caracterizada pelo exemplo do tabagista que deseja mas não consegue parar de fumar; e a limitação de interesse individual seria representada por uma ideia de limite imposto pela própria pessoa a si mesma, quando seu interesse é o de ajudar os outros.*¹²⁰

¹¹⁸ Cf.: “Our idea was to introduce some of the essential elements of behavioral economics into such arguments and see how they would have to be modified. By this point I had adopted the pedagogical device of calling these essential elements “the three bounds”: bounded rationality, bounded willpower, and bounded self-interest.” in *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics* cit. (nota 101 supra), pp. 257-258.

¹¹⁹ Cf.: “The absence of sustained and comprehensive economic analysis of legal rules from a perspective informed by insights about actual human behavior makes for a significant contrast with many other fields of economics, where such “behavioral” analysis has become relatively common” in C.R. SUNSTEIN- C. JOLLS-R.H. THALER, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in *Stanford Law Review* 50 (1998), p. 1473.

¹²⁰ Cf.: “The task of behavioral law and economics, simply stated, is to explore the implications of actual (not hypothesized) human behavior for the law. How do “real people” differ from *homo economicus*? We will describe the differences by stressing three important “bounds” on human behavior, bounds that draw into

Essas ideias demonstram que a relação disponibilização de informações (passíveis de serem compreendidas com baixos custos de transação) e racionalidade na fixação de cotações de valores mobiliários, como resultado de um processo decisório de compra ou venda de valores mobiliários, não é uma relação absoluta, necessária e direta.

Mesmo assim, a inexistência dessa relação absoluta, necessária e direta não deve ser vista como algo a desfavorecer a existência de um regime informacional para os emissores de valores mobiliários, delimitando deveres para os detentores do poder da informação e consequências e desestímulos para a prática de fraude informacional.

Propositalmente deixado para a parte final deste subcapítulo, registra-se o comentário sobre a tentativa de junção dos pressupostos da Economia Comportamental e Direito para fins de aplicação ao tema da fraude informacional, conforme opinião dos próprios estudiosos da Economia Comportamental.

JOLLS-SUNSTEIN-THALER explicam que, em casos nos quais se discute fraude envolvendo valores mobiliários, como nos casos em que valores mobiliários experimentam queda acentuada, julgadores devem realizar uma análise posterior à ocorrência do fato para verificar se o referido fato, causador da queda na cotação do valor mobiliário, deveria ter sido divulgado anteriormente. Os julgadores terão dificuldade de

question the central ideas of utility maximization, stable preferences, rational expectations, and optimal processing of information. People can be said to display bounded rationality, bounded willpower, and bounded self-interest. (...) Bounded rationality, an idea first introduced by Herbert Simon, refers to the obvious fact that human cognitive abilities are not infinite. We have limited computational skills and seriously flawed memories. People can respond sensibly to these failings; thus it might be said that people sometimes respond rationally to their own cognitive limitations, minimizing the sum of decision costs and error costs. To deal with limited memories we make lists. (...) People tend to conclude, for example, that the probability of an event (such as a car accident) is greater if they have recently witnessed an occurrence of that event than if they have not. (...) Bounded willpower. In addition to bounded rationality, people often display bounded willpower. This term refers to the fact that human beings often take actions that they know to be in conflict with their own long-term interests. Most smokers say they would prefer not to smoke, and many pay money to join a program or obtain a drug that will help them quit. As with bounded rationality, many people recognize that they have bounded willpower and take steps to mitigate its effects. They join a pension plan (...) to prevent undersaving. (...) Finally, we use the term bounded self-interest to refer to an important fact about the utility function of most people: They care, or act as if they care, about others, even strangers, in some circumstances. (Thus, we are not questioning here the idea of utility maximization, but rather the common assumptions about what that entails.) Our notion is distinct from simple altruism, which conventional economics has emphasized in areas such as bequest decisions.” in *A Behavioral Approach to Law and Economics cit.* (nota 119 supra), pp. 1476-1479.

*identificar se um administrador racional, à época dos fatos, diante do conjunto de informações disponíveis, deveria ter ou não realizado a divulgação, classificando o fato como relevante. Nessas situações, a melhor definição seria aquela que considerasse a queda na cotação do valor mobiliário (isoladamente) e não o que um administrador racional faria se estivesse diante dessa situação.*¹²¹

Percebe-se, da frase acima, que a opção dos estudiosos de Economia Comportamental aplicada ao Direito foi por não utilizar o pressuposto da racionalidade humana limitada para o fim de excluir a responsabilidade do administrador por um fato relevante não divulgado ao mercado. Essa tomada de posição reforça a aplicação estrita das regras de responsabilidade em caso de dano informacional, praticamente eliminando o elemento dolo para fins de responsabilização do administrador praticante de dano informacional. A racionalidade cognitiva limitada, nessa visão, deixa de ser elemento considerado, e é sobreposta pela existência, em si, do dano informacional.

A posição dos estudiosos de Economia Comportamental, por uma aplicação mais severa, está em linha com a evolução do tema pela jurisprudência americana, como será visto em capítulo a seguir, após a análise da informação nas leis civis e penais brasileiras.

¹²¹ Cf.: “The discussion to this point has focused on tort cases decided under the negligence standard, but similar issues may arise in other areas of law in which juries (or judges) must determine whether an ex ante standard was met while armed with the knowledge that a negative event in fact materialized. One example is securities fraud litigation (...) In a typical securities fraud case, decisionmakers are confronted with a company whose stock price experienced a dramatic fall, and they are required to assess whether a particular issue or problem facing the company, whose disclosure prompted the fall, should have been disclosed at an earlier stage (typically before it had become an issue or problem). Decisionmakers in such a case are required to make an after-the-fact determination of whether a reasonable ex ante decisionmaker would have thought the prospective issue or problem “material” to the average shareholder based on the information available at the time. The problem is that this determination must be made against the backdrop of knowledge that the issue or problem in fact materialized, and produced a large drop in the company’s stock price. In this situation, a decisionmaker will likely find it difficult to see how a reasonable ex ante decisionmaker might have thought the prospective issue or problem other than material. Consistent with this analysis, the main predictor of whether a securities fraud action is brought seems to be whether there has been a large change in the company’s stock market value, not whether the company’s behavior was reasonable from an ex ante perspective” in *A Behavioral Approach to Law and Economics cit.* (nota 119 supra), pp. 1532-1533.

Capítulo 5. A Informação nas Leis Cíveis e Penais Brasileiras

Se COPERNICO nos mostra que há relevância na preservação das relações em mercado, vistas sob a ótica da confiança nos valores informados e valores intrínsecos dos bens nele negociados, outra não é a conclusão quando se analisa o tratamento dado pelo Direito ao tema, pelas leis cíveis, penais e, no que interessa à presente Tese, pelos regulamentos baixados pelo órgão regulador do mercado de capitais.

Leis cíveis, leis penais e regulamentos administrativos não necessariamente possuem objetivos semelhantes quando têm como foco combater o dano informacional e prevenir a fraude informacional. Leis penais e leis cíveis possuem propósitos distintos porque uma lei penal é uma Lei de Direito Público e uma Lei Civil é uma Lei de Direito Privado. Direito Público tutela o mercado de capitais, Direito Privado as relações privadas e a reparação que um particular terá em função de um dano informacional causado por outro “privado”.

Como afirmado no Capítulo 1, questões próprias à análise da responsabilidade civil (não penal e não administrativa) por danos causados em decorrência de infrações ao regime informacional das companhias são, no momento atual, reguladas pelo Código Civil conforme regras aplicáveis a quaisquer hipóteses de responsabilidade, que abrangem a maior parte das situações de danos causados por infração ao regime informacional.

Ressarcimento individual de investidores em situação de fraude em informações prestadas é, portanto, uma questão a ser resolvida pelo Código Civil em função da inexistência de norma específica para o caso no Direito brasileiro. Dessa forma, uma primeira forma de análise do tema é a verificação dos meios existentes no Direito Civil para a temática da informação, ou, em outras palavras, para o tratamento da informação como base de um negócio jurídico ou da colocação de requisitos para que decisões negociais sejam tomadas como decisões informadas.

O conceito de reparação, ainda que circunscrito à reparação do dano causado (*damnum emergens*) e sem abranger o lucro cessante (*lucrum cessans*), sempre

esteve presente no Direito, com registros de sua existência desde o período do Direito Romano.¹²²

O atual Código Civil, Lei 10.406/02, resulta de um projeto de lei (o de nº 634 de 1975) encaminhado ao Congresso Nacional através da mensagem presidencial nº 160, de 10 de junho de 1975. Como se pode notar, o embrião do atual Código Civil brasileiro foi gerado na mesma época que a Lei das S/A e a Lei do Mercado de Valores Mobiliários.

Outra observação importante é que o Código Civil, em nenhum momento, teve como objetivo disciplinar as sociedades por ações, fato que se comprova não apenas pela redação expressa do art. 1.089. que estabelece que “*A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código.*”, mas também pelo disposto na Exposição de Motivos do Ministro da Justiça que acompanhou a mensagem presidencial de encaminhamento do projeto de lei ao Congresso Nacional, em cujo texto o então Ministro da Justiça assim afirmou: “*Observo, ainda, que o Projeto muito embora discipline as sociedades empresárias no livro referente à Atividade Negocial, não abrange as sociedades anônimas, pois estas, de conformidade com a determinação de Vossa excelência, serão objeto de lei especial.*” Portanto, se responsabilidade civil por dano é um tema a ser disciplina pelo Código Civil no Brasil dos dias de hoje, diante da ausência de outra norma, parte-se para uma situação onde normas genéricas sobre dano passam a

¹²² A informação é de MOREIRA ALVES, que traz a referência histórica da reparação no Direito Romano: “*Para a condenação pecuniária do devedor, era necessário que se avaliasse o dano sofrido pelo credor (e o dano – como saliente – consiste, em última análise, na falta de um elemento no patrimônio do credor, o qual ali estaria se o inadimplemento da obrigação não tivesse ocorrido). Essa avaliação podia ser feita: a) pelo credor, por meio de juramento (iusiurandum in litem) (vide nº 131, C); b) pelo juiz; ou c) de antemão, pelas partes (assim, mediante uma stipulation poenae) (Vide nº 212, C). Em geral, a avaliação do dano era feita pelo juiz. Por outro lado, para estimar-se o dano, é preciso ter em consideração que ele se compõe de dois elementos: a) o damnus emergens – que consiste na diminuição do patrimônio atual do credor, em decorrência imediata do inadimplemento da obrigação (por exemplo: Caio estava obrigado a dar um animal a Tício, mas deixa de fazê-lo porque, por culpa sua, o animal pereceu – o damnus emergens é o valor objetivo do animal); b) o lucrum cessans – que consiste nas vantagens futuras que adiviriam para o patrimônio do credor se a obrigação tivesse sido cumprida. Para avaliar-se somente o damnus emergens, usa-se de critério objetivo: a aestimatio rei (isto é: avalia-se – sem levar em conta o interesse que o credor tem na prestação – o valor objetivo dela: quanti ea res est ou erit). Para estimar-se o dano global (o damnus emergens mais o lucrum cessans), utiliza-se de critério subjetivo: o id quod creditoris (ou actoris) interest (ou seja, determina-se o valor da prestação considerando o interesse que o credor tinha nela). No direito romano, o devedor, a quem era imputado o dano pelo inadimplemento da obrigação, estava, a princípio, obrigado a ressarcir ao credor apenas o damnus emergens. No direito clássico, porém, em razão dos termos em que foram redigidas as diferentes fórmulas (e o juiz – como sabemos -, ao condenar o réu, tinha de ater-se a eles), a condenação do devedor às vezes abrange apenas o damnus emergens, e, em outras, o dano global.*” in *Direito Romano*, 15ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2012, pp. 412-413.

disciplinar relações específicas decorrentes de fraudes no regime informacional das companhias abertas.

Dessa forma, como primeira conclusão, pode-se aventar a possibilidade de que o Código Civil brasileiro não esteve preocupado com problemas decorrentes de dano informacional nas companhias abertas, para se fazer uso de uma das expressões-chave desta Tese. Outra conclusão, decorrente da primeira, é que a ausência de tratamento jurídico específico, de certa forma, dificulta a aplicação de soluções para casos específicos, os quais deverão receber respostas conforme tratamentos genéricos previstos no Código Civil.

A temática da decisão informada, ou do dever de divulgar informações relevantes antes da tomada de decisão pela contraparte, por sua vez, não é um tema que recebeu tratamento específico no Código Civil. Há, não se desconhece, um aumento das defesas doutrinárias sobre o dever de divulgar informações relevantes à contraparte antes da tomada de decisões negociais. Mas não há um artigo específico no Código Civil sobre o tema.

Esse aspecto da relação dever de divulgar, responsabilidade civil e suas espécies extracontratual e contratual tem como função para esta Tese demonstrar algumas lacunas de tratamento exposto em uma situação que, por envolver poupança pública e manutenção da honestidade em relações de mercado, como condição para a própria existência do mercado, perfeitamente comportaria um tratamento legal específico, que promovesse uma maior segurança jurídica dos investidores contra eventuais fraudes informacionais causadas por companhias que, como visto anteriormente, acabam por trazer um custo social com danos não apenas para os sujeitos específicos que sofreram a perda patrimonial, mas para a sociedade como um todo que perde as vantagens que um mercado de capitais traz para a Economia de um país, como também já analisado.

A *Exposição de Motivos* do Código Civil brasileiro não tratou especificadamente da temática da decisão informada ou da relação entre dever de divulgar informações e celebração de negócios. Essa é uma das pistas para se concluir que o Código Civil não deu atenção ao tema. De fato, verificando-se o seu texto, as próprias palavras informar e divulgar, com suas variantes, são pouco presentes.

Da ausência de disciplina geral para as relações de Direito Privado, percebe-se que a temática da informação e do dever de divulgar, excetuando-se o tratamento dado pela Lei das S/A pela Lei do Mercado de Valores Mobiliários, acabou por ficar restrita a algumas situações previstas em outras leis, como é o caso da divulgação de informações para consumidores, prevista pelo Código de Defesa do Consumidor, que será analisada em subcapítulo à frente.

É certo que há, no Brasil, a Lei 7.913/89, dispendo sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, a qual traz legitimidade ativa para sua propositura pelo Ministério Público, para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: (i) operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; (ii) compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; (iii) omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

O tratamento previsto pela lei conseguiu criar um instrumento que busca reparar danos informacionais. Porém, esse tratamento está restrito às hipóteses nas quais uma ação civil pública seja ajuizada e os comandos da Lei 7.913/89 não podem ser utilizados por acionistas lesados em ações individuais.

Por outro lado, um tratamento mais abrangente, mas que não trata de responsabilização em prol do prejudicado pelo dano informacional, é aquele que ataca o causador da fraude informacional e está previsto no Código Penal, que também traz regras concernentes ao dano informacional nas sociedades por ações, no art. 177, sob o título “Fraudes e abusos na fundação ou administração de sociedade por ações”.

Nos termos do referido artigo, “*Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação*

falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo” é crime punível com reclusão de 1 a 4 anos e multa, salvo se o crime constituir crime contra economia popular.

O aspecto interessante é que o tipo mencionado, constante do *caput*, traz um tratamento especialmente pensado para o momento em que a sociedade por ações, gênero ao qual pertencem a anônima e a comandita por ações, é constituída. O tipo não faz referência à companhia aberta de forma expressa e, da leitura do tipo, pode-se concluir que ele se refere tanto à companhia aberta quanto à fechada. Por óbvio, as referências a prospecto e comunicação ao público indicariam que se trata de tipo penal aplicável às companhias abertas. Mas sua referência a “assembleia” permite concluir que ele também é aplicável à companhia fechada.

Algumas outras situações são tratadas pelo mesmo artigo como hipóteses de fraude na fundação ou administração de uma sociedade por ações: (i) a realização de afirmação falsa sobre as condições econômicas da sociedade ou a ocultação fraudulenta, no todo ou em parte, de fato relativo a essas condições, desde que a ação seja praticada pelo diretor, gerente ou o fiscal de sociedade por ações, em prospecto, relatório, parecer, balanço ou comunicação ao público ou à assembleia; (ii) a promoção, por qualquer artifício, de falsa cotação das ações ou de outros títulos da sociedade pelo diretor, gerente ou fiscal; (iii) o uso, em proveito próprio ou de terceiro, pelo diretor ou gerente, dos bens ou haveres sociais, sem prévia autorização da assembleia geral, ou, ainda, a realização de empréstimo contra a sociedade; (iv) a compra ou venda, por conta da sociedade, de ações por ela emitidas, salvo quando a lei o permite, pelo diretor ou gerente; (v) a aceitação em penhor ou em caução de ações da própria sociedade em garantia de crédito social pelo diretor ou gerente; (vi) a distribuição de lucros ou dividendos fictícios pelo diretor ou gerente, em hipótese de falta de balanço, em desacordo com este, ou mediante balanço falso; (vii) a aprovação de conta ou parecer pelo diretor, gerente ou o fiscal por meio de interposta pessoa, ou conluiado com acionista; (viii) a realização das atividades retro mencionadas pelo liquidante; (ix) a realização dos atos mencionados nos incisos “i” e “ii” ou, ainda, a realização de falsa informação ao Governo pelo representante de sociedade anônima estrangeira, autorizada a funcionar no País.

A aplicação prática do art. 177 do Código Penal é extremamente reduzida. Outra não é a conclusão quando se pesquisa a jurisprudência brasileira e não se encontram casos em volume com a aplicação do artigo.

A consequência penal para situações de fraude informacional também está prevista na Lei de Crimes contra a Economia Popular, a Lei 1.521., cujo art. 3º, inciso VII tipifica como crime contra a economia popular “dar indicações ou fazer afirmações falsas em prospectos ou anúncios, para fim de substituição, compra ou venda de títulos, ações ou quotas”, punindo a conduta com pena de 2 (dois) a 10 (dez) anos e multa. O teor do referido inciso, assim como feito pelo Código Penal, indica sua aplicação mais para fraude informacional praticada através de prospectos do que em informações fora do prospecto divulgadas pela companhia e seus administradores. A ligação entre “afirmações falsas” e situações de “substituição, compra ou venda” também permite conclusão de que o praticamente do dano informacional estaria agindo, também, como parte compradora ou vendedora no negócio baseado em informação fraudada. Como se pode perceber, referidas interpretações permitem a conclusão de que as situações tipificadas em lei não são abrangentes para combater dano informacional sob a ótica penal.

Deve-se, também, fazer referência aos crimes próprios do mercado de valores mobiliários previstos na Lei 6.385, a qual tipifica a manipulação de mercado, o uso indevido de informação privilegiada e o exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função como crimes.

Em tema de fraude informacional, não se está diante, certamente, de nenhuma figura própria da tipificação de uso indevido de informação privilegiada ou exercício irregular de cargo.

Da forma como redigida pela Lei 6.385, o uso indevido de informação privilegiada ocorreria quando alguém, detendo informação relevante não divulgada ao mercado, a utilize em negociação de valores mobiliários para obter vantagem indevida. Fraude informacional não pressupõe o uso da informação fraudada em negócios com valores mobiliários por parte daquele que praticou a fraude, o que afasta a aplicação do referido

crime.¹²³ Fraude informacional utilizada para negociação pelo detentor da informação verdadeira não divulgada ao mercado caracteriza *insider trading*, mas, como dito, o tema objeto de estudo por esta Tese não envolve as situações em que a pessoa detentora da informação verdadeira faz negócios com os valores mobiliários correlatos ao emissor a quem a informação se refere.

O exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função, tipificado como sendo a situação na qual alguém exerce, “ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento, também não se insere no rol de atividades próprias da fraude informacional.”

Por último, deve-se verificar se o crime de manipulação de mercado englobaria as situações de fraude informacional. Pelo texto do art. 27-C, a tipificação do crime de manipulação de mercado está feita da seguinte forma: “Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros”, sendo o crime punível com reclusão de 1 (um) a 8 (oito) anos e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

A classificação da fraude informacional como crime de manipulação de mercado, conforme a lei brasileira, não é uma tarefa fácil. Conforme os elementos caracterizados do tipo sejam “partidos”, percebe-se que não se está diante de uma situação de dano ou fraude informacionais.

¹²³ Cf. “Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários. Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. § 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.”

“Realizar operações simuladas” não é uma tarefa própria ao dano informacional, o que já afasta essa parte do tipo penal do conceito de fraude informacional. A segunda parte do tipo, que prevê “ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliários, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros”, também afasta a aplicação do tipo às situações de fraude informacionais analisadas por esta Tese. De início, poderia ser argumentado que a prática de fraude informacional poderia estar dentro do conceito de “outras manobras fraudulentas”. Porém, a colocação do objetivo dessas manobras, qual seja, “elevar, manter ou baixar cotação” ou “causar dano” traz finalidades para a prática de fraude informacional que não necessariamente estão previstas nas situações de fraude informacional.

O racional que poderia ter sido adotado para o fim de combate ao dano informacional deveria ter sido a colocação do dano informacional ou a prática da fraude informacional como resultados puníveis, sem tantas vinculações aos meios e finalidades, tal como feito pelo legislador brasileiro. Aplicar o art. 27-C da Lei 6.385 para punir fraude informacional é um caminho sinuoso, porque passa pela verificação de todos esses elementos de “meio” e “finalidade”, com obstáculos (porque a prova da culpa do agente para atingir a finalidade é uma prova difícil de ser feita), e com chances remotas de chegar até o resultado esperado, de aplicação de sanção ao agente criminoso.

Fora isso, a tipificação também não oferece respostas para fins de plena aplicação do comando previsto no art. 27-C. Afinal, o que vem a ser vantagem indevida quando o administrador praticante da fraude informacional não obtém, diretamente, vantagem de qualquer natureza decorrente da fraude? A divulgação de receita por venda de imóveis inexistente por parte de uma incorporadora, que traz reconhecimento de receita tributável pelo imposto de renda, feita unicamente para manter seus níveis de receita “em ordem”, porque seu decréscimo poderia levar ao vencimento antecipado de dívidas conforme cláusula padrão de escritura de debêntures, é um exemplo de situação que pode ser questionada como caracterizando, ou não, a obtenção de uma vantagem indevida. Ou vantagem indevida seria o recebimento de dinheiro ou bens passíveis de fácil avaliação pecuniária? Esse é um dos exemplos de dificuldade da utilização da definição do elemento típico do crime para fins de aplicação às situações de fraude informacional.

A análise comparativa do tipo penal previsto no art. 27-C com o tipo administrativo previsto em regulação da Comissão de Valores Mobiliários revela que a sanção penal requer maiores requisitos que a sanção administrativa. Pode-se recorrer ao pensamento básico de que, por óbvio, requisitos para sanções penais sejam, e devam ser, sempre em rol mais extenso do que os necessários para sanção administrativa. Porém, no caso específico do combate à fraude e dano informacionais, esses requisitos adicionais, que fazem o *iter* persecutório ser sinuoso e com obstáculos, como afirmado, faz sentido? A opinião aqui expressa é no sentido negativo.

Os requisitos para caracterização de uma fraude informacional como infração administrativa conforme a regulação da Comissão de Valores Mobiliários estão previstos na Instrução nº 8, de 1979. Como a própria instrução traz as definições das próprias condutas cuja prática é por ela vedada, o entendimento direto sobre suas condutas vedadas pode ser detalhado de forma objetiva conforme o seguinte quadro:

Instrução nº 8/1979	
Conduta Vedada:	Conceito:
<p>“I - <u>É vedada</u> aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários,</p>	<p>II - Para os efeitos desta Instrução <u>conceitua-se como:</u></p>
<p>a <i>criação de condições artificiais de demanda</i>, oferta ou preço de valores mobiliários;</p>	<p>a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;</p>

<p><i>a manipulação de preço;</i></p>	<p>b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, <u>a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;</u></p>
<p><i>a realização de operações fraudulentas;</i></p>	<p>c) <u>operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;</u></p>
<p><i>e o uso de práticas não eqüitativas</i></p>	<p>d) prática não eqüitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. (...)"</p>

Para o objetivo de combate à fraude informacional, o esquema normativo trazido pela Instrução 8 apresenta algumas deficiências. A definição que seria mais próxima da prática de fraude informacional está na definição de manipulação de preço. Porém, a manipulação de preço, como objetivo perseguido pelo agente, não é a única hipótese de fraude informacional.

A segunda melhor regra prevista na Instrução 8 está na vedação de realização de operações fraudulentas. Até aqui, a regra de vedação seria ótima para a finalidade de combater a fraude informacional. Porém, o problema está na própria definição dada pela Instrução 8 para o conceito de operação fraudulenta. A definição traz explicitamente o objetivo da conduta, como sendo *obter vantagem ilícita de natureza patrimonial*. Como nem toda fraude informacional é praticada com o objetivo de trazer vantagem ilícita, então a aplicação da regra deixa de ser possível para todas as situações de fraude informacional, e fica restrita às situações nas quais consegue-se provar a busca pela vantagem ilícita de natureza patrimonial como objetivo instrumentalizado pela fraude praticada.

Ou seja, a regra de vedação à manipulação de preço traz uma boa definição de fraude informacional. Mas manipulação de preço é uma conduta distinta da fraude informacional. Já a regra de vedação à prática de operações fraudadas traz requisitos de finalidade e consequência que, na prática, restringem a aplicação da regra.

Melhor seria ter sido adotada a mesma posição do Código dos Valores Mobiliários de Portugal e no seu congênere italiano, o *Testo Unico della Finanza*, onde é possível utilizar o crime tipificado para incluir a fraude informacional.

Pelo art. 379 do Código dos Valores Mobiliários de Portugal, a fraude informacional é hipótese do crime de manipulação de mercado: “Artigo 379. Manipulação do mercado. Quem divulgue informações falsas, incompletas, exageradas, tendenciosas ou enganosas, realize operações de natureza fictícia ou execute outras práticas fraudulentas que sejam idóneas para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários ou de outros instrumentos financeiros, é punido com pena de prisão até 5 anos ou com pena de multa.” De modo ideal, a redação do artigo 379 da lei portuguesa poderia ser feita trocando-se “para alterar”, que denota o objetivo perseguido pelo agente, por “alterando”, que explicitaria, simplesmente, a consequência da fraude informacional para a finalidade de alterar o regular funcionamento do mercado. Essa opção também não seria a mais abrangente possível, uma vez que a fraude praticada concretamente, mas incapaz de alterar o funcionamento do mercado, não se enquadraria no tipo penal. Lido com um olhar brasileiro, o art. 379 permite tipificar a fraude informacional como crime.

A situação é diferente quando se analisa a lei italiana. Na Itália, a prática de fraude informacional é um crime em si e não está relacionada como meio para a prática de outros crimes. Lido com base em uma ótica brasileira, o art. 185 do *Testo Único della Finanza*, diploma legal melhor comentado no capítulo próprio do Direito italiano, mas que desde já se antecipa que oferece a melhor solução para o combate à fraude informacional.

De qualquer forma, a leitura dos dispositivos das leis penais brasileiras, mesmo com as críticas apresentadas, mostra que a tipologia penal abrange um certo número de hipóteses de dano e fraude informacionais. É fato que a sentença penal transitada em julgado constitui título executivo judicial nos termos do art. 515 do Novo Código de Processo Civil, o que permitiria, após o trânsito em julgado, a reparação civil via processo de execução independente de processo de conhecimento prévio. Porém, a existência de um conjunto de regras próprias para combater o dano informacional na esfera civil é uma medida estratégica para favorecer a prevenção e combate às situações de dano informacional e de manutenção de critérios de honestidade e confiança no mercado de capitais.

Outro aspecto do exame do Código Penal é a constatação de que esse conjunto de regras próprias é possível de existir no plano do Direito positivo.

A tipificação de situações de fraude informacional pelo Direito Penal não é uma tarefa distante do Direito brasileiro como os exemplos acima mencionados demonstram. Por outro lado, percebe-se que a problemática da divulgação de informações fraudadas recebeu do legislador brasileiro um tratamento especial para as instituições financeiras. Há tipos penais específicos e que se aplicam às instituições financeiras que sejam companhias abertas, embora o inverso não seja verdadeiro.

A Lei 7.492 traz os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional. O rol de situações tipificadas possui 23 artigos. Crimes ligados a fraude informacional estão previstos em 7 desses 23 artigos e há um oitavo artigo tipificando crime também praticado com recurso a fraude informacional, porém causado por terceiro contra a instituição financeira. A conclusão é que a fraude informacional foi considerada pelo legislador penal para criar o sistema de repressão e dissuasão protetora do Sistema Financeiro Nacional.

Os crimes envolvendo fraude informacional e o oitavo artigo acima mencionado podem ser assim resumidos:

(i) “Induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente”, punido com reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa” (art. 6º);

(ii) “Fraudar a fiscalização ou o investidor, inserindo ou fazendo inserir, em documento comprobatório de investimento em títulos ou valores mobiliários, declaração falsa ou diversa da que dele deveria constar”, punido com “Reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa”; (art. 9º)

(iii) “Fazer inserir elemento falso ou omitir elemento exigido pela legislação, em demonstrativos contábeis de instituição financeira, seguradora ou instituição integrante do sistema de distribuição de títulos de valores mobiliários”, punido com “Reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa”; (art. 10)

(iv) “Manter ou movimentar recurso ou valor paralelamente à contabilidade exigida pela legislação”, punido com “Reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa”; (art. 11) valendo o esclarecimento que a correlação entre este tipo penal e a problemática da fraude informacional refere-se ao fato de que a contabilidade paralela, por produzir fraude a envolver terceiro que se baseia na contabilidade fraudada para fazer negócios com a instituição financeira ou com os valores mobiliários por ela emitidos, também se insere em exemplo de fraude informacional;

(v) “Deixar, o ex-administrador de instituição financeira, de apresentar, ao interventor, liquidante, ou síndico, nos prazos e condições estabelecidas em lei as informações, declarações ou documentos de sua responsabilidade” punido com “Reclusão, de 1 (um) a 4 (quatro) anos, e multa”; (art. 12)

(vi) “Apresentar, em liquidação extrajudicial, ou em falência de instituição financeira, declaração de crédito ou reclamação falsa, ou juntar a elas título falso ou simulado”, punido com “Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa, sendo que “Na mesma

pena incorre o ex-administrador ou falido que reconhecer, como verdadeiro, crédito que não o seja” (art. 14), lembrando que a fraude informacional, no caso, pode ser praticada pela instituição financeira ou por terceiro;

(vii) “Manifestar-se falsamente o interventor, o liquidante ou o síndico, (Vetado) à respeito de assunto relativo a intervenção, liquidação extrajudicial ou falência de instituição financeira” punido com “Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa” (art. 15);

(viii) “Divulgar informação falsa ou prejudicialmente incompleta sobre instituição financeira”, punido com “Reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa.” (art. 3º).

Da leitura dos dispositivos acima, pode-se perceber como o tema da informação foi importante para a elaboração dos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, uma vez que a fraude informacional está presente no respectivo rol de tipos penais.

A existência desse rol de tipos penais baseados na fraude informacional demonstra que o combate à fraude informacional já está presente na lei brasileira e o melhor tratamento do tema dentro do mercado de valores mobiliários, que não se confunde com o Sistema Financeiro Nacional, pode se valer desse exemplo para fins de melhoria legislativa para a legislação aplicável às companhias abertas, sejam elas instituições financeiras ou não.

5.1 A Lei 13.506 de 13 de novembro de 2017

O entendimento sobre a forma como o Direito brasileiro lida com a questão da informação também pode ser visto a partir de uma lei extremamente recente e que teve um processo legislativo, se é que se pode utilizar essa expressão para o caso, abreviado, no caso, a Lei 13.506 de 13 de novembro de 2017.

A nova lei trata do processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários. A lei também fez alterações em outras leis ordinárias, como feito na Lei 6.385, na parte dos crimes contra o mercado de valores mobiliários. Os artigos citados da Lei 6.385 no subcapítulo acima representam o texto normativo alterado já em conformidade com as introduções feitas pela Lei 13.506.

O fato dos crimes contra o mercado de capitais terem sido objeto de alteração recente em seus tipos já demonstra que alterações nesse sentido são possíveis de serem realizadas, de forma que a tipologia criminal não se mantém, para o mesmo “crime”, de forma estanque no tempo. Essa observação não apresenta novidades. O que se critica, em função da alteração feita e da forma como feita, é o fato dela não ter sido explícita para incluir as situações de fraude informacional dentro do tipo penal, tal como feito pelo Código dos Valores Mobiliários de Portugal acima mencionado.

Em relação aos temas objeto de estudo por esta Tese, com base em seu foco no mercado de valores mobiliários e na companhia aberta, referida alteração poderia ter sido efetivada. Na prática, a mudança no tipo penal efetuada pela Lei 13.506 foi mínima, confusa e não houve alterações na pena prevista para o crime.

Em detalhe, a mudança promovida pela Lei 13.506 no texto do crime de manipulação de mercado consistiu na troca do elemento consequência pretendida pelo agente criminoso, que deixou de ser a “finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado” para ser “elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário”. Uma consolidação da alteração feita sobre o texto anterior pode ser vista na seguinte sobreposição: “Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas ~~com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado~~ destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros. Pena: reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”

A alteração legislativa no tipo penal do crime de manipulação de mercado mostra-se como uma medida diminuidora do rol de situações passíveis de caracterização como crime. É que o tipo penal anterior, consistente em “alterar o regular funcionamento do mercado” era mais abrangente do que o atual “elevar, manter ou baixar a cotação”. Essa medida, como se espera demonstrar ao longo da Tese, caminhou de forma contrária ao

existente no Direito comparado, onde a sanção para fraude informacional possui regras fortes e caracterizadoras da própria conduta de praticar a fraude como situação proibida, o que é diferente da colocação da fraude como instrumento para uma outra finalidade.

A Lei 13.506 poderia ter caminhado nesse sentido já que estava a alterar a parte criminal da Lei 6.385. Ou melhor, já que deveria ter pretendido alterar a parte criminal da Lei 6.385. A origem da Lei 13.506 é destoante do que habitualmente se encontra no Direito brasileiro.

Na origem, parte das suas disposições, sem incluir as mudanças penais citadas, estava na Medida Provisória 784/17 que não se converteu em lei. Como observou VERÇOSA, *“tudo começou quando saiu a MP 784/17, a qual terminou morrendo porque, contrariamente ao casulo da larva, ela não se transformou em uma linda borboleta jurídica por sua conversão em lei. Se tivesse acontecido, teria sido uma borboleta de asas defeituosas porque o material original era cheio de imperfeições.”* Parte das imperfeições apontadas pelo autor referem-se às opções feitas pelo legislador por *utilizar conceitos abertos como risco incompatível com a estrutura patrimonial; indisciplina, estabilidade ou funcionamento regular do Sistema Financeiro Nacional; afetar severamente a finalidade e a continuidade das atividades ou das operações no mesmo sistema*, todos eles base para serem caracterizados como infração pela Lei 13.506 e, pelo fato de serem conceitos abertos, acabarem por produzir *arbitrariedade quando da sua aplicação*, na visão do autor.¹²⁴

Sobre a própria alteração penal pretendida, o Projeto de Lei 8843/2017, que originou a Lei 13.506, nada disse sobre as causas da alteração, limitando-se a mencionar, apenas, que as mesmas estavam a ser realizadas:

“Destaque-se duas novas alterações, de matéria penal, que se propõe aproveitar do PLV nº 29/2017, e que não constavam da redação original da MPV nº 784/2017: novas tipificações conferidas pelos arts. 35 e 52 do PLV nº 29/2017 a crimes contra o mercado de capitais e contra o sistema financeiro nacional. O art. 35 pretende dar nova redação aos artigos 27-C (crime de manipulação do mercado de capitais ou market abuse), 27-D

¹²⁴ Cf.: H. M. D. VERÇOSA, *Sísifo e o processo administrativo sancionador do BCB e CVM (Tem ladeira em que somente se sobe)*, 01.12.2017, disponível [on-line] in <http://www.migalhas.com.br> [13-12-2017].

(crime de insider trading) e 27-E (crime de exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função) da Lei nº 6.385/76. Por seu turno, o art. 52 pretende dar nova redação ao art. 17 (crime de concessão de empréstimos vedados) da Lei nº 7.492/86”.

A tramitação do Projeto de Lei 8843/17 foi recorde para os padrões brasileiros: seu texto foi apresentado em 17/10/2017 e a sanção presidencial, após todo o trâmite legislativo, deu-se em 13/11/17.

A oportunidade de melhoria legislativa foi perdida, ao menos no que se refere ao combate à fraude e danos informacionais. Segundo a doutrina especializada acima citada, a oportunidade também foi prejudicada para fins de melhoria da legislação aplicável ao Sistema Financeiro Nacional.

5.2 A Informação Necessária de ser Divulgada e os Exemplos do Código de Defesa do Consumidor

Divulgação de informações e positivação de sanções contra a informação inverídica divulgada não são exclusividades do Direito Comercial e de seu subcapítulo do Direito do Mercado de Valores Mobiliários. O Direito do Consumidor também tem tratado do tema. Exemplos de avanços por parte do Direito do Consumidor podem ser utilizados como substrato para eventuais mudanças legislativas de combate à fraude informacional.

Antes de mais nada, para se evitar qualquer mal-entendido, é válido deixar registrado que, em nenhum momento, esta Tese defende qualquer ideia próxima da aplicação do Código de Defesa do Consumidor para a relação acionista e companhia ou, de um modo geral, para a relação entre detentores de valores mobiliários e emissores. E a razão dessa afirmativa é muito simples: a ausência de relação de consumo nos negócios mencionados.

Por outro lado, o Código de Defesa do Consumidor e a opinião dos autores do seu anteprojeto trazem subsídios já existentes no Direito brasileiro e em sua doutrina para auxiliar em eventuais mudanças legislativas que se proponham a melhorar o tratamento legal do tema do combate à fraude informacional. O binômio dever de divulgar e existência de

sanção decorrente da má divulgação (ou fraude informacional para se utilizar da expressão base desta Tese) está presente no Código de Defesa do Consumidor.

O Código de Defesa do Consumidor, em particular, trouxe uma disciplina para as sanções administrativas, cíveis e penais de uma forma harmônica e prevista no mesmo texto legal. É exatamente essa tentativa de não deixar as formas de combate à fraude informacional tratadas de maneira estanque, e sem tratamento específico (toda responsabilidade civil, por exemplo, decorrente de dano informacional no mercado de valores mobiliários será tratada pela regra geral de responsabilidade civil prevista no Código Civil – a medição dos benefícios de uma disciplina específica de responsabilidade civil para dano informacional pode ser feita de forma semelhante à existente para os danos decorrentes de relação de consumo – danos sempre foram objeto de obrigatoriedade de reparação pela legislação civil, porém, tratamentos específicos e explícitos para o tema facilitam sua aplicação pelo Judiciário, sua compreensão pelos lesados e, em alguma medida, a dissuasão por parte dos infratores em potencial.

A estratégia legal adotada pelo Código de Defesa do Consumidor para a temática da informação pode ser sintetizada a partir destes elementos: criação do dever de informar, definição do conteúdo e características da informação a ser prestada, previsão de sanção administrativa, civil e penal para seus infratores.

O dever de informar por parte do fornecedor de produtos e serviços está regulado no art. 31 do Código de Defesa do Consumidor, que determina que “Art. 31. A oferta e apresentação de produtos ou serviços devem assegurar informações corretas, claras, precisas, ostensivas e em língua portuguesa sobre suas características, qualidades, quantidade, composição, preço, garantia, prazos de validade e origem, entre outros dados, bem como sobre os riscos que apresentam à saúde e segurança dos consumidores.” Ou seja, o dever legal de prestação de informações foi positivado.

Documentos e estudos de suporte à informação divulgada devem existir. Esse é o resultado do comando previsto no parágrafo único do art. 36: “Art. 36. A publicidade deve ser veiculada de tal forma que o consumidor, fácil e imediatamente, a identifique como tal. Parágrafo único. O fornecedor, na publicidade de seus produtos ou

serviços, manterá, em seu poder, para informação dos legítimos interessados, os dados fáticos, técnicos e científicos que dão sustentação à mensagem.”

Da mesma forma como previsto no Direito americano, e melhor explicado em capítulo próprio, há comando legal expresso proibindo “publicidade enganosa ou abusiva” tal como previsto no art. 37.

As sanções administrativas e penais estão incluídas no mesmo diploma legal, com atribuição de competência para que todos os entes federativos possam promover a fiscalização das relações de consumo, tal como previsto nos artigos 55 e 56: “Art. 55. A União, os Estados e o Distrito Federal, em caráter concorrente e nas suas respectivas áreas de atuação administrativa, baixarão normas relativas à produção, industrialização, distribuição e consumo de produtos e serviços. § 1º A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios fiscalizarão e controlarão a produção, industrialização, distribuição, a publicidade de produtos e serviços e o mercado de consumo, no interesse da preservação da vida, da saúde, da segurança, da informação e do bem-estar do consumidor, baixando as normas que se fizerem necessárias. (...) § 4º Os órgãos oficiais poderão expedir notificações aos fornecedores para que, sob pena de desobediência, prestem informações sobre questões de interesse do consumidor, resguardado o segredo industrial. Art. 56. As infrações das normas de defesa do consumidor ficam sujeitas, conforme o caso, às seguintes sanções administrativas, sem prejuízo das de natureza civil, penal e das definidas em normas específicas: I - multa; II - apreensão do produto; III - inutilização do produto; IV - cassação do registro do produto junto ao órgão competente; V - proibição de fabricação do produto; VI - suspensão de fornecimento de produtos ou serviço; VII - suspensão temporária de atividade; VIII - revogação de concessão ou permissão de uso; IX - cassação de licença do estabelecimento ou de atividade; X - interdição, total ou parcial, de estabelecimento, de obra ou de atividade; XI - intervenção administrativa; XII - imposição de contrapropaganda.”

Já as sanções penais estão previstas para as situações tipificadas como “Fazer afirmação falsa ou enganosa, ou omitir informação relevante sobre a natureza, característica, qualidade, quantidade, segurança, desempenho, durabilidade, preço ou garantia de produtos ou serviços”, no art. 66, com previsão de pena de detenção de três meses a um ano e multa e, se o crime é culposo, “pena de detenção de um a seis meses ou multa”, bem como a tipificação da hipótese de “Fazer ou promover publicidade que sabe ou deveria

130

saber ser enganosa ou abusiva” (art. 67), punido com pena de detenção de três meses a um ano e multa; ou ainda a situação de “Fazer ou promover publicidade que sabe ou deveria saber ser capaz de induzir o consumidor a se comportar de forma prejudicial ou perigosa a sua saúde ou segurança” (art. 68), punida com pena de “Detenção de seis meses a dois anos e multa”.

Não se defende que as referidas sanções administrativas sejam aplicadas a praticantes de fraude informacional. Não é necessário um rol tão extenso, mais próprio para fornecedores de bens e serviços do que para emissores de valores mobiliários. O que se procurou demonstrar foi como um mesmo diploma legal pode trazer sanções administrativas, civis e criminais dentro do seu texto normativo. Esse objetivo mostra-se como presente na opinião dos autores do anteprojeto. Segundo ADA PELLEGRINI GRINOVER e ANTÔNIO HERMAN DE VASCONCELLOS E BENJAMIN, *almejou-se uma proteção integral, sistemática e dinâmica com o Código de Defesa do Consumidor, e tal objetivo requer o regramento de todos os aspectos da relação de consumo*.¹²⁵ A proteção integral do investidor e, insista-se, do próprio mercado de valores mobiliários também requer um diploma legal que ofereça uma proteção integral e sistêmica para o combate à fraude informacional.

Outra contribuição do estudo do Código de Defesa do Consumidor para o tema pesquisado por esta Tese refere-se aos patamares pelos quais a informação deve ser divulgada. O Código de Defesa do Consumidor fala em um direito dos consumidores receberem informações objetivas, clara, de fácil compreensão e veraz.

ANTONIO HERMAN DE VASCONCELOS E BENJAMIN, a esse respeito, apresenta as seguintes definições sobre os referidos patamares de divulgação: *(i) informação objetiva refere-se à divulgação de informações que não contenham apreciações subjetivas ou dados não essenciais ao mercado de consumo; (b) informação clara é aquela que não é prolixa, contraditória ou dúbia; (c) informação de fácil compreensão é aquela que não utiliza símbolos, códigos ou idioma estrangeiro; (d) informação veraz é aquela que diz tudo (não trunca os dados) e tudo o que diz é verdade*.¹²⁶ O autor trata, em detalhe, da

¹²⁵ Cf. *Código Brasileiro de Defesa do Consumidor Comentado pelos Autores do Anteprojeto cit.* (nota 71 supra), p. 7.

¹²⁶ Cf. *Código Brasileiro de Defesa do Consumidor Comentado pelos Autores do Anteprojeto cit.* (nota 71 supra), pp.334-335.

caracterização de direitos subjetivos por parte das normas do Código de Defesa do Consumidor, ou seja, o recebimento de informações prestadas dessa forma seria um direito dos consumidores e um dever dos fornecedores. As definições desses patamares de divulgação de informações, como se pode perceber, muito bem auxiliam na definição dos patamares que são exigíveis de um emissor de valores mobiliários. Como já informado anteriormente, não se defende a aplicação do Código de Defesa do Consumidor para as relações emissor e detentor de valores mobiliários. Mas o recurso à estratégia legal do Código de Defesa do Consumidor de criar um sistema harmônico para combater as falhas de mercado e o aprofundamento trazido pela doutrina sobre a questão da informação a ser prestada ao consumidor muito bem servem ao propósito de auxiliar mudanças na legislação brasileira em tema de fraude informacional.

Capítulo 6. *Fraud on the Market* e *Disclosure*: o Tratamento da Divulgação de Informações e do Dano Informacional pelo Direito Americano

6.1 Direito Americano, Direito Comparado e Direito Brasileiro

Mais do que a simples utilização como um exemplo de Direito Comparado, ou como objeto de estudo próprio da regulação aplicável ao maior mercado de capitais do mundo, o estudo do Direito Americano abre algumas frentes de observação e questionamento para o estudioso brasileiro do Direito.

É fato que a colocação do *disclosure* como estratégia regulatória para permitir o bom funcionamento do mercado de capitais tem sua origem nos Estados Unidos, fato que justifica, por si só, o estudo do Direito americano sobre o tema. Porém, além da origem, alguns outros aspectos merecem ser analisados.

Como demonstrado no capítulo 2 anterior, existem diferenças culturais relevantes entre os países e, com isso, a simples importação de regras jurídicas pode não ser a melhor opção para um país que esteja a rever suas próprias regras aplicáveis à regulação de uma determinada situação fática, feitas com o propósito de se atingir uma determinada finalidade. Como também já demonstrado, a regra jurídica simplesmente importada corre o risco de se tornar, na prática, ineficaz, não produtora dos efeitos desejados a partir de sua vigência.

Em uma primeira análise, o estudo do Direito americano seria estratégico para uma revisão do Direito brasileiro naquilo em que se aplica ao tema das informações das companhias abertas e do tratamento do dano informacional justamente porque a grande resposta oferecida pelo Direito americano para cuidar do tema foi a positivação de normas jurídicas como uma medida necessária para, nas próprias palavras do *Securities Act* de 1933,

*determinar um regime de divulgação completa e honesta de informações sobre as características dos valores mobiliários vendidos.*¹²⁷

Nessa mesma linha de pensamento e enfrentamento do tema do dano informacional, a positivação de novas normas jurídicas por ocasião das crises enfrentadas nos anos de 2001 e 2008 em função do caso Enron e das fraudes envolvendo o mercado de financiamento de hipotecas americano, cujo conhecimento público se deu com a quebra do Lehman Brothers, gerando a crise dos *subprimes*, através da Sarbanes-Oxley e do Dodd Frank Act¹²⁸, indicaria que, no maior país da *common law*, existe um conjunto normativo positivado e passível de estudo e eventual aplicação pelos demais países do mundo, sejam eles próprios da *common law* ou países cujo Direito filia-se ao sistema da *civil law*.

Por outro lado, esse tipo de posição, favorável à reprodução do texto de Direito positivo americano, com base nos argumentos acima apresentados, seria passível de questionamento pela simples lembrança de que a resposta do Direito às situações de crise, seja em um país da *common law*, ou em um país da *civil law*, requer uma resposta forte, clara e, idealmente, sem critérios de questionamento, o que favorece a positivação de normas para combater a situação de crise enfrentada, deixando em segundo lugar a espera por novas decisões judiciais que pudessem atingir o mesmo fim.¹²⁹

¹²⁷ No original, conforme constante do preâmbulo do Securities Act: “AN ACT To provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes.”

¹²⁸ Os objetivos do Dodd Frank Act eram, também nas palavras do próprio texto normativo, promover a estabilidade do sistema financeiro dos Estados Unidos através do aumento da responsabilização e transparência no sistema financeiro, acabar com a tese do “muito grande para quebrar”, proteger o contribuinte Americano com o fim das injeções de recursos para que pessoas jurídicas honrem com suas obrigações, proteger consumidores de práticas abusivas na prestação de serviços financeiros, dentre outras. No original: “AN ACT To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.”

¹²⁹ Certamente, há diferenças muito maiores entre os sistemas da *common law* e da *civil law* do que as poucas linhas acima escritas podem indicar. Uma delas, bastante exemplificativa sobre o papel da doutrina como fonte do Direito conforme se trate de cada um desses sistemas jurídicos, é a que é trazida por GEORGE FLETCHER e STEVE SHEPARD, a partir do exemplo de Richard Posner: o estudioso do Direito mais citado dos Estados Unidos passou a ser chamado de “Judge”, e não mais de “Professor”, quando foi nomeado para um cargo de juiz na Court of Appeals do 7º Circuito Americano, um cargo equivalente ao de desembargador de Tribunal Regional Federal no Brasil. No original: “The different attitudes toward scholarship on the Continent and in the United States are expressed in a contrasting set of social customs. When a Professor in Germany goes to court to argue a case, the judges address him or her as “Professor”. This would never happen in the United States, nor would the professor want it to happen. In contrast, when a professor becomes judge in the United States, the former academic colleagues will call him or her “Judge”. For example, the most widely cited legal scholar in the

Para uma Tese que se propõe a oferecer uma contribuição inédita para o tema do poder da informação e do dano informacional no mercado de capitais, essa tomada de posição, sob o argumento único pró ou contra a utilização do Direito americano, simplesmente não deve ser feita. Como não deve ser feita em relação a nenhum outro Direito estrangeiro.

Ao contrário, defende-se que o trabalho de pesquisa, investigação e sugestão de melhoria jurídica deve partir da premissa de que a complexidade do fenômeno do Direito, atribuindo-se a “fenômeno” o significado de uma manifestação do poder do Estado, feita com o propósito de regular a conduta humana, sujeitando-a a seus imperativos, e impressionando seus destinatários pelo caráter de sua novidade, requer análises igualmente complexas.

United States is Richard Posner. He has been a professor for many years and one of the law and economics movement. Then he was “elevated” to the federal Court of Appeals. Now the practice in the law reviews is to refer to him as “Judge Posner”. These subtleties of speech reveal fundamental differences in attitude toward legal scholarship as a source of law.” in G. FLETCHER-S. SHEPARD, *American Law in a Global Context – The Basics*, Nova Iorque, Oxford University Press, 2005, p. 38. Os autores citados também mencionam a supremacia da razão, acima do texto escrito, próprio de um código, a relação forte entre o idioma e o sistema jurídico ao qual o país se filia, a partir da constatação de que todos os países que adotam do inglês como idioma são filiados à common law, o papel da história e precedentes e a maior junção entre direito material e direito processual como características próprias a diferenciar o sistema da common law do sistema da civil law, cf.: “Many lawyers outside the United States – civilian lawyers and others-believe today that the common law is essentially case law. This view is false (...) In other words, what is the self-understanding of the common law? Here are some views that have figured prominently in Anglo-American legal history: 1. The common law express reason. One of the exponents of this view was Sir Edward Coke as both treatise writer and judge. In *Dr. Bonham’s Case* (1610), while sitting as Chief Justice of Common Pleas, Coke declared a law passed by Parliament void, as a violation of “common right and reason”. Parliament had enacted a law giving the College of Physicians in London the power to assess, judge and collect fines against physicians who violated their rules. Coke wrote that this law violated a basic principle of justice: “No person should be a judge in his own case”. In other words, if an act of Parliament violates a basic principle of justice, of “common right and reason”, it cannot be considered a valid modification of the common law. (...) 2. The common law is linked to language. The English language and the common law stand in a close, almost mythical relationship. All the English-speaking countries of the world adopted the common law, and there is no common law country that has succeeded in translating the common law into another language. (...) 3. The common law is based on history. The roots of the common law lie in the Middle Ages. In many areas of law, we rely upon principles that scholars and courts developed before anybody had an inkling of democracy or human rights or many other values that we now take for granted. This is particularly true in the law of property, contract, and some aspects of procedure. (...) 4. The common law is the king’s law. (...) 5. The common law merges substance and procedure. One bias of civil law training is the view that substance and procedure represent two entirely different realms of law. This is a consequence of the civilian educational system, which follows the structure of the codes. Most Continental professors specialize in particular bodies of law, such as the law of obligations or family law. Their professional horizons are defined by the code provisions that define their area.” in *American Law in a Global Context – The Basics cit.* (nesta nota) pp. 16-19. Países filiados à *common law* também possuem normas de direito positivo como fontes do Direito, da mesma forma que países da *civil law*, como o Brasil com sua súmula vinculante, também possuem a decisão judicial como fonte de Direito “forte”. Mas o recurso à utilização de normas de Direito positivo em situação de crise demonstra um caminho que, para os fins perseguidos por esta Tese, se traduz na oferta de um material de estudo (as normas de Direito positivo) que estão apresentadas ao longo do trabalho.

A partir dessa tomada de posição, será possível perceber que, da mesma forma que a complexidade impede a simples tradução de normas jurídicas estrangeiras, a complexidade estimula o estudioso do Direito a observar soluções do estrangeiro que, analisadas conforme o histórico e cultura locais, podem ser vistas como passíveis ou não de aplicação em um determinado país, ainda que de forma parcial, mas, mesmo assim, suficiente para atingir, de alguma forma, a melhoria jurídica esperada.

Nesse contexto, portanto, esta Tese parte da premissa de não adotar nenhuma posição ortodoxa no sentido de defender a introdução ou a não introdução de novas regras de Direito brasileiro baseadas na experiência estrangeira. Ao contrário, a posição adotada é no sentido de se investigar se soluções do Direito estrangeiro seriam ou não suficientes para se permitir uma melhora no regramento nacional sobre o tema do poder da informação e do dano informacional nas companhias abertas. A posição adotada é, portanto, zetética.

TERCIO SAMPAIO FERRAZ JR. bem explica as diferenças entre a zetética e a dogmática jurídica, *explicando que a investigação de um problema pode ser feita ou acentuando o aspecto pergunta ou acentuando o aspecto resposta, sendo a abordagem zetética aquela que acentua o aspecto pergunta e que coloca as premissas, os conceitos básicos e os princípios são colocados em dúvida, enquanto que a abordagem dogmática acentua o aspecto resposta e não coloca referidos elementos em dúvida.*¹³⁰ Esta Tese segue a linha zetética no que se referir à análise do Direito Comparado e procura, a partir do Direito Comparado, e da experiência brasileira, discutir e sugerir caminhos de melhora para o tema objeto de estudo. Se o *disclosure* e a *deterrence* são elementos fortes da regulação do regime informacional das companhias abertas no estrangeiro, estariam os mesmos presentes como valores dentro das normas brasileiras do mercado de capitais? Com base no regramento atual, esses valores conseguem ser atingidos? São essas as respostas que esta Tese procura oferecer, bem como procura também oferecer respostas sobre caminhos que poderiam ser percorridos para que referidos valores pudessem ser melhor, ou mais facilmente, atingidos.

¹³⁰ Cf. *Introdução ao Estudo do Direito – Técnica, Decisão, Dominação*, 3ª ed., São Paulo, Atlas, 2001, pp. 40-41.

Pelo fato de que o *dislosure* foi a base de criação do Direito americano é que se pretende analisa-lo para verificar quais de seus postulados poderiam ser aplicados no Brasil, como se passa a demonstrar.

6.2 A Teoria da Fraude no Mercado (*Fraud on the Market*)

Todo ordenamento jurídico que adota a Teoria da Fraude no Mercado, em termos práticos, confere proteção maior para a integridade do mercado e facilita a reparação por dano informacional. Como consequência, passam a existir menos chances de defesa ou de exoneração de responsabilidade do praticante do dano informacional.

A Teoria da Fraude no Mercado, como tradução de *Fraud on the Market*, surgiu em 1975 em um julgamento do Nono Circuito (*Ninth Circuit*) Judicial americano. “Circuitos” são os nomes atribuídos à segunda instância do Judiciário federal americano, equivalentes aos Tribunais Regionais Federais brasileiros, no caso *Blackie v. Barrack*. A existência dessa teoria e seu reconhecimento judicial demonstram que o pêndulo legal americano tende mais para o valor manutenção da integridade das informações divulgadas em mercado.

*A decisão tomada no caso Blackie v. Barrack afirmou que um comprador de ações em mercado de capitais confia na suposição de que a cotação da ação no mercado foi devidamente precificada e nenhuma manipulação suspeita realizou um aumento da cotação e, indiretamente, nas informações que servem de suporte para a cotação da ação. O requisito de demonstração de que o comprador da ação confiou em uma informação falsa é eliminado. A lei é elaborada para forçar que os mercados de valores mobiliários sejam livres de fraudes.*¹³¹

¹³¹ O caso *Blackie v. Barrack* foi classificado como 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975). Trechos da decisão: “Here, we eliminate the requirement that plaintiffs prove reliance directly in this context because the requirement imposes an unreasonable and irrelevant evidentiary burden. A purchaser on the stock exchanges may be either unaware of a specific false representation, or may not directly rely on it; he may purchase because of a favorable price trend, price earnings ratio, or some other factor. Nevertheless, he relies generally on the supposition that the market price is validly set and that no unsuspected manipulation has artificially inflated the price, and thus indirectly on the truth of the representations underlying the stock price—whether he is aware of it or not, the price he pays reflects material misrepresentations. Requiring direct proof from each purchaser that he relied on a particular representation when purchasing would defeat recovery by those whose reliance was indirect, despite the fact that the causal chain is broken only if the purchaser would have purchased the stock even had he known of the misrepresentation. We decline to leave such open market purchasers unprotected. The

O racional decisório do caso *Blackie* demonstra que houve uma preocupação do Direito americano em reforçar o tratamento contrário à fraude uma vez que uma abertura para que fosse necessária a prova de que o acionista utilizou a informação falsa efetivamente para sua decisão de compra ou venda de valor mobiliário favoreceria defesa do fraudador e, por consequência, o enfraquecimento do próprio mercado de capitais.

A aplicação da Teoria da Fraude no Mercado, como se pode ver, demonstra a opção do Direito americano por um regime de responsabilidade rígida contra a divulgação de informações fraudadas por parte daqueles que deveriam fornecer ao mercado informações verídicas sobre a situação da companhia.

6.3 O *Securities Act* de 1933: Regime Antecedente, Contexto e Estratégia Regulatória

Duas observações iniciais, e relevantes, merecem ser feitas para o tema do poder da informação e do dano informacional nos Estados Unidos. A primeira delas é que o Direito americano apresenta uma evolução contínua sobre o tema, com acréscimos de tratamento legal tanto pela via judicial, própria de um país da *common law*, quanto através do Direito positivo. Porém, a “duplicidade” de fontes do Direito existente nessa evolução, como será demonstrado a seguir, demonstra que os comandos genéricos previstos em textos normativos foram objeto de especificações aplicadas pelo Judiciário, de forma diferente do que poderia ser aplicado no Judiciário brasileiro, onde a interpretação de um texto normativo permite à decisão judicial dar à norma¹³² interpretação restrita ou ampla para fins de sua aplicação ao caso concreto submetido à apreciação do Judiciário.

Em países da *civil law*, como o Brasil, pode-se indagar se a interpretação do texto normativo pelo Judiciário comportaria, na média das decisões, o mesmo grau de restrição que parece ser aplicável pelo Judiciário americano, de forma que a pergunta que se

statute and rule are designed to foster an expectation that securities markets are free from fraud—an expectation on which purchasers should be able to rely.”

¹³² Esta Tese utiliza como sinônimas as expressões norma jurídica e texto legal, não participando da discussão sobre a diferença conceitual entre os termos, como faz EROS GRAU em *Ensaio e Discurso sobre a Interpretação/ Aplicação do Direito*.

apresenta, nesse contexto de análise cuidadosa do Direito Comparado para fins de sugestão de aplicação no Brasil, é: se o Direito brasileiro tivesse as mesmas regras de responsabilização do Direito americano para o tema do dano informacional, seriam as decisões obtidas aqui as mesmas? Uma resposta para essa pergunta somente pode ser obtida com a análise histórica do tratamento do tema nos Estados Unidos.

Já a segunda é que o tema da divulgação de informações por companhias abertas (ou o regime informacional das companhias abertas, ou simplesmente “*disclosure*”) foi colocado dentro do Direito americano como um critério principal para a regulação do mercado de capitais. Essa colocação não deve ser vista de forma isolada como se se tratasse, apenas, de uma estratégia legal. A positivação de normas obrigando ao *disclosure*, dentro dessa linha se sua relevância dentro do ordenamento americano, foi uma opção tomada como parte das medidas adotadas pelo Governo americano para restabelecer a confiança dos investidores no mercado de capitais americano e, por consequência, o gozo de suas consequências positivas para a Economia. Como se defende nesta Tese, não é necessário que crises aconteçam para que mudanças normativas sejam efetivadas. Mudanças efetivadas de forma *ex ante* à crise trazem de forma antecipada os benefícios pretendidos e, de certo modo, ajudam a evitar a crise (ou seus impactos) da qual poderia originar-se.

Em 1933 e 1934, no período pós *crash* da Bolsa de Nova Iorque em 1929, e dentro do *New Deal* do Presidente Roosevelt, duas leis importantes foram promulgadas nos Estados Unidos para reorganizar o mercado de capitais americano e, nas palavras do próprio texto legal de uma delas, *restabelecer a confiança nos valores mobiliários*.

O *Securities Act* foi promulgado em 27 de maio de 1933 e a data de sua promulgação é um fator importante para a sua análise. O *Securities Act* foi promulgado dentro dos 100 primeiros dias de governo de Franklin Roosevelt, que tomou posse como presidente dos Estados Unidos em 04 de março do mesmo ano de 1933. Esse período histórico representou um momento relevante para os Estados Unidos uma vez que se situava na época daquilo que a história convencionou chamar de Grande Depressão, para significar o período de tempo pós quebra da Bolsa de Nova Iorque.

A Grande Depressão (*Great Depression*) se refere ao período de tempo iniciado na, também desta forma conhecida, terça feira negra (*Black Tuesday*), que ocorreu

no dia 29 de outubro de 1929, com a queda significativa das cotações das ações negociadas na Bolsa de Nova Iorque, seguida de um período de recessão econômica nos Estados Unidos e em demais países do mundo, com duração distinta conforme cada país.

O *Securities Act* foi uma das medidas tomadas pelo *New Deal* para tentar pôr fim ao período de recessão econômica. O *New Deal* não foi efetivado apenas com novas normas jurídicas para setores específicos, mas também com programas federais de combate ao desemprego, suporte a agricultores e medidas de proteção ao setor bancário, dentre outras.

Nesse contexto, o *Securities Act* não foi o único diploma normativo promulgado nesse período de crise econômica. Outros diplomas relevantes foram o *Emergency Banking Relief Act* (oficialmente conhecido como *Emergency Banking Act*) e o *Banking Act*, também conhecido como a Lei *Glass-Steagal* (ou *Glass Steagal Act*), para se fazer referência apenas às leis promulgadas no mesmo ano de 1933.

Como se verá pela contextualização do *Securities Act*, a sua promulgação foi feita como uma medida para combater a crise econômica decorrente da Grande Depressão. As demais medidas adotadas no Direito americano, no que se refere às mudanças legislativas, também foram decorrentes de crises enfrentadas e da necessidade de resposta por parte do Direito. Porém da experiência do estrangeiro, defende-se nesta Tese o argumento de que não é necessário esperar por crises para se incrementar o tratamento jurídico no Brasil para a questão do dano informacional e do poder da informação das companhias abertas.

O *Emergency Banking Act*, conforme seus motivos expressos em seu próprio texto legal, foi uma lei feita *para trazer alívio na emergência nacional no setor bancário (...); que o Congresso (...) declara que uma emergência seria existe e é necessariamente imperativo que se coloquem, rapidamente, em vigor remédios de aplicação uniforme e nacional*".¹³³ Além da decretação de feriado bancário, outras medidas tomadas pelo *Emergency Banking Relief Act* foram (a) a concessão de poderes ao Presidente da

¹³³ No original: "An ACT to provide relief in the existing national emergency in banking, and for other purposes . Be it enacted by the Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress assembled, That the Congress hereby declares that a serious emergency exists and that it is imperatively necessary speedily to put into effect remedies of uniform national application." O *Banking Relief Act* corresponde à Lei Pública (Public Law) 73-1.

República para decretar, em tempos de guerra ou de calamidade pública, a proibição de pagamentos originados dos Estados Unidos para o exterior, bem como proibir a exportação de ouro e prata para o exterior¹³⁴; e (b) a outorga de poderes ao Secretário do Tesouro Americano para, em situações em que se fizesse necessária a proteção do sistema monetário americano, obrigar pessoas naturais e jurídicas entregarem ao Tesouro americano todas as moedas e barras de ouro, bem como certificados de ouro, em troca de títulos de dívida do Governo americano¹³⁵.

Já o *Glass-Steagal Act*, outro diploma legal promulgado no mesmo ano e com a mesma finalidade de combater a Grande Depressão, determinou a implementação da separação entre as atividades próprias dos bancos comerciais daquelas próprias dos bancos de investimento, como já analisado.

E é exatamente nesse contexto de mudança legislativa para combater a Grande Depressão no período pós quebra da Bolsa de Nova Iorque que ocorre a promulgação do *Securities Act*.

No que interessa ao presente estudo, adicionalmente, a existência de um *Securities Act* promulgado em resposta a um período de crise demonstra a preocupação em

¹³⁴ No original: "Section 2. (...) During time of war or during any other period of national emergency declared by the President, the President may, through any agency that he may designate, or otherwise, investigate, regulate, or prohibit, under such rules and regulations as he may prescribe, by means of licenses or otherwise, any transactions in foreign exchange, transfers of credit between or payments by banking institutions as defined by the President, and export, hoarding, melting, or earmarking of gold or silver coin or bullion or currency, by any person within the United States or any place subject to the jurisdiction thereof". Tradução livre: Durante guerras ou durante outros períodos de emergência nacional declarados pelo Presidente, o Presidente poderá, através de qualquer agência que ele designar, ou de outra forma, investigar, regular, ou proibir, sob regras e regulações que ele determinar, através de licenças ou de outra forma, quaisquer negócios em moeda estrangeira, transferências de crédito entre ou pagamento por instituições bancárias tal como definido pelo Presidente, e a exportação, acúmulo, cunhagem ou fazimento de moedas ou barras de ouro ou prata ou moeda, por qualquer pessoa nos Estados Unidos ou em qualquer local sob a sua jurisdição.

¹³⁵ No original: "Sec. 3. (...) (n) Whenever in the judgment of the Secretary of the Treasury such action is necessary to protect the currency system of the United States, the Secretary of the Treasury, in his discretion, may require any or all individuals, partnerships, associations and corporations to pay and deliver to the Treasurer of the United States any or all gold coin, gold bullion, and gold certificates owned by such individuals, partnerships, associations and corporations. Upon receipt of such gold coin, gold bullion or gold certificates, the Secretary of the Treasury shall pay therefor an equivalent amount of any other form of coin or currency coined or issued under the laws of the United States." Tradução livre: Sempre que no julgamento do Secretário do Tesouro esta ação for necessária para proteger o sistema monetário dos Estados Unidos, o Secretário do Tesouro, na sua discricionariedade, poderá determinar que qualquer ou todo os indivíduos, pessoas jurídicas, associações e sociedades anônimas paguem e entreguem ao Tesoureiro dos Estados Unidos qualquer ou todas as moedas de ouro, barras de ouro e certificados de ouro, sendo que o Secretário do Tesouro deverá pagar em contrapartida uma quantia equivalente em moeda cunhada ou emitida de acordo com as leis dos Estados Unidos.

se oferecer um ambiente normativo que favorecesse o bom desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Sabe-se que o Estado, em situações de crise, vale-se de novas normas jurídicas para combater as causas dessas situações de crise vivenciadas. Porém, não é necessário que se viva uma situação de crise para que mudanças jurídicas sejam implementadas. Em tema de mercado de capitais, por exemplo, mudanças normativas auxiliam a melhoria do ambiente regulatório e favorecem o próprio avanço do mercado regulado. A infraestrutura jurídica estimula (ou desestimula) o desenvolvimento de um setor regulado.

Mas antes de se passar à análise do *Securities Act* propriamente dita, alguns comentários sobre esse período histórico merecem ser feitos. Inicialmente, vale lembrar que aquilo se entende hoje como Direito do Mercado de Capitais nos Estados Unidos decorre de leis federais. Questões próprias de Direito Societário, ainda que envolvam companhias abertas, lá chamadas de *public companies*, ou melhor categorizadas como *quase-public companies* por BERLE e MEANS, *diante do fato de que seu capital se encontra extremamente disperso por número elevado de acionistas que, individualmente, não conseguem atingir a posição de controladores*,¹³⁶ são tratadas por leis estaduais. Como é feito, por exemplo, com

¹³⁶ Cf.: “The corporate system appears only when this type of private or “close” corporation has given way to an essentially different form, the quasi-public corporation: a corporation in which a large measure of separation of ownership and control has taken place through multiplication of owners. Such separation may exist in varying degrees. Where the men ultimately responsible for running a corporation own a majority of the voting stock while the remainder is widely diffused, control and part ownership are in their hands. Only for the remaining owners is there separation from control. Frequently, however, ownership is so scattered that working control can be maintained with but a minority interest. (...) Separation of ownership and control becomes almost complete when not even a substantial minority interest exists, as in the American Telephone and Telegraph Company whose largest holder is reported to own less than one percent of the company’s stock. Under such conditions control may be held by the directors or titular managers who can employ the self proxy machinery to become a self-perpetuating body, even though as a group they own but a small fraction of the stock outstanding. (...) So essential, in fact, is the open market to the quasi-public corporation that it may be considered almost as characteristic of that type of corporation as the separation of ownership from control and the great aggregation of wealth. (...) By the use of the open market for securities, each of these corporations assumes obligations towards the investing public which transform it from a legal method clothing the rule of a few individuals into an institution at least nominally serving investors who have embarked their funds in its enterprise.” in *The Modern Corporation & Private Property cit.* (nota 6 supra), pp. 5-7. Tradução livre: O sistema societário aparece apenas quando este tipo de sociedade anônima privada ou fechada se transforma em algo essencialmente diferente, a sociedade anônima quase-pública: uma sociedade anônima na qual há uma separação grande entre propriedade e controle se efetivou através da multiplicação dos proprietários. Quando os homens responsáveis em última instância por gerir a sociedade possuem a maioria do capital votante enquanto o restante está amplamente difuso, controle e parte da propriedade [acionária] estão nas suas mãos. Apenas em relação aos demais proprietários haverá separação do controle. Frequentemente, entretanto, a propriedade é tão dispersa que o controle gerencial pode ser mantido com nada menos que um percentual minoritário. (...) A separação entre propriedade e controle torna-se completa quando nem ao menos um percentual minoritário e substancial existe, como no caso da American Telephone and Telegraph Company, cujo maior acionista é, nos seus relatórios, identificado como tendo menos que um por cento das ações do

a própria definição do equivalente americano à expressão “companhia aberta” no Brasil.¹³⁷

138

Por essa razão é que o estudo do Direito americano correlato ao tema de estudo desta Tese está centrado na análise do Direito federal americano, além das decisões judiciais, e não no Direito estadual, até então (até a promulgação do *Securities Act* de 1933) “responsável” pelo tratamento do tema.

O *Securities Act* de 1933 representou uma novidade para o regramento das informações das companhias abertas porque colocou o *disclosure* como mecanismo principal de eficiência do mercado de capitais.

capital. Nessas condições o controle pode ser mantido pelos conselheiros ou diretores que podem empregar os pedidos públicos de procuração para se tornarem um órgão perpétuo, mesmo que, como grupo, eles sejam proprietários de apenas uma pequena fração das ações em circulação. (...) Tão essencial, de fato, é o mercado aberto para as sociedades anônimas quase-públicas que ele pode ser considerado uma característica desse tipo societário assim como a separação entre propriedade e controle e a acumulação de riqueza. (...) Pela utilização do mercado aberto para valores mobiliários, cada uma dessas sociedades anônimas assume obrigações perante o público investidor que a transformam de um método legal cabível para apenas alguns indivíduos em uma instituição que, ao menos nominalmente, serve aos investidores que embarcaram seus recursos no empreendimento.

¹³⁷ Como é feito pela Lei Geral de Sociedades por Ações (General Corporation Law) do estado de Delaware, que não traz o conceito legal equivalente ao de companhia aberta, mas sim oferece o conceito de companhia fechada que, lido em oposição, permite que se conclua sobre o conceito de companhia aberta como sendo aquele não se enquadra no conceito de companhia fechada. De acordo com o artigo § 342, uma companhia fechada será aquela cujos Atos Constitutivos determinem que o capital não seja detido por mais de trinta acionistas: “Close corporation defined; contents of certificate of incorporation. (a) A close corporation is a corporation organized under this chapter whose certificate of incorporation contains the provisions required by § 102 of this title and, in addition, provides that: (1) All of the corporation's issued stock of all classes, exclusive of treasury shares, shall be represented by certificates and shall be held of record by not more than a specified number of persons, not exceeding 30; and (2) All of the issued stock of all classes shall be subject to 1 or more of the restrictions on transfer permitted by § 202 of this title; and (3) The corporation shall make no offering of any of its stock of any class which would constitute a "public offering" within the meaning of the United States Securities Act of 1933.” Tradução Livre: Companhia fechada definida; conteúdo dos atos constitutivos. (a) Uma companhia fechada é aquela cujos atos constitutivos contêm todas as disposições exigidas pelo §102 deste título e, adicionalmente, determine que as ações de todas as classes emitidas pela companhia, à exclusão das ações em tesouraria, sejam representadas por certificados e sejam escrituradas por um número específico de pessoas, não excedendo 30 e (2) todas as ações de todas as classes estejam sujeitas a 1 ou mais restrições de transferência permitidas pelo § 202 deste título; e (3) A companhia deve não realizar nenhuma oferta de qualquer de suas ações de qualquer classe que possa caracterizar uma “oferta pública” no contexto do Securities Act dos Estados Unidos de 1933.

¹³⁸ Ainda sobre a distinção entre Direito Societário e Direito do Mercado de Capitais e Direito Estadual e Direito Federal nos Estados Unidos, é válido mencionar o artigo JOHN C. COATES IV, no qual, a partir das diversas possibilidades de escolha do estado americano para constituição de uma companhia e, por consequência, da vinculação ao Direito Societário estadual respectivo, com seus tratamentos peculiares sobre medidas de defesa passíveis de adoção contra tentativas de tomada do controle societário, e os resultados que a pesquisa empírica feita pelo autor demonstra como “não lógicos”, sugerindo que a culpa fosse atribuída aos advogados, constante do trabalho constante da seguinte publicação: J. C. COATES IV, *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, in *California Law Review* 89 (2001).

Antes disso, ainda focando no caráter da inovação do *Securities Act* de 1933, é interessante notar que a colocação do *disclosure* como objetivo perseguido pela legislação americana foi uma opção que, na prática, diminuiu a importância de outras formas de combate às fraudes com negócios feitos com informações das companhias. A contraposição do regime do *disclosure* contra o esquema normativo vigente até então, previsto pelas chamadas *Leis do Céu Azul*, as *Blue Sky Laws*, permite essa conclusão.

CHOPER-COFFEE e GILSON, recorrendo a um texto de LOUIS LOSS e EDWARD COWETT, informam que as *Blue Sky Laws* eram leis estaduais promulgadas para combater situações de fraude informacional, tendo a sua origem em uma lei estadual aprovada no estado do Kansas em 1911. A razão do nome “céu azul” é que, como um estado rico em produtores rurais pouco habituados a investimentos em valores mobiliários, muitas fraudes eram praticadas na venda de valores mobiliários para esses produtores e, tamanha era a recorrência dessas fraudes no período que se dizia que até pedaços do céu poderiam ser vendidos, de forma que seus vendedores eram denominados de mercadores do céu azul, e a lei promulgada em resposta a essa situação foi denominada Lei do Céu Azul.¹³⁹

CHOPER-COFFEE e GILSON também lembram que, devido a falhas de cobertura legal e de efetivação dos dispositivos legais previstos nas *Leis do Céu Azul*, as mesmas não foram suficientes para coibir fraudes no mercado. Os autores escrevem que essas leis tinham como abordagem regulatória estas três regras básicas: necessidade de autorização estadual para que os promotores de ofertas de valores mobiliários praticassem suas atividades, proibição de práticas fraudulentas e necessidade de aprovação governamental antes da realização da oferta pública de valores mobiliários. As legislações estaduais também requeriam que houvesse uma análise do “mérito” da oferta realizada, pela qual o governo estadual faria a análise sobre o grau de risco do investimento a ser ofertado ao público e se seus respectivos empreendedores não estavam a obter lucros

¹³⁹ Cf.: “An early account of the origins of the term is reported in Louis Loss & Edward Cowett, *Blue Sky Law* 7 n. 22 (1958): “The State of Kansas, most wonderfully prolific and rich in farming products, has a large proportion of agriculturists not versed in ordinary business methods. The State was the hunting ground of promoters of fraudulent enterprises; in fact their frauds became so barefaced that it was stated that they would sell building, lots in the blue sky in fee simple. Metonymically they became known as blue sky merchants, and the legislation intended to prevent their frauds was called Blue Sky Law.” in *Cases and Materials on Corporations*, 8ª ed., Nova Iorque, Wolters Kluwer Law & Business, 2013, p. 296.

*excessivos com essa oferta. Os próprios autores evidenciam que essa análise de mérito teve por base uma premissa diferente daquela posteriormente adotada pela legislação federal americana, que foi no sentido de obrigar o disclosure, a divulgação de informações para que a tomada de decisão de investimentos pudesse ser feita pelos investidores.*¹⁴⁰

Com o passar do tempo, os autores explicam que uma nova lei americana, a *Securities Litigation Uniform Standards Act, de 1998*, proibiu que as famosas *class actions* americanas fossem baseadas em disposições dos *Blue Sky Statutes*, deixando aos investidores a possibilidade de recorrerem aos comandos legais nelas previstos unicamente nas hipóteses de ação direta do investidor contra a companhia, mas não através das *class actions*.¹⁴¹

Os mesmos autores citados acima mencionam que os regulamentos das duas principais bolsas de valores americanas, a New York Stock Exchange e a Nasdaq, sigla utilizada para abreviar o *Sistema Automático de Cotações da Associação Nacional dos Corretores de Valores Mobiliários (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System)* também foram importantes para criar o ambiente regulatório de divulgação de informações pelas companhias abertas, sendo a sua maior diferença, em relação ao que estava previsto no *Securities Act* e no *Exchange Act*, a obrigatoriedade de divulgação de informações relevantes periódicas de forma contínua.

Mas o *Securities Act*, como será detalhado a seguir, tratava do registro inicial dos valores mobiliários ofertados a negociação. Isso quer dizer, em outras palavras,

¹⁴⁰ Cf.: “Blue Sky statutes have followed three basic regulatory approaches: (1) many impose state licensing requirements on brokers, dealers, salespeople, and investment advisers; (2) most contain provisions prohibiting fraudulent practices; and (3) most require state registration of the securities to be sold in-state. (...) While the federal system of securities regulation is based primarily on a philosophy of disclosure, some state blue sky laws provide for review, by a commission of administrator, of the merits of a particular securities issue. This “merit review” focuses on whether the offering is too risky to be marketed to investors in that jurisdiction and on whether insiders appear to be making unfair or excessive profits. For example, some states may restrict the amount of stock that can be sold at a discounted price below the public offering price (so-called cheap stock or promotional stock) to promoters and insiders in the belief that they are unfairly exploiting their position.” in *Cases and Materials on Corporations cit.* (nota 139 supra), p. 297.

¹⁴¹ Cf.: “In 1998, Congress further pruned the reach of the blue sky laws by preempting any private cause of action under state law for securities fraud, whether based on the common law or any state statute. (...) Essentially, it applies only to class actions or certain consolidated or multiple-party proceedings that resemble a class action. Thus, an individual investor can still sue in state or federal court based on a “blue sky” cause of action.” in *Cases and Materials on Corporations cit.* (nota 139 supra), p. 297.

que a prestação de informações ao mercado após o registro inicial não era o foco principal da regulação introduzida pelo *Securities Act*.

Segundo CHOPER-COFFEE e GILSON, *a estratégia básica adotada pelo Securities Act foi a criação de um sistema mandatório de divulgação de informações (disclosure), limitado à oferta inicial da companhia, que partia da premissa de que, se os investidores fossem providos de informações relevantes sobre o valor mobiliário ofertado, não haveria vantagens competitivas decorrentes da posse de informações não divulgadas ao mercado e, por consequência, os valores mobiliários não receberiam sobrepreço*. Além disso, segundo os mesmos autores, *o Securities Act expandiu as definições até então existentes sobre o conceito de fraude, através das seguintes medidas: (1) criando a responsabilidade da companhia emissora por omissões e informações falsas divulgadas nos documentos da oferta; (2) tornando as pessoas envolvidas com a oferta (como os diretores e conselheiros da emissora) responsáveis pela falha do emissor em divulgar informações obrigatórias, obrigatórias salvo nas hipóteses em que eles pudessem comprovar que referidas omissões não podiam ser por eles detectadas*.¹⁴²

O método utilizado pelo *Securities Act* para atingir esse objetivo de que aos investidores fossem disponibilizadas as informações relevantes sobre o emissor e sobre o valor mobiliário ofertado foi a determinação de que essas informações relevantes estivessem contidas em um documento único, o prospecto, para entrega ao investidor antes da sua decisão de investimento. É válido conferir como essas ideias estão materializadas no *Securities Act*, como se passa a demonstrar.

6.4 O Regramento do *Securities Act* de 1933

O regramento introduzido pelo *Securities Act*, inovador para a época, e vigente até os dias de hoje, determinou a necessidade de registro perante a *Securities and*

¹⁴² Cf.: “the basic strategy of the 33’ Act was to create a system of mandatory affirmative disclosure – limited in scope, to be sure, to the initial distribution of securities – to supplement the preexisting negative law of fraud. The premise was that if investors were provided with all material information about the security to be offered, there would be no unfair informational advantages and the security would not be overpriced. The ’33 Act also greatly expanded on the common law’s definition of actionable fraud by (1) holding the issuing corporation strictly liable for material misrepresentations or omissions in its offering documents, and (2) making those who participated in the offering (including the issuers’ officers and directors) liable for the issuer’s failure to disclose unless they could satisfy the burden of proving that any such material error or omission could not have been reasonably detected by them.” in *Cases and Materials on Corporations cit.* (nota 139 supra), p. 293.

Exchange Commission de ofertas iniciais de distribuição pública de valores mobiliários. Dessa forma, a oferta ao público de valores mobiliários deixou de ser uma atividade livre e passou a ser uma atividade a requerer autorização da SEC para ser efetivada. As regras correlatas a esse registro e à essa autorização vieram acompanhadas de outras regras que determinavam a divulgação de informações necessárias para a avaliação do valor mobiliário ofertado. Como será demonstrado a seguir, essas regras estavam, e continuam a estar, diretamente relacionadas com a oferta pública inicial da companhia e não tratam das situações de divulgação periódica de informações, a alimentar o mercado secundário dos valores mobiliários anteriormente distribuídos.

Como de praxe no Direito americano, o *Securities Act* inicia por trazer definições e atribuir significados para palavras correlatas ao tema que pretende regular. Essa atribuição de significados às palavras pode aumentar ou diminuir o escopo de atuação da própria norma. De forma semelhante à tipicidade do Direito Penal, a conceituação aplicada para determinadas palavras, na prática, amplia ou diminui o rol de situações de possibilidade de agir ou, ao contrário, aumenta a restrição de atuação que passa a estar adstrita à amplitude conceitual prevista na própria definição. Essa ideia de restrição e ampliação pode ser vista com base na própria definição de valor mobiliário (*security*) feita pelo *Securities Act*, nos termos da qual, com todo o cuidado para não escrever uma frase redundante, a definição diz que *security*, para fins da lei, é *security*. Nos termos do item (1) da *Section 2* do *Securities Act*, *valor mobiliário significa qualquer nota, ação, ação em tesouraria, futuros, swaps, títulos de dívida, debênture, prova de dívida, certificado de juros ou de participação em qualquer contrato de divisão de lucros, certificados colaterais de trust, certificados correlatos a uma subscrição ou organização pré-operacional, ação transferível, contrato de investimento, certificado de voto em trust, certificado de depósito de valor mobiliário, fração indivisível de juros em petróleo, gás ou outros direitos minerais, opção de venda, compra, ainda que com valor fixado, privilégio sobre qualquer valor mobiliário, certificado de depósito, grupo ou índice de valores mobiliários (inclusive juros sobre os mesmos) ou qualquer opção de venda, compra, ainda que a preço fixo, ou privilégio negociado em uma bolsa de valores mobiliários nacional que seja refere a moeda estrangeira, ou, em geral, qualquer contrato de juros ou instrumento usualmente conhecido como “security”, ou qualquer certificado de juros ou participação em, temporariamente, receber por, garantir*

ou direito de subscrever ou adquirir quaisquer dos [títulos] mencionados.¹⁴³ Dessa forma, ao ampliar o conceito de *security*, o legislador americano, na prática, ampliou o rol de situações reguladas e passíveis de correção, punição e autorização para sua prática por parte do Estado.

O mesmo racional de amplitude de significado pode ser visto nas demais definições feitas pelo *Securities Act*, dentre as quais se destacam as definições de pessoa (*person*), *que inclui praticamente qualquer pessoa natural ou jurídica, ainda que não constituída formalmente, nas palavras da própria definição, um governo ou uma subdivisão política do mesmo*¹⁴⁴; de venda (*sale* ou *sell*) *para incluir qualquer contrato de venda ou de cessão de valores mobiliários ou de juros decorrentes de valores mobiliários*¹⁴⁵; de emissor (*issuer*), *como sendo aquele que emite ou se propõe a emitir valores mobiliários*¹⁴⁶, de prospecto (*prospectus*), *significando o qualquer prospecto, informativo, circular, anúncio, carta, ou comunicação, escrita ou por rádio ou televisão, que oferta qualquer valor mobiliário para venda ou confirme a venda de qualquer valor mobiliário.*¹⁴⁷

Dessa forma, como visto a partir das definições acima, qualquer pessoa que esteja a vender um valor mobiliário através de um prospecto estará a praticar uma

¹⁴³ Cf. “Section 2. (1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.”

¹⁴⁴ Cf.: “Section 2. (2) The term “person” means an individual, a corporation, a partnership, an association, a joint-stock company, a trust, any unincorporated organization, or a government or political subdivision thereof. As used in this paragraph the term “trust” shall include only a trust where the interest or interests of the beneficiary or beneficiaries are evidenced by a security.”

¹⁴⁵ Cf.: “Section 2. (3) The term “sale” or “sell” shall include every contract of sale or disposition of a security or interest in a security, for value”.

¹⁴⁶ Cf.: “Section 2. (4) The term “issuer” means every person who issues or proposes to issue any security”.

¹⁴⁷ Cf.: “Section 2. (10) The term “prospectus” means any prospectus, notice, circular, advertisement, letter, or communication, written or by radio or television, which offers any security for sale or confirms the sale of any security (...).”

conduta que se encaixa dentro das condutas que passaram a ser reguladas pelo *Securities Act* de 1933. Porém, o enquadramento de condutas como sujeitas à regulação pelo *Securities Act* foi apenas uma medida preparatória para o novo regramento do mercado de valores mobiliários que foi introduzido em 1933.

A primeira inovação, já que se estava a falar da primeira tentativa de regulação do tema com base no Direito federal, foi a criação da necessidade de que a oferta somente se realizasse após o deferimento de um registro da oferta por parte da *Securities and Exchange Commission*, com base no documento que o *Securities Act* chamou de *registration statement*, ou declaração de registro em tradução livre, apresentado pelo emissor à SEC e necessariamente assinado pelo emissor, por seu administrador principal ou administradores, pelo diretor financeiro, pelo diretor de controladoria ou pelo contador responsável, bem como pela maioria dos membros do Conselho de Administração.¹⁴⁸

As inovações previstas pelo *Securities Act* no que se refere ao tema da divulgação de informações por parte dos emissores (*issuers*, na linguagem da lei, como acima demonstrado) estavam, e continuam a estar, relacionadas com a divulgação de um conjunto mínimo de informações aptas a permitirem ao público investidor uma melhor compreensão sobre as atividades e critérios utilizados pelo emissor para a precificação dos valores mobiliários emitidos, lembrando-se que, quando se fala do *Securities Act*, se está a falar de divulgação de informações por ocasião do registro inicial ou primeira emissão da companhia.

Nesse contexto, o *Securities Act* inovou ao exigir que o pedido de registro do valor mobiliário a ser objeto da distribuição pública fosse acompanhado de uma listagem de documentos obrigatórios, a variar conforme se tratasse de emissão feita por um governo estrangeiro ou não, mas sempre acompanhada de comprovações feitas por avaliadores, engenheiros, contadores ou quaisquer profissionais que tenham autoridade profissional para

¹⁴⁸ Cf.: “REGISTRATION OF SECURITIES AND SIGNING OF REGISTRATION. STATEMENT. Section 6. (a) Any security may be registered with the Commission under the terms and conditions hereinafter provided, by filing a registration statement in triplicate, at least one of which shall be signed by each issuer, its principal executive officer or officers, its principal financial officer, its comptroller or principal accounting officer, and the majority of its board of directors or persons performing similar functions.”

emitir uma opinião técnica sobre algum ativo ou aspecto técnico correlato à precificação do valor mobiliário objeto de oferta.¹⁴⁹

Até aqui, embora interessante para fins regulatórios, a apresentação de documentos e certificações de avaliação pode se mostrar como uma medida adequada. Porém, referida medida, no contexto da estratégia legal adotada pelo *Securities Act* não pode ser vista de forma isolada ou como algo que se encerrava em si mesma. É que, na prática, há uma dupla função nessa obrigação de se trazer comprovações de certificações de avaliações utilizadas para fins de valoração do emissor ou do valor mobiliário emitido e o seu caráter preparatório, para fins de responsabilização civil daqueles que certificaram algo que funcionou como elemento de dano informacional, é a estratégia legal de combate ao próprio dano informacional.

É que o *Securities Act* traz a responsabilização pessoal dos administradores do emissor e daqueles que, com sua autoridade profissional, certificaram ou confirmaram determinadas informações que foram inseridas no pedido de registro da distribuição dos valores mobiliários. Ou seja, o *Securities Act* trouxe responsabilidade pessoal para os administradores e para os terceiros envolvidos com a certificação de informações utilizadas pelo emissor para informar o mercado sobre a sua situação ou a situação dos valores mobiliários emitidos, conforme pode ser visto na Section 11 do *Securities Act*:

¹⁴⁹ Cf. “INFORMATION REQUIRED IN REGISTRATION STATEMENT. SEC. 7. (a) INFORMATION REQUIRED IN REGISTRATION STATEMENT.— (1) IN GENERAL.—The registration statement, when relating to a security other than a security issued by a foreign government, or political subdivision thereof, shall contain the information, and be accompanied by the documents, specified in Schedule A, and when relating to a security issued by a foreign government, or political subdivision thereof, shall contain the information, and be accompanied by the documents, specified in Schedule B; except that the Commission may by rules or regulations provide that any such information or document need not be included in respect of any class of issuers or securities if it finds that the requirement of such information or document is inapplicable to such class and that disclosure fully adequate for the protection of investors is otherwise required to be included within the registration statement. If any accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, is named as having prepared or certified any part of the registration statement, or is named as having prepared or certified a report or valuation for use in connection with the registration statement, the written consent of such person shall be filed with the registration statement. If any such person is named as having prepared or certified a report or valuation (other than a public official document or statement) which is used in connection with the registration statement, but is not named as having prepared or certified such report or valuation for use in connection with the registration statement, the written consent of such person shall be filed with the registration statement unless the Commission dispenses with such filing as impracticable or as involving undue hardship on the person filing the registration statement.”

<i>Securities Act</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>CIVIL LIABILITIES ON ACCOUNT OF FALSE REGISTRATION STATEMENT.</p> <p>SEC. 11. (a) In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue- (1) every person who signed the registration statement; (2) every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in, the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted; (3) every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions or partner; (4) every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement,</p>	<p>RESPONSABILIDADE CIVIL DECORRENTE DE PEDIDO DE REGISTRO FALSO. Art. 11. (a) Na hipótese em que qualquer parte do pedido de registro, quando essa parte se tornar efetiva, contiver uma afirmação falsa de um fato relevante ou omitido para fazer declaração de fato relevante necessária de ser feita no pedido ou necessária de ser feita para que as demais declarações lá feitas não fossem equivocadas, qualquer pessoa que adquiriu o valor mobiliário (a menos que se prove que, à época da aquisição ele sabia dessa inverdade ou omissão) pode, baseada no Direito ou na equidade, em qualquer corte de jurisdição competente, processar- (1) qualquer pessoa que tenha assinado o pedido de registro; (2) qualquer pessoa que fosse um conselheiro da (ou pessoa desempenhando funções similares) ou sócio do emissor no momento do protocolo da parte do pedido de registro com a qual a responsabilidade civil é alegada; (3) qualquer pessoa que, com o seu consentimento, esteja nomeada no pedido de registro como sendo ou prestes a se tornar um conselheiro, pessoa realizando funções similares ou sócio; <u>(4) todo contador, engenheiro, ou avaliador ou qualquer pessoa cuja profissão lhe dê autoridade na declaração feita por ele, que com o seu consentimento tenha sido</u></p>

<p>with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him; (5) every underwriter with respect to such security.</p>	<p><u>nomeado como aquele que preparou ou certificou qualquer parte do pedido de registro, ou que tenha preparado ou certificado qualquer relatório ou avaliação que é usada em relação ao pedido de registro, relatório ou avaliação, que demonstre que tenha sido preparada ou certificada por ele;</u> (5) qualquer underwriter (coordenador da oferta) com relação a esse valor mobiliário.</p>
<p>(...) (b) Notwithstanding the provisions of subsection (a) no person, other than the issuer, shall be liable as provided therein who shall sustain the burden of proof— (1) that before the effective date of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted (A) he had resigned from or had taken such steps as are permitted by law to resign from, or ceased or refused to act in, every office, capacity, or relationship in which he was described in the registration statement as acting or agreeing to act, and (B) he had advised the Commission and the issuer in writing that he had taken such action and that he would not be responsible for such part of the registration statement; (...)"</p>	<p>(...) (b) Sem prejuízo das disposições da subseção (a), nenhuma pessoa, outra que o emissor, será responsabilizada de acordo com estas disposições se sustentar e provar- (1) que antes da data efetiva na qual a parte do pedido de registro em relação à qual a sua responsabilidade é atribuída (A) ele renunciou ou tomou as medidas que são permitidas pela lei para renunciar, ou terminou ou se recusou a agir, em qualquer escritório, capacidade ou relação na qual ele foi mencionado no pedido de registro como tendo agido ou concordado com, e (B) ele tenha comunicado a Comissão e o emissor por escrito que ele praticou essa atitude e que ele não seria responsável por essa parte do pedido de registro; (...)"</p>

A mesma estratégia legal é também utilizada pelo *Securities Act* em seu art. 12, ao prever o dever de indenizar pela responsável por fazer uma venda de um valor mobiliário através de prospecto ou comunicação oral *baseada em declaração não verdadeira de um fato relevante ou baseada em omissão de fato relevante necessário de ser divulgado porque relacionado com tornar verdadeiras as declarações feitas no prospecto*, valendo conferir o texto normativo em questão:

<i>Securities Act</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>CIVIL LIABILITIES ARISING IN CONNECTION WITH PROSPECTUSES AND COMMUNICATIONS. SEC. 12. IN GENERAL.—Any person who— (1) offers or sells a security in violation of section 5, or (2) offers or sells a security (...), by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails, by means of a prospectus or oral communication, which includes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading (the purchaser not knowing of such untruth or omission), and who shall not sustain the burden of proof that he did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission, shall be liable, subject to subsection (b), to the person purchasing such security from him, who may sue either at law or in equity in any court of competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, (...) upon the tender of such security, or for damages if he no longer owns the security. (b) LOSS CAUSATION.—In an action described in</p>	<p>RESPONSABILIDADE CIVIL COM RELAÇÃO A PROSPECTOS E COMUNICAÇÕES. ART. 12. EM GERAL.- Qualquer pessoa que- (1) oferte ou <u>venda um valor mobiliário</u> em violação do art. 5, ou (2) ofereça ou venda um valor mobiliário (...), por qualquer meio ou instrumentos de transporte ou comunicação em operações de comércio interestadual, <u>com utilização de prospectos</u> ou <u>comunicações orais, que incluam uma declaração não verdadeira de um fato relevante ou omita a afirmação de um fato relevante necessário para se fazer as declarações feitas, conforme as circunstâncias em que foram feitas, não enganosas</u> (o comprador não conhecendo essa inverdade ou omissão), e que não sustentar o ônus de provar que ele não tinha conhecimento, e no exercício cuidadoso não teria sabido dessa inverdade ou omissão, <u>deve ser considerado como responsável, sujeito à subseção (b), em relação à pessoa adquirente do valor mobiliário, que poderá processar baseado no Direito ou na equidade em qualquer tribunal com jurisdição competente, para recuperar a contraprestação paga pelo valor mobiliário com juros,</u> (...) ou por prejuízos se ele não mais for o proprietário do valor mobiliário. (b) CAUSA DO PREJUÍZO.-</p>

<p>subsection (a)(2), if the person who offered or sold such security proves that any portion or all of the amount recoverable under subsection (a)(2) represents other than the depreciation in value of the subject security resulting from such part of the prospectus or oral communication, with respect to which the liability of that person is asserted, not being true or omitting to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statement not misleading, then such portion or amount, as the case may be, shall not be recoverable.</p>	<p>Em uma ação descrita na subseção (a)(2), se a pessoa que ofereceu ou vendeu o valor mobiliário provar que qualquer parcela ou toda a quantia recuperável conforme a subseção (a)(2) represente outro valor que não a depreciação em valor do valor mobiliário resultante dessa parte do prospecto ou comunicação oral, com relação à qual a responsabilidade da pessoa é atribuída, não sendo verdade ou omitindo um fato relevante necessário de ser lá mencionado ou necessário de ser feito para tornar a declaração enganosa, então essa parcela ou quantia, conforme o caso, não deverá ser recuperável.</p>
--	--

As partes propositalmente deixadas em destaque sublinhado na tradução livre do art. 12 do *Securities Act* evidenciam o núcleo central da estratégia legal de combate ao dano informacional efetivada pelo *Securities Act* de 1933: todo documento de venda de valor mobiliário se encaixa no conceito de “prospecto” definido pelo próprio *Securities Act*, informações falsas ou omitidas no prospecto que gerem dano ao adquirente do valor mobiliário geram direitos indenizatórios para o adquirente. Como será demonstrado quando da análise do *Securities Exchange Act* de 1934, a proteção criada pelo *Securities Act* de 1933 estava direcionada ao adquirente do valor mobiliário emitido pela companhia, afinal era ela a responsável por preparar o prospecto. Negociações de valores mobiliários feitas após a distribuição inicial feita pela Companhia, como aquelas feitas por alguém que adquiriu um valor mobiliário emitido pela companhia para um terceiro cujo interesse na aquisição se deu em função de informações posteriormente divulgadas ao mercado, sem relação de compra ou subscrição direta com a companhia, mas baseado nas informações por ela divulgadas, não está abrangido por essa proteção do *Securities Act* de 1933.

A opção de criação de um dever reparatório de natureza civil feita pelo *Securities Act* demonstra a existência de um tratamento legal específico para o tema da

fraude informacional e dano informacional dela decorrente. Não há, no Brasil, em termos de lei ordinária civil, qualquer disposição semelhante.

Em relação à classificação entre um direito indenizatório que trouxesse ao investidor lesado uma proteção própria de interesse negativo ou própria de interesse positivo, percebe-se que a opção do legislador americano foi a de preservar o interesse negativo, ou seja, recompor o investidor à posição que estaria se as informações divulgadas fossem verdadeiras, não optando por trazer ao investidor uma proteção de interesse positivo, ou seja, aquela que seria aplicável, hipoteticamente, para considerar os ganhos que seriam auferidos se, no exemplo, houvesse a geração de riqueza a partir dos poços de petróleo inexistentes que a companhia divulgou como existentes.

É fato que a regra geral de responsabilidade civil prevista no Código Civil brasileiro, melhor trabalhada em capítulo mais à frente, permite a indenização decorrente de fraude informacional justamente na medida em que a divulgação correta de informações sobre o valor mobiliário também é um comportamento exigido no Brasil. Porém, a existência de tratamento específico para o tema, cuidadoso o suficiente para descrever a extensão do interesse negativo a ser reconstituído pela indenização (a regra sobre depreciação de valor, juros e indenização em caso de venda do valor mobiliário) serve como uma medida de fácil entendimento para que investidores tenham a segurança de saberem a tutela jurídica que terão em função de danos informacionais, e também permite uma aplicação facilitada da regra por parte de juízes que tenham que analisar demandas correlatas a reparações civis decorrentes de danos informacionais.

O *Securities Act* também traz prazos de prescrição específicos para demandas ajuizadas com base no dano informacional, os quais são os seguintes: *um ano a partir da descoberta de que uma afirmação feita é falsa, ou um ano a partir do período de tempo em que uma descoberta dessa natureza devesse ter sido feita com base em diligência habitual; em não mais que três anos após uma venda do valor mobiliário em questão feita de boa-fé.*¹⁵⁰

¹⁵⁰ Cf.: “LIMITATION OF ACTIONS. SEC. 13. No action shall be maintained to enforce any liability created under section 11 or section 12(a)(2) unless brought within one year after the discovery of the untrue statement or the omission, or after such discovery should have been made by the exercise of reasonable diligence, or, if the action is to enforce a liability created under section 12(a)(1), unless brought within one year after the

O *Securities Act* traz uma disposição interessante, em seu art. 14, diretamente relacionada com a proteção do investidor, *ao declarar como nula qualquer afirmação ou condicionamento feito por uma pessoa (no caso, o adquirente do valor mobiliário) que implique em renúncia de qualquer regulação emitida pelo órgão regulador do mercado de capitais americano ou em contrariedade ao próprio Securities Act.*¹⁵¹

A responsabilidade do controlador por fraudes informacionais na venda (dentro do conceito de “venda” adotado pelo *Securities Act* que, insista-se, inclui o conceito de subscrição) foi expressamente prevista no texto normativo. Não que a responsabilidade do controlador seja algo inédito para a lei brasileira, uma vez que presente nos artigos 115 (responsabilidade do acionista controlador por exercício abusivo do direito de voto), 116 (deveres do controlador para fazer com que a companhia realize o seu objeto e cumpra sua função social, e deveres para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua) e 117 (responsabilidade do controlador por abuso de poder) da Lei 6.404/76, mais difundida nas relações civis em função do art. 28 do Código de Defesa do Consumidor (desconsideração da personalidade jurídica em benefício do consumidor), e melhor disciplinada sob o enfoque da desconsideração da personalidade jurídica pelo art. 50 do Código Civil e pelo art. 133 do Código de Processo Civil (incidente próprio de desconsideração de personalidade jurídica).

O aspecto interessante decorre do fato dessa responsabilidade ter sido prevista no ano de 1933 e criada legalmente para proteger contra fraudes informacionais na venda de valores mobiliários pelos emissores.

A proteção está no art. 15 do *Securities Act*, sob o título expresso de “Responsabilidade das Pessoas Controladoras”, e determinando que *qualquer pessoa que, através da propriedade acionária, relação de agência, ou por outra forma, ou ainda em*

violation upon which it is based. In no event shall any such action be brought to enforce a liability created under section 11 or section 12(a)(1) more than three years after the security was bona fide offered to the public, or under section 12(a)(2) more than three years after the sale.”

¹⁵¹ Cf.: “CONTRARY STIPULATIONS VOID. SEC. 14. Any condition, stipulation, or provision binding any person acquiring any security to waive compliance with any provision of this title or of the rules and regulations of the Commission shall be void.”

*decorrência de um contrato ou entendimento com uma ou mais pessoas, controle quaisquer das pessoas tidas como responsáveis nos termos dos artigos 11 e 12, deverá ser conjuntamente, e na mesma extensão da pessoa controlada, considerada como passível de responsabilização perante o prejudicado pela conduta do controlado. Há excludente de responsabilidade prevista pelo mesmo art. 15 quando o controlador não tinha conhecimento dos ou bases para acreditar na existência fatos pelos quais se está a imputar responsabilidade à pessoa controlada.*¹⁵²

Um comentário sobre a legalidade de uma lei como o *Securities Act* guarda relação direta com o seu art. 17, que trata da fraude na venda de valores mobiliários em negócios interestaduais.

Uma federação verdadeira de estados, como é o caso dos Estados Unidos, permite que a competência legislativa, em termos de matérias passíveis de serem reguladas pelo Direito estadual, dê realce ao poder legislativo dos estados. Porém, nesse contexto de relevância ao Direito estadual, a Constituição americana prevê a competência legislativa federal para assuntos que se refiram à regulação do comércio interestadual. Essa disposição, prevista na Seção 8 do Artigo I da Constituição americana (*O Congresso tem poderes para: (...) regular o Comércio com nações estrangeiras, entre os diversos Estados [estados federados], e com as Tribos Indígenas*)¹⁵³, na prática, confere um poder legislativo muito grande ao Congresso porque, em tese, qualquer normativo que, de alguma forma, se refira a um tema que envolva comércio interestadual, ainda que indiretamente, poderá ser elaborado no plano federal com aplicação dentro dos estados membros da federação.

¹⁵² Cf.: “LIABILITY OF CONTROLLING PERSONS SEC. 15. (a) CONTROLLING PERSONS.—Every person who, by or through stock ownership, agency, or otherwise, or who, pursuant to or in connection with an agreement or understanding with one or more other persons by or through stock ownership, agency, or otherwise, controls any person liable under section 11 or 12, shall also be liable jointly and severally with and to the same extent as such controlled person to any person to whom such controlled person is liable, unless the controlling person had no knowledge of or reasonable ground to believe in the existence of the facts by reason of which the liability of the controlled person is alleged to exist.”

¹⁵³ Cf.: “Article I. (...) Section 8. The Congress shall have Power: (...) To lay and collect Taxes, Duties, Imposts and Excises, to pay the Debts and provide for the common Defense and general Welfare of the United States; but all Duties, Imposts and Excises shall be uniform throughout the United States; To borrow Money on the credit of the United States; To regulate Commerce with foreign Nations, and among the several States, and with the Indian Tribes; (...).”

Portanto, é a partir dessa base de regulação de comércio interestadual que o artigo 17 do *Securities Act* traz o conceito de negócios interestaduais fraudulentos:

<i>Securities Act</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>“FRAUDULENT INTERSTATE TRANSACTIONS. SEC. 17. (a) It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities (...) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly— <u>(1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or (2) to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or (3) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser.</u> (b) It shall be unlawful for any person, by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by the use of the mails, to publish, give publicity to, or circulate any notice, circular, advertisement, newspaper, article, letter, investment service, or communication which, though not purporting to offer a security for sale, describes such security for a consideration received or to be received,</p>	<p>NEGÓCIOS INTERESTADUAIS FRAUDULENTOS. SEC. 17. (a) É ilegal para qualquer pessoa na oferta ou venda de qualquer valor mobiliário (...) através da utilização de qualquer expediente ou instrumento de transporte ou comunicação no comércio interestadual ou com o uso de correspondências, direta ou indiretamente— <u>(1) empregar qualquer estratégia, esquema, ou artificio ou forma de obtenção ilegal de recursos, ou (2) obter dinheiro ou bens através de uma declaração falsa feita com relação a um fato relevante necessário de ser feito em relação à afirmação feita, em razão das circunstâncias sob as quais foram feitas, não equivocadas; ou (3) empenhar-se em qualquer negócio, prática ou forma de realização de negócios que opere ou deveria operar como fraude ou dolo contra o adquirente.</u> (b) É ilegal para qualquer pessoa, através do uso de qualquer instrumento de transporte ou comunicação em comércio interestadual ou pelo uso de correspondências, publicar, dar publicidade a, ou circular qualquer aviso, circular, anúncio, jornal, artigo, carta, serviço de investimento, ou comunicação com a qual, apesar de não se constituir em um documento de suporte para a oferta de um</p>

directly or indirectly, from an issuer, underwriter, or dealer, without fully disclosing the receipt, whether past or prospective, of such consideration and the amount thereof. (...)”	valor mobiliário para venda, descreva esse valor mobiliário em troca de contraprestação recebida ou a ser recebida, direta ou indiretamente, do emissor, do coordenador da oferta (underwriter), ou negociador, sem divulgar completamente o recebimento, tanto no passado quanto no futuro, dessa contraprestação e de seu respectivo valor (...)
---	--

O esquema normativo do art. 17 acima mencionado traz o ganho financeiro decorrente de fraude como situação ilegal e, portanto, proibida, por si só. Não são colocados outros elementos que poderia fragilizar esse carácter de suficiência da fraude como situação proibida, tal como poderia ocorrer com a colocação da fraude como um meio para promover alterações na cotação do valor mobiliário. Quanto mais elementos forem colocados, mais distante fica o combate para a fraude em si.

Além de estratégias normativas, para se recorrer a uma expressão já utilizada acima, também se defende que o bom texto normativo seja aquele que, ao mesmo tempo, não traga dúvidas sobre a sua interpretação, e traga elementos que permitam, de forma antecipada, impedir comportamentos de fuga de suas próprias disposições. É dentro desse conceito que o *Securities Act*, em seu art. 23, elimina, “na largada”, qualquer argumento de que o registro de uma oferta de distribuição de valores mobiliários seria equivalente a um grande “de acordo”, por parte do órgão regulador do mercado de capitais, quanto a todos os aspectos da oferta realizada, determinando, a título de “Afirmções Ilegais”, que *nem o fato do pedido de registro de um valor mobiliário ter sido arquivado ou estar em vigência, ou ainda o fato de que uma ordem de proibição não esteja em vigor, deverão ser considerados como uma manifestação do entendimento da SEC, órgão regulador do mercado de capitais, de que o pedido de registro é verdadeiro e correto ou que eles não contenham uma afirmação falsa ou omita a declaração de um fato relevante, ou signifique que a SEC tenha analisado ou aprovado o mérito do valor mobiliário.*

*Qualquer declaração feita a um possível adquirente de valor mobiliário em contrariedade a essas disposições será considerada como ilegal.*¹⁵⁴

Como mencionado, o *Securities Act* de 1933 foi um diploma legal trazido para combater a situação de recessão econômica vivida à época. O *Securities Act* trouxe inovações focadas na divulgação inicial de informações feita pelo emissor no momento do registro de seus valores mobiliários para distribuição. Para as divulgações pós distribuição inicial, o regime jurídico foi introduzido pelo *Securities Exchange Act* de 1934.

6.5 O Regramento do *Securities Exchange Act* de 1934

Posteriormente à edição do *Securities Act*, em 1934, foi promulgado o *Securities Exchange Act*, cuja importância para o mercado de capitais pode ser centrada na criação de um órgão regulador para o mercado de capitais, a *Securities and Exchange Commission*, com poderes regulatórios, detalhados o suficiente para permitirem que a *Commission* regulasse o registro de emissões, de empresas integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, bem como as bolsas de valores, às quais a lei americana se refere como organizações auto regulatórias, dentre as quais destacam-se as famosas Bolsa de Nova Iorque (New York Stock Exchange) e Nasdaq.

Na mesma linha de inovação relevante para o mercado de capitais, o *Securities Exchange Act* de 1934 também criou obrigações de divulgação de informações por parte dos emissores de valores mobiliários, com atribuição de responsabilidade decorrente de seus atos, e conferindo poderes para que a SEC regulasse a divulgação de informações por parte dos emissores.

Como forma de estratégia legal de interesse, o *Securities Exchange Act* inicia seu texto afirmando *a necessidade de regulação do mercado de capitais*, considerando que *negócios com valores mobiliários em bolsas de valores e no mercado de balcão são*

¹⁵⁴ Cf.: “UNLAWFUL REPRESENTATIONS. SEC. 23. Neither the fact that the registration statement for a security has been filed or is in effect nor the fact that a stop order is not in effect with respect thereto shall be deemed a finding by the Commission that registration statement is true and accurate on its face or that it does not contain an untrue statement of fact or omit to state a material fact, or be held to mean that the Commission has in any way passed upon the merits of, or given approval to, such security. It shall be unlawful to make, or cause to be made, to any prospective purchaser any representation contrary to the foregoing provisions of this section. shall be subject to the restrictions and limitations of section 2A(b) of this title.”

*realizados com um interesse público nacional, o que torna necessário regular e controlar as atividades realizadas, inclusive através da regulação dos negócios feitos por administradores e detentores de valores mobiliários, exigir a divulgação de relatórios, remover impedimentos e aperfeiçoar os mecanismos de um sistema nacional de mercado para os valores mobiliários e um sistema nacional para a liquidação de negócios com valores mobiliários, e impor requerimentos necessários para tornar a regulação e controle razoavelmente completas e efetivas de forma a proteger o comércio interestadual, o crédito nacional, o poder federal de tributar, e proteger e tornar mais efetivo o sistema bancário nacional e fomentar a manutenção de mercados justos e honestos nesses negócios.*¹⁵⁵ O mesmo artigo 2 do *Securities Exchange Act* também reconheceu, *como parte do suporte fático necessário para a atuação legal, que emergências nacionais, que produzem largo desemprego e deslocação do comércio, transporte e indústria de seus patamares normais, trazem ônus para o comércio interestadual e afetam adversamente o bem-estar social, são precipitadas, intensificadas e prolongadas pela manipulação e repentina e não razoável flutuação da cotação dos valores mobiliários em decorrência de especulação excessiva nas bolsas e mercados, e, para combater essas emergências, o Governo Federal é obrigado a despesas relevantes assim como a onerar o sistema de crédito nacional.*¹⁵⁶

Alguns comentários sobre este artigo inicial do *Securities Exchange Act* merecem ser feitos. Inicialmente, vale destacar que não houve timidez do legislador americano em afirmar a importância do mercado de capitais para a Economia americana e a necessidade de sua regulação. Esse posicionamento é particularmente interessante quando se parte da premissa de que, além de criar um regramento normativo que permita o

¹⁵⁵ Cf.: “NECESSITY FOR REGULATION AS PROVIDED IN THIS TITLE. SEC. 2. For the reasons hereinafter enumerated, transactions in securities as commonly conducted upon securities exchanges and over-the-counter markets are effected with a national public interest which makes it necessary to provide for regulation and control of such transactions and of practices and matters related thereto, including transactions by officers, directors, and principal security holders, to require appropriate reports, to remove impediments to and perfect the mechanisms of a national market system for securities and a national system for the clearance and settlement of securities transactions and the safeguarding of securities and funds related thereto, and to impose requirements necessary to make such regulation and control reasonably complete and effective, in order to protect interstate commerce, the national credit, the Federal taxing power, to protect and make more effective the national banking system and Federal Reserve System, and to insure the maintenance of fair and honest markets in such transactions.”

¹⁵⁶ Cf.: “Section 2. (4) National emergencies, which produce widespread unemployment and the dislocation of trade, transportation, and industry, and which burden interstate commerce and adversely affect the general welfare, are precipitated, intensified, and prolonged by manipulation and sudden and unreasonable fluctuations of security prices and by excessive speculation on such exchanges and markets, and to meet such emergencies the Federal Government is put to such great expense as to burden the national credit.”

atingimento de determinado valor buscado pelo legislador, a positivação dos ideais perseguidos pelo legislador auxilia, também, na formação de um ambiente cultural que estimule a prática dos negócios regulados pela norma que disciplina uma determinada atividade econômica.

É fato que a positivação do *Glass-Steagal Act*, acima mencionada, teve como efeito imediato a diminuição da capacidade operacional dos bancos, pela proibição de acúmulo das funções de banco de investimento e banco comercial, pela imposição de barreiras geográficas à atuação dos bancos e pela separação, na prática igualmente forte, entre atividades bancárias e atividades de seguros.

Um outro efeito decorrente dessa perda de capacidade econômica dos bancos em decorrência do *Glass Steagal* foi a diminuição do papel dos bancos como fornecedores de capital para as atividades empresariais em desenvolvimento desde então, com especial realce para a atividade das ferrovias, em crescimento também na década de 30, e com grande necessidade de capital para ser implementada. Dessa forma, com perspectiva histórica, é possível claramente perceber que a restrição à atividade bancária trouxe como consequência a colocação do mercado de capitais como fonte de recursos para o desenvolvimento empresarial americano, uma vez que a não ida ao mercado representaria, na prática, o desenvolvimento da atividade empresarial unicamente com capital próprio dos empreendedores.

Nesse cenário, pode-se indagar o porquê de um país como um Brasil, fora de momentos de crises específicas em seu mercado de capitais, não incrementar a regulação sobre o mercado de capitais de forma a torná-la mais sofisticada e, por consequência, mais atrativa e facilitadora para a utilização do mercado como fonte de recursos para a Economia nacional. O reconhecimento da relevância do mercado de capitais, tal como feito pelo art. 2 do *Securities Exchange Act* de 1934 é um primeiro passo para o enfrentamento da questão, dentro daquilo que anteriormente foi designado neste Tese como “estratégia legal”, a qual, para ser implementada no Brasil, pode ser feita com base nos exemplos já trazidos e trabalhados pelo *Securities Exchange Act*, como se passa a demonstrar.

As inovações do *Securities Exchange Act* começam, além do reconhecimento da necessidade de existência de um regramento aplicável ao mercado de

capitais, pela própria criação da *Securities and Exchange Commission*, composta por 5 membros indicados pelo Presidente e aprovados pelo Senado, sendo que não mais do que 3 desses membros devem ser membros do mesmo partido político, com as indicações sendo feitas de membros originados de diferentes partidos políticos tanto quanto possível. Há vedações para o cargo de membro da Comissão (Comissário), a quem fica vedada a participação em outros empregos ou negócios, e a quem fica vedada a participação em negócios no mercado de ações ou em negócios regulados pela Comissão. O prazo de mandato é de 5 anos.¹⁵⁷

Outra inovação trazida pelo *Securities Exchange Act* de 1934 foi a tipificação da manipulação de mercado. Pela relevância da referida tipificação, e seu eventual subsídio para esta Tese, apresenta-se o texto do artigo e comentários abaixo.

<i>Securities Exchange Act de 1934</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>“PROHIBITION AGAINST MANIPULATION OF SECURITY PRICES. SEC. 9. (a) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, (...)— (1) For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security other than a government security, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, (A) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership</p>	<p>PROIBIÇÃO CONTRA MANIPULAÇÃO DE COTAÇÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS. Art. 9. (a) É ilícito para qualquer pessoa, direta ou indiretamente (...) (1) Para criar uma falsa ou enganosa aparência de atividade de negociação de qualquer valor mobiliário distinto de um valor mobiliário governamental, ou uma falsa ou enganosa aparência relacionada ao mercado [de negociação] de um valor mobiliário, (A) realizar qualquer negócio com esse valor mobiliário que não envolva</p>

¹⁵⁷ Cf.: “SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. SEC. 4. (a) There is hereby established a Securities and Exchange Commission (hereinafter referred to as the “Commission”) to be composed of five commissioners to be appointed by the President by and with the advice and consent of the Senate. Not more than three of such commissioners shall be members of the same political party, and in making appointments members of different political parties shall be appointed alternately as nearly as may be practicable. No commissioner shall engage in any other business, vocation, or employment than that of serving as commissioner, nor shall any commissioner participate, directly or indirectly, in any stock-market operations or transactions of a character subject to regulation by the Commission pursuant to this title. Each commissioner shall hold office for a term of five years and until his successor is appointed and has qualified, except that he shall not so continue to serve beyond the expiration of the next session of Congress subsequent to the expiration of said fixed term of office (...)”

<p>thereof, or (B) to enter an order or orders for the purchase of such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties, or (C) to enter any order or orders for the sale of any such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties (...)"</p>	<p>mudança na sua propriedade em benefício, ou (B) realizar ordem ou ordens de compra desse valor mobiliário com o conhecimento de que uma ordem ou ordens substancialmente na mesma quantia, substancialmente ao mesmo tempo, e substancialmente pelo mesmo preço, para a venda desse valor mobiliário, foi ou será feita por partes distintas, ou (C) realizar qualquer ordem ou ordens de venda com o conhecimento de ordem ou ordens substancialmente na mesma quantia, substancialmente ao mesmo tempo, e substancialmente pelo mesmo preço, para a venda desse valor mobiliário, que foi ou será feita por partes distintas (...)"</p>
--	--

Como se pode perceber da definição da manipulação de mercado pelo *Securities Exchange Act* de 1934, a manipulação de mercado envolve atividade distinta da fraude informacional. O dano informacional é causado pela elevação ou baixa da cotação do valor mobiliário em decorrência da conduta de manipulação e não da conduta de fraude.

O Direito americano, como pode ser percebido, cuidou para que a manipulação estivesse definida no próprio texto legal, o que favorece a conclusão sobre a subsunção, ou não, de condutas dentro da sua previsão legal conceitual.

O Direito brasileiro, como visto no capítulo anterior, não fez essa conceituação e o subsídio do Direito americano serve ao propósito de se afastar a fraude informacional do esquema normativo previsto pela Lei 6.385 para o crime de manipulação de mercado.

Temas de interesse jurídicos outros à parte, no que interessa ao tema de estudo desta Tese, a inovação, talvez não tão pretendida conforme o resultado que originou,

mas significativa porque continua a ser um dos principais temas da ordem do dia para o mercado de capitais, foi a constante do art. 10 do *Securities Exchange Act*, que passou a prever a responsabilidade por danos decorrentes de negócios com valores mobiliários praticados dentro daquilo que esta Tese chama de fraude informacional, já não mais aplicável, apenas, no que se referir ao pedido de registro inicial do emissor ou conforme as falsas declarações inseridas no prospecto, conforme as previsões do *Securities Act*, como acima demonstrado.

A base legal mais relevante para a responsabilização do dano informacional, nos Estados Unidos, hoje, é aquela que decorre do art. 10 do *Securities Exchange Act*, que apresenta a fraude informacional como conduta proibida e ilegal, valendo conferir o seu teor:

<i>Securities Exchange Act</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>“REGULATION OF THE USE OF MANIPULATIVE AND DECEPTIVE DEVICES.</p> <p>SEC. 10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange— (a)(1) To effect a short sale, or to use or employ any stoploss order in connection with the purchase or sale, of any security other than a government security, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. (2) Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products. (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any</p>	<p>REGULAÇÃO DO USO DE ARTIFÍCIOS MANIPULADORES E ENGANADORES.</p> <p>Art. 10. É ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, através do uso de qualquer meio ou instrumento do comércio interestadual ou de correspondências, ou de qualquer estrutura de qualquer bolsa de valores mobiliários nacional- (a) (1) Realizar uma venda a descoberto, ou usar ou empregar uma ordem de parada de perdas com relação à compra ou venda de qualquer valor mobiliário que não um valor mobiliário emitido pelo governo, em desconformidade a estas regras e regulações que a Comissão determinar como necessárias ou apropriadas para o interesse público ou para a proteção dos investidores. (2) O parágrafo (1) desta subseção não se aplica aos valores mobiliários na forma de</p>

<p>security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities based swap agreement <u>any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.</u> (c)(1) To effect, accept, or facilitate a transaction involving the loan or borrowing of securities in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”</p>	<p>produtos futuros. (b) Usar ou empregar, em relação à compra ou venda de um valor mobiliário registrado em uma bolsa de valores mobiliários nacional ou em relação a qualquer valor mobiliários ainda não registrado, ou qualquer valor mobiliário baseado em um contrato de swap <u>qualquer artifício manipulador ou enganoso ou artifício em contravenção às regras e regulações que a Comissão poderá determinar como necessárias ou apropriadas para o interesse público ou para a proteção dos investidores.</u> (c) (1) Efetivar, aceitar ou facilitar um negócio envolvendo o empréstimo de valores mobiliários em contravenção a estas regras e regulações que a Comissão determinar como necessárias ou apropriadas para o interesse público ou para a proteção dos investidores.</p>
--	---

A primeira leitura do art. 10 do *Securities and Exchange Act* traz, como primeiras conclusões, que a SEC possui poderes para regular, naquilo que interessar à proteção dos investidores, o combate a artifícios manipuladores ou enganosos, praticados em compras e vendas de valores mobiliários.

A amplitude dessa proibição e sua aplicação ao tema objeto de estudo por esta Tese, por sua vez, só ganharam a posição de realce que possuem hoje alguns anos depois, com a edição de um regulamento pela SEC, qual seja, a famosa *Rule 10 b-5*, baixada pela SEC com base nos poderes que lhe foram concedidos pelo artigo 10 do *Securities and Exchange Act*, abaixo comentada.

Outro artigo de interesse do *Securities and Exchange Act* de 1934 é o art. 18 que traz regra explícita sobre responsabilidade por informação inverídica levada ao

conhecimento do mercado e com base na qual negócios de compra e venda de valores mobiliários foram realizados.

<i>Securities and Exchange Act de 1934</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>“LIABILITY FOR MISLEADING STATEMENTS. SEC. 18. (a) Any person who shall make or cause to be made any statement in any application, report, or document filed pursuant to this title or any rule or regulation thereunder or any undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15 of this title, which statement was at the time and in the light of the circumstances under which it was made false or misleading with respect to any material fact, shall be liable to any person (not knowing that such statement was false or misleading) who, in reliance upon such statement shall have purchased or sold a security at a price which was affected by such statement, for damages caused by such reliance, <u>unless the person sued shall prove that he acted in good faith and had no knowledge that such statement was false or misleading.</u> A person seeking to enforce such liability may sue at law or in equity in any court of competent jurisdiction. In any such suit the court may, in its discretion, require an undertaking for the payment of the costs of such suit, and assess reasonable costs, including reasonable attorneys’ fees, against either party litigant.”</p>	<p>RESPONSABILIDADE POR AFIRMAÇÕES INVERÍDICAS. Art. 18. (a) Qualquer pessoa que faça ou atue para que seja feita qualquer afirmação em qualquer formulário divulgado, relatório ou documento arquivado de acordo com este título [a própria lei, no caso] ou qualquer regra ou regulação decorrente desta lei ou entendimento contido em um pedido de registro tal como mencionado no subitem (d) do art. 15 deste título, cuja afirmação seja, à época e conforme as circunstâncias em que foi feita, considerada falsa ou inverídica com relação a qualquer fato relevante, será considerada responsável perante qualquer pessoa (que não soubesse que essa afirmação era falsa ou inverídica) que, confiando nessa declaração, tenha feito a compra ou venda de um valor mobiliário a um preço que foi afetado por essa declaração, pelas perdas causadas em decorrência da confiança realizada, <u>a menos que a pessoa que tenha sido processada prove que agiu de boa-fé e não tinha conhecimento que a afirmação era falsa ou inverídica.</u> A pessoa interessada em fazer com que a responsabilidade seja afirmada poderá ajuizar ação baseada no Direito ou na equidade em qualquer tribunal com</p>

<p>(b) Every person who becomes liable to make payment under this section may recover contribution as in cases of contract from any person who, if joined in the original suit, would have been liable to make the same payment.</p> <p>(c) No action shall be maintained to enforce any liability created under this section unless brought within one year after the discovery of the facts constituting the cause of action and within three years after such cause of action accrued.</p>	<p>jurisdição competente. Em qualquer ação, o tribunal poderá, à sua livre discricionariedade, exigir um pagamento dos custos da ação e despesas razoáveis, incluindo honorários de advogados contra a parte litigante.</p> <p>(b) Toda pessoa que se torne responsável por fazer um pagamento de acordo com este artigo poderá reembolsar-se na hipótese em que tiver contrato com qualquer pessoa que, se tivesse a ação também ajuizada contra si, teria sido obrigada a fazer o mesmo pagamento.</p> <p>(c) Nenhum processo judicial deverá ser mantido para afirmar qualquer responsabilidade criada nos termos deste artigo a menos que ajuizado em até um ano após a descoberta dos fatos constituindo a causa do processo e em até três anos após essa causa ter sido praticada.</p>
---	--

Esta Tese defende que o art. 18 do *Securities Exchange Act* sirva de exemplo para mudança legislativa no Direito brasileiro para o fim de combater fraude e dano informacionais. É que o art. 18 traz regra explícita de reparação para o dano informacional. Regras explícitas eliminam incertezas quanto à sua aplicação.

O desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, e por consequência das próprias companhias abertas, requer a existência de uma disciplina jurídica de fácil entendimento, que permita às partes envolvidas um certo grau de proximidade com o entendimento possível sobre eventual necessidade de se recorrer à regra de reparação de dano informacional.

Não que o eventual lesado esteja totalmente desprotegido, uma vez que a regra geral de responsabilidade civil prevista no Código Civil seria aplicável ao caso. Porém,

da mesma forma que se fez necessária a elaboração de regra própria de responsabilidade pelo Código de Defesa do Consumidor, como demonstrado em capítulo anterior, sugere-se a adoção de regra própria para o dano informacional, cuja utilidade será a de eliminar incertezas (ainda que correlatas à compreensão do funcionamento próprio do mercado de valores mobiliários) por parte tanto dos responsáveis pelos investimentos (fundos e administradores de carteiras em sua maioria, com formação distinta da formação jurídica) e por parte dos próprios responsáveis por julgar eventuais situações de informações (no caso, Judiciário e árbitros, cujo histórico de atuação com casos envolvendo o mercado de valores mobiliários, dado ao pequeno número de conflitos existentes sobre o tema no Brasil, não permite que tenham acumulado posições e opiniões sobre o tema de forma a replicá-las e, assim, manter os agentes do mercado providos de informação sobre como conflitos do mercado de valores mobiliários costumam ser resolvidos no Brasil).

Três aspectos principais merecem ser destacados sobre o art. 18 acima citado. O primeiro deles, como já informado, é o fato da regra de reparação por dano informacional ser explícita.

O segundo refere-se, fazendo-se uma leitura do comando legal a partir das regras de hermenêutica que seriam aplicadas por estudioso do Direito no Brasil, é a de inversão do ônus da prova. Afinal, cabe ao réu provar sua boa-fé e ausência de conhecimento sobre o fato da informação ser inverídica para fins de comprovação da excludente de responsabilidade.

O terceiro aspecto, como acima mencionado, é o direito de ressarcimento para o réu responsabilizado pelo dano informacional contra aqueles que também poderiam ter sido responsabilizados pelo mesmo dano informacional e, por mera não inclusão no polo passivo, não o foram.

Esses três aspectos, combinados, permitem a conclusão de que houve opção por parte do legislador americano por reforçar o aspecto punitivo (e, por que não dizer, pelo aspecto de dissuasão) das regras de combate à fraude informacional, no caso materializadas através de normas facilitadoras da reparação civil decorrente de prejuízo próprio ao dano informacional, para se utilizar a expressão escolhida por esta Tese.

A indicação do Direito americano também deve ser lida como própria de um diploma legal do ano de 1934. Discussões à parte sobre qual seria a causa e qual seria o efeito, ou sobre qual elemento teria surgido primeiro, a proteção ao investidor ou o “engrandecimento” do mercado de valores mobiliários, o fato é que as disposições do *Securities Exchange Act* combatem a fraude e o dano informacionais.

E se mostram como exemplares para eventual mudança legislativa brasileira sobre o assunto, em função da inexistência de regras explícitas similares e o ideal de criação de uma disciplina jurídica que, como efeito prático, permita o crescimento do mercado a partir do aumento do grau de segurança e confiança dos investidores e acionistas contra más práticas de emissores e seus administradores, dentre as quais, aquelas que provocam fraude informacional.

6.6 O Regramento da *Rule 10b -5*

A partir do artigo 10 do *Securities Exchange Act* de 1934, alguns regulamentos a ele correlatos foram baixados pela SEC. No que interessa ao tema de estudo desta Tese, alguns comentários, que em uma primeira leitura podem parecer redundantes, demonstram que a forma de combate ao dano informacional nos Estados Unidos, a partir da Regra 10b-5, é nada redundante e muito relevante.

Regras baixadas pela SEC com base na competência a ela outorgada pelo *Securities Exchange Act* trazem deveres para emissores (e administradores de emissores) que, se descumpridos, tornam ilícita a conduta praticada, permitindo que terceiros prejudicados pela ilicitude do comportamento reclamem a indenização pelo dano sofrido. Portanto, não se está a, apenas, trazer uma situação de responsabilidade administrativa perante o órgão regulador, mas sim a criar um direito de ação passível de ser exercido em juízo por prejudicados que ajuízam ações de forma autônoma à responsabilização administrativa passível de ser executada pelo órgão regulador.

De acordo com CHOPER-COFFEE e GILSON, *a existência de direitos de ação reconhecidos também trazem defesas reconhecidas e permitidas pelos mesmos diplomas legais, sendo que, nos dias de hoje, conforme o Securities Exchange Act, existem 3 direitos de ação* [ou causa de pedir, em uma tradução mais semântica do termo] *reconhecidos*: 1. A

*Rule 10b-5, aplicável tanto a um comprador quanto a um vendedor de valores mobiliários; 2. A Rule 10b-9, que contém regras antifraude semelhantes e é aplicável a pedidos públicos de procuração; e 3. O art. 14(e), que se refere a ofertas de aquisição de ações.*¹⁵⁸

E é nesse contexto da relação entre dever baseado em regulamento, ilicitude de comportamento e criação de um direito de ação por parte do prejudicado que a Rule 10b-5 deve ser considerada. As principais discussões sobre dano informacional nos Estados Unidos, nos dias de hoje, inclusive aquelas decorrentes das conhecidas *class actions*, a se mostrarem presentes no noticiário brasileiro quando do seu ajuizamento contra companhias abertas brasileiras com valores mobiliários listados em bolsa de valores americana, são decorrentes de ações cujo núcleo jurídico principal envolve a aplicação da Regra 10b-5.

Conforme declarado pelo autor do seu texto, MILTON FREEMAN, o texto do que hoje conhecemos como a Regra 10b-5 lhe foi solicitado por funcionário sênior da SEC que procurava uma forma de combater a conduta do presidente de uma companhia de Boston que, tentando adquirir ações dos acionistas ao valor de US\$4 por ação, difundia informações negativas sobre a situação da companhia, escondendo o fato de que, na verdade, não apenas a situação era boa como a companhia se preparava para pagar dividendos na ordem de US\$ 2 por ação, fato desconhecido dos acionistas que recebiam a oferta de compra.¹⁵⁹ Como

¹⁵⁸ Cf.: “An initial question about implied civil liabilities is why they should exist at all in statutes, such as the federal securities laws, that expressly provide for private causes of action. Indeed, to the extent that express private causes of action represent carefully fashioned compromises that give broad plaintiff standing but provide for specially designed defenses (...) judicial implication of an additional cause of action seems to upset these careful trade-offs.” in *Cases and Materials on Corporations cit.* (nota 139 supra), p. 323.

¹⁵⁹ A informação decorre de um testemunho do próprio MILTON FREEMAN e transcrita por CHOPER-COFFEE e GILSON: “I was setting in my office in the S.E.C. building in Philadelphia and I received a call from Jim Treanor, who was then the Director of the Trading and Exchange Division. He said: “I just have been on the telephone with Paul Rowen”, who was then the S.E.C. Regional Administrator in Boston.” and he has told me about the president of some company in Boston who is going around buying stock of his company from his own shareholders at \$4 a share, and he has been telling them that the company is doing very badly, whereas, in fact, the earnings are going to be quadrupled and will be \$2 a share for this coming year. Is there anything we can do about it?” So he came upstairs and I called my secretary and I looked at Section 10(b) and I looked at Section 17, and I put them together, and the only discussion we had was where “in connection with the purchase or sale” should be and we decided it should be at the end. We called the Commission and we got the on the calendar, and I don’t remember whether we got that morning or after lunch. We passed a piece of paper around to all commissioners. All the commissioners read the rule and they tossed in on the table, indicating approval. Nobody said anything except Sumner Pike, who said, “Well”, he said, “we are against fraud, aren’t we? That is how it happened... I never thought that twenty-odd years later it would be the biggest thing that had ever happened. It was intended to give the Commission power to deal with this problem. It had no relation in the Commission’s contemplation to private proceedings.”, in *Cases and Materials on Corporations cit.* (nota 139

informado por MILTON FREEMAN, a intenção era dar poderes para a SEC, e não subsidiar, de qualquer forma, ações privadas. O texto da Rule 10b-5 é o seguinte:

<i>Rule 10b-5</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices.</p> <p>It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,</p> <p>(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,</p> <p>(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or</p> <p>(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would</p>	<p>10b-5 Emprego de artifícios manipuladores ou enganadores.</p> <p>É ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, através de qualquer meio ou instrumentalidade do comércio interestadual, ou correspondências ou qualquer estrutura de uma bolsa de valores mobiliários nacional,</p> <p>(a) Empregar qualquer artifício, esquema ou meio de fraude,</p> <p>(b) Fazer uma afirmação não verdadeira de um fato relevante ou omitir a declaração de um fato relevante de ser feito para as declarações feitas, em razão das circunstâncias dentre as quais foram feitas, não serem consideradas como enganosas, ou</p> <p>(c) Empenhar-se em qualquer ato, prática ou negócio que opere ou deveria operar</p>

supra), p. 324, citado pelos autores como “*Conference on Codification of the Federal Securities Laws*, 22 *Bus. Law.* 793, 922 (1967). Tradução Livre: Eu estava sentado no meu escritório no prédio da SEC na Filadélfia e eu recebi uma ligação do Jim Treanor, que era o então diretor da divisão de negociação e bolsas. Ele disse, “Eu estava no telefone com Paul Rowen”, que era o então administrador regional da SEC em Boston, “e ele me disse que o presidente de uma companhia em Boston estava comprando ações da companhia dos acionistas a \$4 a ação, e ele tem dito que a companhia está indo mal, quando, de fato, os resultados serão quadruplicados e serão de \$2 por ação no próximo ano. Há algo que possamos fazer?” Então ele subiu e eu chamei minha secretária e eu olhei o art. 10(b) e eu olhei o artigo 17, e eu os coloquei juntos, e a única discussão que tivemos foi onde “em relação a uma compra e venda” deveria estar e nós decidimos que deveria ser no final. Nós ligamos para a Comissão e conseguimos colocar [a minuta] na agenda e eu não me lembro o que fizemos desde esse momento naquela manhã ou após o almoço. Nós passamos um pedaço de papel para os comissários. Todos os comissários leram a minuta e eles manifestaram aprovação na mesa. Ninguém, exceto Sumner Pike, que disse, “Bem”, ele disse, “nós somos contra fraude, não somos? É assim que aconteceu... Eu nunca pensei, durante esses vinte e tantos anos depois, que aquilo seria a maior coisa que aconteceria. Era a intenção dar poderes para a Comissão lidar com o problema. Ela não tinha relação com os objetivos da Comissão com relação aos procedimentos privados.

operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.	como fraude ou fraude contra qualquer pessoa, em relação à compra ou venda de qualquer valor mobiliário.
---	---

O comando da Regra 10b-5 traz um conceito genérico de que artifícios enganadores ou maliciosos praticados em qualquer situação de compra ou venda de valores mobiliários constitui uma conduta ilícita e, portanto, passível de apuração pela SEC e, conforme o reconhecimento judicial, passível de ajuizamento de ação privada por parte do investidor lesado.

Como mencionado no testemunho de MILTON FREEMAN acima comentado, a utilização da Regra 10b-5 em ações privadas não era um objetivo do seu criador ou dos motivos que levaram à sua elaboração. Foi a prática, feita com base no art. 27 do *Securities and Exchange Act* de 1934 que levou ao estabelecimento dessa ligação entre a regulação baixada pela SEC e os direitos de ação de privados, ao trazer o comando genérico que *os tribunais americanos possuem jurisdição sobre violações do Securities and Exchange Act e das regras e regulações com base nele emitidas, bem como sobre processos judiciais onde se procura a observância de qualquer responsabilidade ou dever criado pelo Securities and Exchange Act e as regras e regulações com base nele criadas.*¹⁶⁰

O direito de ação privado, isto é, passível de exercício direto por particulares sem a participação da SEC, com base na Regra 10b-5 foi objeto de

¹⁶⁰ Cf.: “SEC. 27. (a) IN GENERAL.—The district courts of the United States and the United States courts of any Territory or other place subject to the jurisdiction of the United States shall have exclusive jurisdiction of violations of this title or the rules and regulations thereunder, and of all suits in equity and actions at law brought to enforce any liability or duty created by this title or the rules and regulations thereunder. Any criminal proceeding may be brought in the district wherein any act or transaction constituting the violation occurred. Any suit or action to enforce any liability or duty created by this title or rules and regulations thereunder, or to enjoin any violation of such title or rules and regulations, may be brought in any such district or in the district wherein the defendant is found or is an inhabitant or transacts business, and process in such cases may be served in any other district of which the defendant is an inhabitant or wherever the defendant may be found. In any action or proceeding instituted by the Commission under this title in a United States district court for any judicial district, a subpoena issued to compel the attendance of a witness or the production of documents or tangible things (or both) at a hearing or trial may be served at any place within the United States. Rule 45(c)(3)(A)(ii) of the Federal Rules of Civil Procedure shall not apply to a subpoena issued under the preceding sentence. Judgments and decrees so rendered shall be subject to review as provided in sections 1254, 1291, 1292, and 1294 of title 28, United States Code. No costs shall be assessed for or against the Commission in any proceeding under this title brought by or against it in the Supreme Court or such other courts.”

questionamento nos Estados Unidos até uma decisão tomada pela Suprema Corte no caso *J.J. Case Co. v. Borak*,¹⁶¹ na qual se discutiu que *se as regras do Securities Exchange Act, inclusive a regulação baixada com base nesse diploma legal, poderia ser aplicada por um peticionante privado, acionista de uma companhia envolvida em um processo de incorporação por outra, sendo que a incorporação foi aprovada por votos obtidos por meio de procurações, cujo pedido de outorga esteve baseado em falsas informações repassadas aos acionistas. O peticionante requereu reconhecimento de quebra de deveres por parte de administradores e pedido de reparação de danos em decorrência da incorporação que foi aprovada.* A Suprema Corte americana decidiu no sentido de que há direito de ação baseado em legislação federal quando se trata de situação com violação ao *Securities and Exchange Act*.¹⁶²

Decisão tomada em 1964, *J.J. Case Co. v. Borak* marcou a definitividade da aplicação das regras antifraude previstas no *Securities Exchange Act* e na sua regulamentação, de onde surgiu a Regra 10b-5. Utilizando a experiência prática brasileira, seria possível falar que essas regras de combate ao dano informacional seriam interpretadas de maneira extensiva ou restritiva? A resposta, com base na jurisprudência americana, é no sentido de sua restrição. Nem todo artifício engenhoso feito para enganar a contraparte em

¹⁶¹ Classificado, conforme as regras de citação americanas, pelas quais o primeiro número da citação se refere ao volume do periódico no qual foi feita a citação, a expressão seguinte identifica o órgão julgador, a segunda referência numérica à página do volume no qual a decisão está inicialmente registrada e, por último, o ano da decisão, conforme: 377 U.S. 426 (1964).

¹⁶² Cf.: “This is a civil action brought by respondent, a stockholder of petitioner J. I. Case Company, charging deprivation of the pre-emptive rights of respondent and other shareholders by reason of a merger between Case and the American Tractor Corporation. It is alleged that the merger was effected through the circulation of a false and misleading proxy statement by those proposing the merger. The complaint was in two counts, the first based on diversity and claiming a breach of the directors' fiduciary duty to the stockholders. The second count alleged a violation of § 14 (a) ¹ of the Securities Exchange Act of 1934 with reference to the proxy solicitation material. The trial court held that as to this count it had no power to redress the alleged violations of the Act but was limited solely to the granting of declaratory relief thereon under § 27 of the Act (...) I. Respondent, the owner of 2,000 shares of common stock of Case acquired prior to the merger, brought this suit based on diversity jurisdiction seeking to enjoin a proposed merger between Case and the American Tractor Corporation (ATC) on various grounds, including breach of the fiduciary duties of the Case directors, self-dealing among the management of Case and ATC and misrepresentations contained in the material circulated to obtain proxies. (...) II. It appears clear that private parties have a right under § 27 to bring suit for violation of § 14 (a) of the Act. Indeed, this section specifically grants the appropriate District Courts jurisdiction over "all suits in equity and actions at law brought to enforce any liability or duty created" under the Act. The petitioners make no concessions, however, emphasizing that Congress made no specific reference to a private right of action in § 14 (a) that, in any event, the right would not extend to derivative suits and should be limited to prospective relief only. In addition, some of the petitioners argue that the merger can be dissolved only if it was fraudulent or non-beneficial, issues upon which the proxy material would not bear. But the causal relationship of the proxy material and the merger are questions of fact to be resolved at trial, not here. We therefore do not discuss this point further.”

uma compra ou venda de valores mobiliários é passível de gerar responsabilização para a parte em infração ao comando normativo, como se passa a demonstrar.

6.7 A Especificação das Regras Antifraude via Decisões Judiciais – Elementos Caracterizadores da Responsabilidade por Fraude e Dano Informacionais

Basta praticar uma situação de dano informacional e gerar danos em decorrência para que o prejudicado possa reclamar a reparação do dano sofrido? Uma primeira leitura da Regra 10b-5 indicaria ser essa a conclusão. Porém, a evolução do tema conforme as decisões judiciais americanas, vinculantes em função da filiação ao sistema da *common law*, indica o contrário. Houve a especificação de critérios para que se chegasse à situação merecedora de tutela judicial, os quais podem ser resumidos nos seguintes aspectos que devem estar presentes para que o direito de ação seja reconhecido judicialmente: (a) posição de comprador ou vendedor (“*standing*”), (b) relevância (“*materialidade*”), (c) relação de causa, incluindo a questão subsidiária da confiança na informação prestada (“*causation*” e “*reliance*”), (d) ciência da ilegalidade ou culpabilidade (“*scienter*”), (e) perdas (“*damages*”).

Todas as conclusões que levaram ao refinamento das regras sobre combate ao dano informacional nos Estados Unidos são decorrentes de pronunciamentos da Suprema Corte, e não de decisões de tribunais com jurisdição parcial sobre o território americano.

O primeiro requisito para aplicação da Regra 10b-5 diz respeito à definição daqueles que podem ser considerados como titulares do direito subjetivo criado pela regra. Pela expressão “direito subjetivo”, da forma como aqui utilizada, faz-se referência à acepção da expressão no sentido de designar *a possibilidade de fazer a garantia da ordem jurídica tornar efetiva a proteção do direito*, conforme um dos significados passíveis de atribuição à expressão trazidos por TERCIO SAMPAIO FERRAZ JR.¹⁶³, que, no caso, corresponde à

¹⁶³ O significado da expressão direito subjetivo conforme a possibilidade de garantia do Direito por via judicial foi utilizado por TERCIO SAMPAIO FERRAZ JR. com base na doutrina de August Thon. TERCIO SAMPAIO FERRAZ JR. também apresenta o conceito de direito subjetivo como referindo-se à possibilidade do direito subjetivo se constitui como um dado por si ou se seria algo decorrente do próprio direito objetivo; ou ainda como sendo o poder ou domínio da vontade da pessoa que o ordenamento protege, ou também, com base em Jhering, o interesse juridicamente protegido, como o interesse do credor em que o devedor pague a obrigação pactuada. Para o autor mencionado, também é possível opor a noção de direito objetivo às diferentes situações subjetivas, entendidas como posições jurídicas dos destinatários das normas em seu agir: exercer atos de vontade, ter

possibilidade de se valer da interferência judicial para reparar o negócio de compra ou venda realizado com base em informações falsas divulgadas às partes.

A obrigatoriedade da condição de comprador ou vendedor de valores mobiliários é um requisito para que uma pessoa seja considerada titular do direito subjetivo à reparação decorrente de fraude informacional. Essa obrigatoriedade foi definida nos Estados Unidos por ocasião do julgamento, pela Suprema Corte, do caso *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, em 1975.¹⁶⁴

O caso pode ser assim resumido: em uma ação antitruste, a empresa Blue Chip foi obrigada a ter parte das ações de sua controlada atuante no setor de selos comerciais vendida a varejistas clientes dessa controlada. A Blue Chip, para desestimular os varejistas a adquirirem as ações, fez afirmações falsas, contendo avaliações pessimistas sobre a divisão de selos comerciais, de forma que, não havendo interesse dos varejistas, as ações poderiam ser vendidas no mercado posteriormente, a preços maiores.

Na ação, discutiu-se a questão do direito subjetivo à proteção prevista pela Regra 10b-5 e pelo art. 10 do *Securities and Exchange Act*, tendo por base a intenção do legislador ao elaborar o *Securities and Exchange Act*, o precedente jurisprudencial do caso *Birnbaum*, julgado por órgão equivalente a um Tribunal Regional Federal brasileiro, pelo qual a proteção prevista pelo *Securities and Exchange Act* não englobaria tentativas de manipular a compra ou venda de valores mobiliários.

Com palavras próprias do cotidiano brasileiro atual, a discussão tratada também poderia ser traduzida como a possibilidade de reparação por perda de uma chance, passível de tutelar aquele que, colocado em uma situação de decisão negocial, opta por não negociar, decidindo com base na informação falsa divulgada, seguindo pedido de reparação

interesses protegidos, conferir poder; in *Introdução ao Estudo do Direito: técnica, decisão, dominação cit.* (nota 130 supra), pp. 145-147. A noção garantista da expressão é a que é utilizada nesta Tese por guardar melhor relação de aplicação ao caso da proteção contra o dano informacional.

¹⁶⁴ Classificado como 421 U.S. 723 (1975).

de danos com base na ideia de perda de uma chance, argumento não previsto no Código Civil, mas com presença discutível no âmbito do Judiciário.¹⁶⁵

Como decisão, a Suprema Corte americana reconheceu que a proteção prevista seria aplicável unicamente a compradores e vendedores, não reconhecendo nenhum direito de ação por parte do varejista que deixou de tomar parte na oferta de valores mobiliários baseada em prospecto pessimista. A Suprema Corte também reconheceu que, quando o Congresso deseja prever um remédio legal, o faz de forma explícita, o que não teria sido feito pelo *Securities and Exchange Act* na medida em que o art. 10 fala apenas em compra e venda de valores mobiliários, e não em tentativas fraudulentas de compra e venda de valores mobiliários. Há parte da decisão que menciona um esforço da *Securities and Exchange Commission* de incluir a “tentativa” como parte das situações que, uma vez aplicadas, permitem a proteção judicial para reparar o dano sofrido pela pessoa que deixa de comprar ou vender valor mobiliário com base em informação falsa divulgada.¹⁶⁶ Dessa

¹⁶⁵ A tese da perda de uma chance não contém regra expressa no Código Civil, como mencionado. No âmbito do STJ, nota-se a existência de algumas decisões ora favoráveis à adoção da tese, em casos não usuais, ora contrários. Pela aceitação da Tese, verifica-se a existência dos seguintes julgados: (a) Resp 1.291.247, julgado em 2014, no qual afirmou-se que “Tem direito a ser indenizada, com base na teoria da perda de uma chance, a criança que, em razão da ausência do preposto da empresa contratada por seus pais para coletar o material no momento do parto, não teve recolhidas as células-tronco embrionárias”; (b) Resp 1.383.437, julgado em 2013, no qual foi declarado que “A emissora responsável pela veiculação de programa televisivo de perguntas e respostas deve indenizar, pela perda de uma chance, o participante do programa que, apesar de responder corretamente a pergunta sobre determinado time de futebol, tenha sido indevidamente desclassificado, ao ter sua resposta considerada errada por estar em desacordo com parte fantasiosa de livro adotado como bibliografia básica para as perguntas formuladas”; (c) Resp 1.254.141, julgado em 2013, no qual foi afirmado que “A teoria da perda de uma chance pode ser utilizada como critério para a apuração de responsabilidade civil ocasionada por erro médico na hipótese em que o erro tenha reduzido possibilidades concretas e reais de cura de paciente que venha a falecer em razão da doença tratada de maneira inadequada pelo médico”. A partir dos casos trazidos, representantes de pequena jurisprudência do STJ sobre o tema, pode-se dizer que não há paralelo entre o posicionamento já adotado para a teoria da perda de uma chance e as hipóteses de reparação de dano informacional porque a aplicação se deu em casos extremos e não corriqueiros, como é o caso da perda de uma chance decorrente de compra e venda de qualquer bem não realizada em função de informações enganosas prestadas para alguma das partes.

¹⁶⁶ Cf.: “In 1957 and again in 1959, the Securities and Exchange Commission sought from Congress amendment of 10(b) to change its wording from “in connection with the purchase or sale of any security” to “in connection with the purchase or sale of, or any attempt to purchase or sell, any security.” (...) SEC Legislation, Hearings on S. 1178-1182 before a Subcommittee of the Senate Committee on Banking & Currency, 86th Cong., 1st Sess., 367-368 (1959); (...) In the words of a memorandum submitted by the Commission to a congressional committee, the purpose of the proposed change was “to make section 10(b) also applicable to manipulative activities in connection with any attempt to purchase or sell any security.” Hearings on S. 1178-1182, supra, at 331. Opposition to the amendment was based on fears of the extension of civil liability under § 10(b) that it would cause. Id. at 368. Neither change was adopted by Congress. The longstanding acceptance by the courts, coupled with Congress' failure to reject Birnbaum's reasonable interpretation of the wording of § 10(b), wording which is directed toward injury suffered “in connection with the purchase or sale” of securities, argues significantly in favor of acceptance of the Birnbaum rule by this Court. *Blau v. Lehman*, 368 U. S. 403, 368 U. S. 413 (1962). Available evidence from the texts of the 1933

forma, apenas danos efetivamente causados por fraude informacional são passíveis de reparação, excluindo-se aquilo que, no Brasil, denomina-se como perda de uma chance.

A segunda restrição feita pela jurisprudência americana, ou o segundo elemento, para se utilizar da expressão utilizada nos Estados Unidos, para fins de aplicação da Regra 10b-5 e da reparação civil de dano informacional diz respeito à relevância (*materiality*) da informação e definição dessa regra ocorreu no caso *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*.¹⁶⁷

O caso discutia a omissão de divulgação, no tempo devido, de que um dos principais remédios vendidos por um laboratório farmacêutico, diretamente relacionado com o sucesso das receitas desse laboratório, teria como efeito colateral indesejado a perda do olfato por parte dos seus usuários e, como consequência comercial decorrente, o seu banimento do mercado, com resultados diretos para a lucratividade do laboratório.

Conforme apurado ao longo do processo, havia informações divulgadas publicamente por médicos e pela mídia de que o efeito colateral da perda do olfato estava a ocorrer. Ao mesmo tempo em que essas divulgações eram feitas, o laboratório Matrixx e seus administradores continuavam a se omitir sobre o efeito colateral e a divulgar informações sobre as vendas da companhia como se o produto fosse continuar a ser vendido normalmente. Houve, também, a divulgação de projeções de vendas que partiram da premissa de que haveria aumento de vendas.

Indo ao detalhe, a discussão também envolveu, por parte do laboratório, o argumento de defesa de que, se os eventos adversos (perda do olfato) conhecidos representavam, em número de ocorrência, um percentual reduzido, então não haveria o dever de divulgação por parte da companhia.

and 1934 Acts as to the congressional scheme in this regard, though not conclusive, supports the result reached by the Birnbaum court. The wording of § 10(b) directed at fraud "in connection with the purchase or sale" of securities stands in contrast with the parallel anti-fraud provision of the 1933 Act, § 17(a), as amended, (...) "in the offer or sale" of securities. (...) When Congress wished to provide a remedy to those who neither purchase nor sell securities, it had little trouble in doing so expressly."

¹⁶⁷ Citado, nos Estados Unidos, como 131 S. Ct. 1309 (2011).

O julgamento da Suprema Corte reafirmou o precedente do caso *Basic* (abaixo comentado).

A terceira especificação trazida pela Suprema Corte, “traduzida conforme o Direito brasileiro”, diz respeito à conduta omissiva ou comissiva e ao nexo de causalidade necessários de existirem para fins de aplicação do regramento da Rule 10b-5 e do *Securities and Exchange Act*. Essa especificação, na doutrina americana chamada de “*causation*”, é explicada por ALLEN e KRAAKMAN como *sendo o critério de aplicação do direito de ação conforme a Regra 10b-5 que indica a causa para o lesado ter aceito o negócio de compra e venda ou a própria causa da perda em si*.¹⁶⁸

Esse elemento (ou especificação) foi definido no julgamento do caso *Affiliated Ute Citizens v. United States*, julgado pela Suprema Corte em 1972.¹⁶⁹ Posteriormente, a mesma discussão, mas acoplada a outras mais aprofundadas, foi feita no caso *Basic, Inc. v. Levinson*, melhor trabalhado abaixo. A importância desses dois casos, lidos em conjunto, é que permitem concluir sobre a forma de se interpretar as regras contrárias à fraude informacional nos Estados Unidos e de não se valer de argumentos cuja não aceitação já se mostrou pacificada na jurisprudência americana.

A questão em discussão, no detalhe, foi saber se bastava uma conduta omissiva ou comissiva por parte de alguém com dever de divulgar informações antes de uma compra ou venda de valores mobiliários ou se, adicionalmente, também seria necessário provar que o vendedor ou o comprador confiaram na informação falsa prestada para realizarem o negócio.

O caso originou-se dos seguintes fatos: a Ute Distribution Corp. foi uma companhia formada para ser a proprietária e gestora de petróleo, gás e outros minérios encontrados no território da tribo indígena Ute, sendo suas ações distribuídas entre os

¹⁶⁸ Cf.: “Private actions under Rule 10b-5 also require proof of causation. As the example above suggests, causation may be of two types: transactions causation and loss causation. For liability to attach, a misstatement or omission must both “cause” the plaintiff’s loss. (...) If the plaintiff can satisfy the trier of the fact that she would not have entered into the transaction had the material information been disclosed, the omission will be said to cause the transaction (transaction loss).” in W. T. ALLEN – R. KRAAKMAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Nova Iorque, Aspen Publishers, 2003, p. 640.

¹⁶⁹ Classificado como 406 U.S. 128 (1972).

membros de “sangue miscigenado”. As ações permaneceram custodiadas no First Security Bank e havia um direito de preferência previsto no Estatuto Social, de forma que a venda de ações por parte de acionistas de “sangue miscigenado” deveria ser primeiramente oferecida aos membros da tribo, antes de poderem ser vendidas a terceiros. Dois funcionários do banco, de uma agência localizada próxima a uma região onde muitos descendentes miscigenados residiam, estavam ativamente estimulando vendas de ações por parte dos descendentes miscigenados, sem divulgar a eles que os preços de mercado das ações eram superiores àqueles sugeridos para as vendas de ações. Em decorrência do maior número de vendas, o banco passou a ter maiores depósitos e os funcionários recebiam comissões e presentes dos vendedores por terem intermediado a venda.

As questões discutidas envolveram a ausência de prova de que os vendedores das ações confiaram nas informações prestadas pelos funcionários do banco para realizarem seus negócios, tendo sido a decisão reformada pela Suprema Corte nesse sentido, não reconhecendo que haveria um direito subjetivo dos autores (vendedores das ações por sugestão e intermédio dos funcionários do banco) por ausência de comprovação de que haveria um nexo de causalidade entre o prejuízo (venda realizada) e a informação prestada pelos funcionários do banco.

A Suprema Corte decidiu que a Regra 10b-5 deveria ser interpretada de forma mais extensiva, a partir, unicamente, da constatação de que houve a afirmação de uma informação falsa, ou a omissão de declarar uma informação verdadeira, para fins de aplicação da proteção trazida pela regra. Ou seja, bastaria a prática de fraude informacional, sem que se precisasse de comprovação de utilização da informação fraudada para fins de realização do negócio que gerou prejuízo.

O argumento conclusivo da Suprema Corte foi que *tudo o que é necessário é que os fatos omitidos sejam relevantes no sentido de que um investidor razoável possa considerá-los no momento de sua tomada de decisão.*¹⁷⁰ A Suprema Corte considerou que

¹⁷⁰ Cf.: “We conclude, however, that the Court of Appeals erred when it held that there was no violation of the Rule unless the record disclosed evidence of reliance on material fact misrepresentations by Gale and Haslem. 431 F.2d, at 1348. We do not read Rule 10b-5 so restrictively. To be sure, the second subparagraph of the rule [406 U.S. 128, 153] specifies the making of an untrue statement of a material fact and the omission to state a material fact. The first and third subparagraphs are not so restricted. These defendants' activities, outlined above, disclose, within the very language of one or the other of those sub-paragraphs, a "course of business" or a

os funcionários do banco elaboraram um plano e induziram os descendentes miscigenados a vender suas ações sem divulgar a eles as informações esperadas de serem recebidas para que a decisão de venda fosse tomada.

Dezesseis anos após a decisão do caso *Affiliated Ute.*, outra decisão importante, e que na prática se mostrou mais relevante, foi aquela tomada no caso *Basic, Inc. v. Levinson*.

O caso *Basic* envolveu os seguintes aspectos: por aproximadamente dois anos antes da consumação da incorporação feita entre as companhias Combustion Engineering, Inc. e Basic, Inc., a Basic fez três anúncios públicos negando a existência de qualquer negócio nesse sentido, quando as negociações para tanto já ocorriam. A ação foi movida por acionistas que alegaram perdas decorrentes do fato de terem vendido suas ações da Basic acreditando nas informações divulgadas e que indicavam a inexistência da incorporação¹⁷¹ pretendida, com a união das atividades empresariais desenvolvidas pelas duas companhias.

A partir dessa situação fática, a Suprema Corte dirigiu sua atenção para resolver a questão se haveria ou não necessidade de prova de que o acionista que alega lesão pela informação falsa divulgada teria tido acesso às informações falsas e feito uso delas na sua decisão de comprar ou vender valores mobiliários. Ou seja, se ao investidor (ou acionista) seria atribuído o ônus da prova de provar que sua decisão de compra ou venda estava baseada

"device, scheme, or artifice" that operated as a fraud upon the Indian sellers. *Superintendent of Insurance v. Bankers Life & Casualty Co.*, supra. This is so because the defendants devised a plan and induced the mixed-blood holders of UDC stock to dispose of their shares without disclosing to them material facts that reasonably could have been expected to influence their decisions to sell. The individual defendants, in a distinct sense, were market makers, not only for their personal purchases constituting 8 1/3% of the sales, but for the other sales their activities produced. This being so, they possessed the affirmative duty under the Rule to disclose this fact to the mixed-blood sellers. See *Chasins v. Smith, Barney & Co.*, 438 F.2d 1167 (CA2 1970). It is no answer to urge that, as to some of the petitioners, these defendants may have made no positive representation or recommendation. The defendants may not stand mute while they facilitate the mixed-bloods' sales to those seeking to profit in the non-Indian market the defendants had developed and encouraged and with which they were fully familiar. The sellers had the right to know that the defendants were in a position to gain financially from their sales and that their shares were selling for a higher price in that market. Cf., in contrast, 18 (a) of the Act, 15 U.S.C. 78r (a), and 11 (a) of the Securities Act of 1933, 15 U.S.C. 77k (a). Under the circumstances of this case, involving primarily a failure to disclose, positive proof of reliance is not a prerequisite to recovery. All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a [406 U.S. 128, 154] reasonable investor might have considered them important in the making of this decision."

¹⁷¹ É utilizada a palavra incorporação para indicar a operação societária que, traduzida semanticamente, equivale à palavra "merger" em inglês, traduzida equivocadamente como sendo fusão no Brasil. No caso *Basic*, as referências no julgado são a "merger".

na informação falsa divulgada ao mercado. Vista de forma específica, essa seria a questão em discussão. Examinada de forma ampla, esse pêndulo sobre a questão da confiança na informação disponível no mercado, de forma direta, impacta a restrição ou expansão da aplicação das próprias regras de combate à fraude informacional (e prevenção ao dano informacional) existentes no Direito americano.

O racional adotado pela Suprema Corte foi o seguinte:

(i) *que a teoria da fraude no mercado é baseada na premissa que, em um mercado aberto ao investimento e desenvolvido, a cotação é determinada pela disponibilidade de informações relevantes sobre a companhia e seus negócios;*

(ii) *informações erradas irão fraudar compradores ainda que esses compradores não confiem diretamente nas informações erradas [a referência é ao fato da cotação em mercado refletir a informação falsa, ainda que sem confiança direta do investidor na informação fraudada];*

(iii) *há relação direta entre a fraude causada para um autor de uma ação de reparação e a fraude praticada por um réu nessa ação não é menos significativa que se houvesse confiança direta na informação falsa prestada [no caso, a referência é ao fato de que o autor da ação não teria tido contato direto com o praticante de fraude informacional, mas sim confiado nas informações públicas divulgadas genericamente ao mercado];*

(iv) *que os mercados de valores mobiliários modernos envolvem, literalmente, milhões de ações sendo transferidas diariamente, e diferem de negócios feitos face a face, sendo que a aplicação da Regra 10b 5, e seu requisito de confiança [a referência é à confiança na informação falsa prestada como requisito para reparação de dano informacional] deve ser entendido conforme essa realidade;*

(v) *que, em negócios face a face, a dúvida sobre a confiança do investidor na informação falsa prestada para fins de cálculo do preço do valor mobiliário está relacionada com o aspecto subjetivo do investidor no exame da informação prestada; em negócios feitos no mercado, que se apresenta como interposto entre o investidor e o praticante de fraude informacional, o mercado se apresenta como agente de avaliação das*

*cotações dos valores mobiliários, gratuito, informando todos os aspectos inerentes à cotação do valor mobiliário.*¹⁷²

A conclusão da Suprema Corte foi que a integridade do mercado deve ser preservada e aqueles que alegam dano informacional podem basear seus pleitos conforme essa premissa de preservação da integridade do mercado. O elemento confiança deixa de ser visto como vinculado à prova de que o investidor efetivamente acreditou na informação falsa prestada e passa a estar vinculado à conduta do praticante de fraude informacional que, assim agindo, ataca a integridade do mercado. Deficiências e fraudes informativas devem trazer responsabilidade para seus praticantes.

*Esta discussão, conforme decidido pela Suprema Corte, estava relacionada com a própria integridade do mercado de capitais, uma vez que, em um mercado de valores mobiliários aberto e desenvolvido, a cotação das ações é determinada pelas informações relevantes referentes à companhia e seus negócios. Informações não verdadeiras irão operar como fraude contra compradores de ações ainda que os compradores não confiem diretamente nessas informações. A relação causal entre a fraude praticada pelo réu e a compra de ações pelo autor não é menos significativa que no caso de crença direta do comprador nas informações equivocadas divulgadas.*¹⁷³

¹⁷² Cf.: Trechos da decisão: “We turn to the question of reliance and the fraud-on-the-market theory. Succinctly put: “The fraud on the market theory is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company's stock is determined by the available material information regarding the company and its business. ... Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the misstatements. ... The causal connection between the defendants' fraud and the plaintiffs' purchase of stock in such a case is no less significant than in a case of direct reliance on misrepresentations.” (...) The modern securities markets, literally involving millions of shares changing hands daily, differ from the face-to-face transactions contemplated by early fraud cases, and our understanding of Rule 10b-5's reliance requirement must encompass these differences. “In face-to-face transactions, the inquiry into an investor's reliance upon information is into the subjective pricing of that information by that investor. With the presence of a market, the market is interposed between seller and buyer and, ideally, transmits information to the investor in the processed form of a market price. Thus, the market is performing a substantial part of the valuation process performed by the investor in a face-to-face transaction. The market is acting as the unpaid agent of the investor, informing him that given all the information available to it, the value of the stock is worth the market price.” In re LTV Securities Litigation, 88 F.R.D. 134, 143 (ND Tex.1980). Accord, e.g., Peil v. Speiser, 806 F.2d at 1161 (“In an open and developed market, the dissemination of material misrepresentations or withholding of material information typically affects the price of the stock, and purchasers generally rely on the price of the stock as a reflection of its value”); Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891, 908 (CA9 1975) (“[T]he same causal nexus can be adequately established indirectly, by proof of materiality coupled with the common sense that a stock purchaser does not ordinarily seek to purchase a loss in the form of artificially inflated stock”), cert. denied, 429 U.S. 816 (1976).”

¹⁷³ Cf.: Trechos da decisão: “the Securities and Exchange Commission's Rule 10b-5, promulgated under 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 (Act), prohibits, in connection with the purchase or sale of any security,

Vinte e seis anos após a definição do caso Basic, em nova oportunidade no ano de 2014, a Suprema Corte foi chamada para opinar sobre a teoria da fraude no mercado e, em que medida, a questão probatória da confiança do acionista lesado na informação disponível deveria ou não ser demonstrada a ônus do acionista lesado que ajuizou a ação. O caso foi aquele julgado em *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.*, decidido no ano de 2014.

No caso, Erica P. John Fund foi a autora líder de uma *class action* contra a companhia Halliburton e seus administradores, com base no art. 10 (b) do *Securities Exchange Act* de 1934 e na Regra 10b 5, alegando que os réus fizeram afirmações falsas

the making of any untrue statement of a material fact or the omission of a material fact that would render statements made not misleading. In December 1978, Combustion Engineering, Inc., and Basic Incorporated agreed to merge. During the preceding two years, representatives of the two companies had various meetings and conversations regarding the possibility of a merger; during that time Basic made three public statements denying that any merger negotiations were taking place or that it knew of any corporate developments that would account for heavy trading activity in its stock. Respondents, former Basic shareholders who sold their stock between Basic's first public denial of merger activity and the suspension of trading in Basic stock just prior to the merger announcement, filed a class action against Basic and some of its directors, alleging that Basic's statements had been false or misleading, in violation of 10(b) and Rule 10b-5, and that respondents were injured by selling their shares at prices artificially depressed by those statements. The District Court certified respondents' class, but granted summary judgment for petitioners on the merits. The Court of Appeals affirmed the class certification, agreeing that under a "fraud-on-the-market" theory, respondents' reliance on petitioners' misrepresentations could be presumed, and thus that common issues predominated over questions pertaining to individual plaintiffs. The Court of Appeals reversed the grant of summary judgment and remanded, rejecting the District Court's view that preliminary merger discussions are immaterial as a matter of law, and holding that even discussions that might not otherwise have been material, become so by virtue of a statement denying their existence. Held: 1. The standard set forth in *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U. S. 438, whereby an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that its disclosure would have been considered significant by a reasonable investor, is expressly adopted for the 10(b) and Rule 10b-5 context. The "agreement-in-principle" test, under which preliminary merger discussions do not become material until the would-be merger partners have reached agreement as to the price and structure of the transaction, is rejected as a bright-line materiality test. Its policy-based rationales do not justify the exclusion of otherwise significant information from the definition of materiality. 3. The Court of Appeals' view that information concerning otherwise insignificant developments becomes material solely because of an affirmative denial of their existence is also rejected: Rule 10b-5 requires that the statements be misleading as to a material fact. 4. Materiality in the merger context depends on the probability that the transaction will be consummated, and its significance to the issuer of the securities. Thus, materiality depends on the facts and is to be determined on a case-by-case basis. 5. The courts below properly applied a presumption of reliance, supported in part by the fraud-on-the-market theory, instead of requiring each plaintiff to show direct reliance on Basic's statements. Such a presumption relieves the Rule 10b-5 plaintiff of an unrealistic evidentiary burden, and is consistent with, and supportive of, the Act's policy of requiring full disclosure and fostering reliance on market integrity. The presumption is also supported by common sense and probability: an investor who trades stock at the price set by an impersonal market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations may be presumed for purposes of a Rule 10b-5 action. 6. The presumption of reliance may be rebutted: Rule 10b-5 defendants may attempt to show that the price was not affected by their misrepresentation, or that the plaintiff did not trade in reliance on the integrity of the market price."

sobre o contencioso envolvendo a companhia em processos decorrentes do uso de amianto, fazendo afirmações falsas sobre a responsabilidade da companhia nessas ações, receitas futuras em contratos de construção e os benefícios de futura fusão com outra sociedade, sendo que todas as afirmações foram capazes de elevar o valor das cotações da Halliburton. Divulgações posteriores, contrárias às anteriormente divulgadas, causaram a queda nas cotações das ações da Halliburton.

A questão, novamente colocada para decisão da Suprema Corte, foi decidir se os investidores poderiam cobrar reparação por dano informacional se comprovassem que efetivamente tinham confiado nas informações fraudadas ou se, ao contrário, essa prova seria substituída pela presunção de que a cotação do valor mobiliário em um mercado eficiente reflete, necessariamente, todas as informações de conhecimento público disponíveis, o que inclui informações fraudadas.

A decisão da Suprema Corte reforçou o decidido no caso *Basic*, dispensando a necessidade de prova efetiva da confiança dada pelo investidor na informação fraudada (ou, em outras palavras, utilização efetiva da informação fraudada para fins de decisão de compra ou venda de valor mobiliário) e utilizando a premissa de que informação fraudada disponível no mercado é capaz, por si só, de justificar um dano informacional reparável judicialmente. Por óbvio, a própria decisão traz algumas exceções, sendo a principal delas o fato de que a ausência de comprovação de que a informação fraudada, mesmo que disponibilizada no mercado, não foi capaz de gerar uma alteração no valor da cotação do valor mobiliário.

Em 2018, espera-se nova decisão judicial para o caso, a ser obtida no caso *Leidos, Inc., v. Indiana Public Retirement System* pela Suprema Corte, no processo classificado pela Suprema Corte como de número 16-581. A discussão envolve verificar se há responsabilidade decorrente do art. 10 do *Securities Exchange Act* de 1934 e da Regra 10b 5 para a companhia que deliberadamente omite informações do mercado ou se, ao contrário, a responsabilidade existiria apenas nas situações em que a omissão futura tornou

errada a percepção do mercado sobre a companhia com base na informação efetivamente divulgada no passado.¹⁷⁴

6.8 Conclusões sobre o Direito Americano em 85 anos de História

De 1933, data de promulgação do *Securities Act* de 1933, a 2014, data de decisão do caso Halliburton, e 2018, data esperada para o julgamento do caso *Leidos*, pode-se perceber que houve opção harmônica e mantida durante todo esse período de 85 anos para tornar forte a responsabilidade pelos praticantes de fraude informacional. Em nenhum momento, o pêndulo se moveu para tornar a responsabilidade por dano informacional mais baseada na culpa dos administradores do que em relação à análise da prática fraudulenta em si.

Houve, de fato, especificações quanto à aplicação das regras de combate à fraude conforme as decisões judiciais da Suprema Corte indicam. Porém, nenhuma delas retirou, ou trouxe dúvidas, sobre a interpretação literal da Regra 10b 5 no sentido de que fraudes informacionais são proibidas e danos informacionais são objeto de reparação judicial baseada em interpretação pró lesado e contrárias, na maioria, contra o administrador praticante da fraude informacional.

São 85 anos de história dentro do maior mercado de valores mobiliários do mundo e que se valeu do direito positivo, em um país da *common law*, para combater a fraude e o dano informacionais.

O exemplo americano, feitas todas as ressalvas já feitas por esta Tese quanto ao transplante jurídico, bem serve a uma eventual reforma do Direito brasileiro nos temas de estudo aqui registrados.

¹⁷⁴ C.f. o extrato do caso na Suprema Corte: "QUESTION PRESENTED: Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 and its accompanying Rule 10b-5, an omission may be fraudulent only if the omitted information is necessary to make an affirmative statement "not misleading." Thus, "companies can control what they have to disclose ... by controlling what they say to the market." *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 45 (2011). In the decision below, however, the Second Circuit held that a company can be liable for securities fraud merely for omitting information required by a Securities and Exchange Commission ("SEC") regulation, even if those disclosures are not necessary to make affirmative statements not misleading."

Capítulo 7. O Subsídio da Regra de Abuso de Mercado do Direito Comunitário Europeu

A União Europeia possui regra comunitária sobre informação e mercado consubstanciada no Regulamento 596/2014. Os Regulamentos são textos legais com força normativa para os estados membros da União Europeia, ao contrário das Diretivas, as quais fixam objetivos gerais que devem ser, posteriormente, alcançados pela legislação de cada estado membro.

O Regulamento 596/2014 se auto intitula como um regulamento próprio a combater o abuso de mercado. A expressão “abuso de mercado”, se lida com base no histórico do Direito Comercial brasileiro, poderia levar o intérprete a pensar que se está diante de uma situação a envolver o Direito Concorrencial. Não é o caso. Abuso de mercado possui definição própria conforme o Regulamento 596/2014 e se refere a temas de uso de informação privilegiada como será melhor demonstrado abaixo.

O texto normativo traz disposições em grande número para as situações de *insider trading*. Porém, ainda que relacionadas a esse tema, que não se confunde com fraude e dano informacionais, tal como explicado no Capítulo 1 desta Tese, também traz regras de interesse para eventual reforma do Direito brasileiro no tema de estudo. Ou seja, há subsídios para os temas objeto de estudo por esta Tese, ainda que apresentados no contexto pelo qual se referem às situações de *insider trading*.

Conforme o item 23 do Regulamento 596/2014, o abuso de informação privilegiada, situação combatida pelo Regulamento, “consiste na obtenção de um benefício indevido a partir de informação privilegiada em detrimento de terceiros que desconhecem tal informação e, por conseguinte, na fragilização da integridade dos mercados financeiros e da confiança dos investidores.” Em uma leitura parcial, contida por essa primeira parte do item 23, o Regulamento 596/2014 poderia ser entendido remotamente como aplicável à fraude informacional. Porém, a segunda parte do seu texto normativo restringe a sua aplicação para as situações de *insider trading*: “Assim, a proibição do abuso de informação privilegiada deverá aplicar-se quando a pessoa que dispõe de informação privilegiada retira um benefício indevido da vantagem obtida com essa informação, realizando com base na

mesma operações no mercado de aquisição ou alienação, cancelamento ou alteração, de uma ordem, incluindo sob a forma tentada, por sua conta ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente, de instrumentos financeiros a que essa informação diga respeito (...).”

A primeira observação, portanto, que pode ser extraída do Regulamento 596/2014 é que confiança e busca da preservação da integridade informativa do mercado são objetivos perseguidos explicitamente pelo legislador comunitário e que se apresentam como valores dentro da Teoria Tridimensional do Direito aplicada ao caso. Não se vê nenhuma incongruência em tomar referidos valores explícitos também como resultados úteis a serem perseguidos pelo Direito e por reformas legislativas que venham a ser feitas com esse propósito.

Já o abuso de mercado, conforme o item 7 do Regulamento 596/2014, “é o conceito que abrange condutas ilícitas nos mercados financeiros e (...) deve ser entendido como consistindo no abuso de informação privilegiada, na transmissão ilícita de informação privilegiada e na manipulação de mercado”, condutas que, conforme o mesmo item 7, “impedem uma transparência plena e adequada do mercado, indispensável às operações de todos os agentes económicos num mercado financeiro integrado.”

Mais uma vez, se vê quais são os objetivos perseguidos e como a temática da informação tenta ser protegida pelo Direito.

O abuso de mercado informado é o abuso de informação, expressão que também pode ser lida pelo seu impacto: a ofensa à integridade do mercado (ou aos pressupostos de informação disponível sobre a qual as cotações dos valores mobiliários foram formadas). Nesse aspecto, as regras de combate ao *insider trading* e as regras de combate à fraude informacional partem da mesma premissa e procuram atingir o mesmo objetivo: proteger a integridade do mercado, sendo que a integridade estaria presente quando não houvesse informação privilegiada sendo utilizada por alguns (no que se refere ao *insider trading*) ou não houvesse informação fraudada passível de ser utilizada por todos (para se referir às situações de fraude e dano informacionais).¹⁷⁵

¹⁷⁵ A sofisticação do Regulamento 596/2014 pode ser vista, também, a partir da sua preocupação com a preservação da atuação dos *market makers*, contratados para o propósito de darem liquidez para a negociação

Outro aspecto interessante diz respeito ao caráter elucidativo do texto legal. O Regulamento 596/2014 traz verdadeira doutrina dentro do seu texto que, além de permitir a interpretação das suas próprias regras, funciona como uma explicação da regra normativa nele prevista. Nos termos do seu item 14, os “investidores razoáveis baseiam as suas decisões de investimento nas informações colocadas à sua disposição, isto é, informações disponíveis *ex ante*. Por conseguinte, a questão de saber se um investidor razoável, ao tomar a sua decisão de investimento é suscetível de ter em conta uma dada informação, deverá ser apreciada com base na informação disponível *ex ante*. Esta avaliação deve ter em conta o impacto previsível das informações, à luz do conjunto das atividades do emitente com elas relacionadas, a fiabilidade da fonte de informação e quaisquer outras variáveis do mercado que, nas circunstâncias em causa, possam afetar os instrumentos financeiros, os contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou os produtos leiloados com base nas licenças de emissão.”

Por essa razão é que o próprio Regulamento 569/2014, em item posterior (item 49), reforça, da mesma forma como feito por EUGENE FAMA e acima comentado em capítulo anterior, a constatação de que a “divulgação ao público da informação privilegiada por um emitente é fundamental para evitar o abuso de informação privilegiada e garantir que os investidores não são induzidos em erro” ressaltando, que a divulgação, em circunstâncias

dos valores mobiliários dos emissores que são contratantes dos seus serviços, tal como feito pelos itens 29 e 30, que estabelece que, “a fim de evitar a proibição indevida de formas de atividade financeira que são legítimas, nomeadamente quando não exista qualquer efeito de abuso de mercado, é necessário reconhecer determinadas condutas como legítimas. Tal pode incluir, por exemplo, reconhecer o papel dos criadores de mercado quando agem na capacidade legítima de fornecer liquidez ao mercado. (30) O mero facto de os criadores de mercado ou as pessoas autorizadas a agir como contrapartes se limitarem a exercer a sua atividade legítima de compra ou venda de instrumentos financeiros, ou de as pessoas autorizadas a executar ordens em nome de terceiros com informação privilegiada se limitarem a cancelar ou alterar devidamente uma ordem, não deverá ser considerado, por si só, utilização de informação privilegiada.” O mesmo ocorre com as sondagens de mercado, necessárias e usuais de serem feitas antes da efetivação da distribuição dos valores mobiliários, que também foram objeto de tratamento pelo Regulamento 596/2014, sendo classificadas como permitidas e não caracterizadas, em princípio, como abuso de informação ou abuso de mercado: “(32 As sondagens de mercado são interações entre um vendedor de instrumentos financeiros e um ou mais investidores potenciais, antes do anúncio de uma operação, a fim de avaliar o interesse de investidores potenciais numa possível operação e a fixação do seu preço, volume e estruturação. As sondagens de mercado poderão implicar uma oferta inicial ou secundária de valores mobiliários relevantes e são distintas da sua negociação normal. Constituem um instrumento precioso para avaliar a opinião dos investidores potenciais, reforçar o diálogo com os acionistas, garantir que as transações se desenrolem normalmente e que as opiniões dos emitentes, acionistas existentes e novos investidores potenciais se encontrem alinhadas. Podem ser particularmente benéficas quando os mercados perderam a confiança ou um índice de referência relevante ou se encontram voláteis. Assim, a capacidade de efetuar sondagens de mercado é importante para o bom funcionamento dos mercados financeiros e as sondagens de mercado não deverão ser consideradas, por si só, abuso de mercado.”

especiais, pode prejudicar os interesses legítimos do emitente e, “Nessas circunstâncias, deverá permitir-se uma divulgação diferida desde que o diferimento não seja suscetível de induzir o público em erro e o emitente seja capaz de assegurar a confidencialidade dessa informação.”

A esse respeito, sobre a não indução do público em erro, pode-se perceber que o Regulamento 569/2014 deu um passo além em relação à Lei 7.492 (Lei de Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional) que, conforme acima comentada em capítulo anterior, também trata da indução em erro. O Regulamento 569/2014 aprofundou o tratamento do tema porque detalhou, com profundidade, as situações nas quais o diferimento da informação poderia ocorrer sem que o emissor estivesse a praticar comportamento ilícito. Ou seja, trouxe tratamento para o tema que “fechou” possíveis interpretações “abertas” sobre a ilicitude (ou não) do diferimento da divulgação da informação. No caso, esse tratamento está previsto no item 50, da seguinte forma: “Para efeitos de aplicação dos requisitos relativos à divulgação ao público de informação privilegiada e de deferimento dessa transmissão ao público, (...) os interesses legítimos podem, em especial, estar relacionados com as seguintes situações, que não constituem uma enumeração exaustiva: a) Negociações em curso ou elementos conexos, sempre que a divulgação pública possa afetar os resultados ou o curso normal dessas negociações. Em particular, no caso de a viabilidade financeira do emitente correr um risco grave e iminente, mesmo que não seja abrangida pela legislação pertinente em matéria de insolvência, a divulgação pública de informação pode ser diferida durante um período limitado para evitar que os interesses dos acionistas existentes e potenciais sejam seriamente afetados, comprometendo a conclusão de negociações específicas destinadas a garantir a recuperação financeira a longo prazo do emitente; b) Decisões tomadas ou contratos celebrados pelo órgão de direção de um emitente, que necessitem da aprovação de outro órgão social do emitente para se tornarem eficazes, sempre que a organização desse emitente exigir a separação entre esses órgãos, desde que a divulgação pública da informação antes da sua aprovação, em simultâneo com o anúncio de que esta aprovação permanece pendente, comprometa a correta apreensão da informação pelo público.” A conclusão desse tratamento é que a *ratio* é a de promover o interesse do emitente caso a divulgação, que na prática é feita em favor de terceiro que não o emitente, ainda que seu acionista, prejudique o próprio emitente.

Na mesma linha, o item 15 afirma que informação *ex post* pode ser utilizada para verificar a presunção de que os preços são sensíveis à informação *ex ante*, mas não deverá ser utilizada contra pessoas que tenham extraído conclusões razoáveis das informações *ex ante* colocadas à sua disposição.”

Algumas conclusões podem ser extraídas a partir da regra trazida pelo item 15 do Regulamento 596/2014, sendo a primeira delas o fato que o regime informacional das companhias abertas possui caracteres autopoiéticos, e a segunda que a informação divulgada não deixa de ter um aspecto instrumental, servindo para verificar se outras informações também divulgadas pela companhia, contrapostas às anteriormente divulgadas, indicam se alguma delas é ou não inverídica, especialmente se analisadas a partir de uma relação de causa e efeito, ou outra relação de passado e presente ou, ainda, se a mera contraposição já indica a falta de veracidade.¹⁷⁶

Damesma forma como feito pelo Código de Defesa do Consumidor brasileiro e comentado acima em capítulo anterior, o Regulamento 596/2014 traz, como premissa básica do mercado, o fato de que a informação deve ser precisa e idônea como aptas a gerarem segurança jurídica para os participantes do mercado. Esses requisitos mencionados da informação estão

¹⁷⁶ “Item 18: A segurança jurídica deverá ser reforçada para os participantes do mercado, através de uma definição mais rigorosa de dois dos elementos essenciais para a definição de informação privilegiada, isto é, o caráter preciso dessa informação e a idoneidade para influenciar de maneira sensível os preços dos instrumentos financeiros, nos contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou nos produtos leiloados com base nas licenças de emissão. No que diz respeito aos derivados que são produtos energéticos grossistas, deve considerar-se como informação privilegiada, em particular, a informação cuja divulgação é exigida ao abrigo do Regulamento (UE) n. 1227/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho.”

¹⁷⁷ Cf.: “Autopoietic machines are homeostatic machines. Their peculiarity, however, does not lie in this but in the fundamental variable which they maintain constant. An autopoietic machine is a machine organized (defined as a unity) as a network of processes of production (transformation and destruction) of components that produces the components which: (i) through their interactions and transformations continuously regenerate and realize the network of processes (relations) that produced them; and (ii) constitute it (the machine) as a concrete unity in the space in which they (the components) exist by specifying the topological domain of its realization as such a network. It follows that an autopoietic machine continuously generates and specifies its own organization through its operation as a system of production of its own components, and does this in an endless turnover of components under conditions of continuous perturbations and compensation of perturbations” in H. Maturana - F. J. Varela, *De Maquinas Y Seres Vivos*, s.l., Editorial Universitaria, 1972, (trad. inglês de R. S. Cohen e M. W. Wartofsky, *Autopoiesis and Cognition – The Realization of Living*, Dordrecht, D. Reidel Publishing Company, 1980), pp. 78-79.

¹⁷⁸ Cf.: “Como si è detto, peraltro, l’influenza della disclosure philosophy è giunta in maniera pervasiva anche in Europa, dove infatti gran parte della legislazione comunitaria del mercato finanziario si fonda oggi su obblighi informativi, anche in questo caso manifestamente ispirati all’idea che il mercato dei capitali sia effettivamente in grado di recepire nei prezzi degli strumenti in esso negoziati quanto meno tutte le informazioni rese pubblicamente disponibili.” in *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario cit.* (nota 2 supra), pp. 18-19.

expressos no item 18 do Regulamento 596/2014: “*A segurança jurídica deverá ser reforçada para os participantes do mercado, através de uma definição mais rigorosa de dois dos elementos essenciais para a definição de informação privilegiada, isto é, o carácter preciso dessa informação e a idoneidade para influenciar de maneira sensível os preços dos instrumentos financeiros (...)*”.

Analisando-se os demais elementos principais do Regulamento 569/2014, naquilo que interessa à esta Tese, vale rever o conceito de informação privilegiada fornecido pelo Regulamento, que o conceitua como sendo a “*informação com carácter preciso, que não tenha sido tornada pública e diga respeito, direta ou indiretamente, a um ou mais emitentes ou a um ou mais instrumentos e que, caso fosse tornada pública, seria idónea para influenciar de maneira sensível o preço desses instrumentos financeiros ou dos instrumentos financeiros derivados com eles relacionado*” (art. 7º, 1, “a); e a conduta de manipulação de mercado.

A manipulação de mercado prevista no Regulamento 569/2014 trata, pode-se assim dizer, das situações usuais de manipulação de mercado, colocando a fraude informacional como uma conduta praticável em conjunto com os movimentos de compra e venda de valores mobiliários que causam alterações no curso normal de negociação dos valores mobiliários emitidos.

É possível, com esforço interpretativo, incluir a prática de fraude informacional *per se* como uma conduta proibida porque caracterizada como forma de manipulação de mercado conforme o seu art. 12. Porém, esforços interpretativos são restringidos pelo fato de que, conceitualmente, a manipulação de mercado é praticada com ordens de compra ou venda, e não através de simples fraude, sendo a divulgação de informação fraudada a conduta praticada.

Conforme o art. 12 do Regulamento, a manipulação de mercado “engloba as seguintes atividades: a) Realizar operações, colocar uma ordem ou qualquer outra conduta que: i) dê ou seja idónea para dar indicações falsas ou enganosas no que respeita à oferta, à procura ou ao preço de instrumentos financeiros, de um contrato de mercadorias à vista com eles relacionado ou de um produto leiloadado baseado em licenças de emissão, ou ii) assegure ou seja idónea para assegurar o preço de um ou mais instrumentos financeiros de contratos

de mercadorias à vista com eles relacionados ou de um produto leilado baseado em licenças de emissão a um nível anormal ou artificial; exceto se a pessoa que realizou as operações colocou as ordens ou praticou outra conduta faça prova de que essa operação, ordem ou conduta tiveram lugar por razões legítimas e se encontram em conformidade com as práticas de mercado aceites, (...) b) Realizar operações, colocar uma ordem ou qualquer outra atividade ou conduta que afete, ou seja idónea para afetar, o preço de um ou mais instrumentos financeiros, um contrato de mercadorias à vista com eles relacionado ou um produto leilado baseado em licenças de emissão, recorrendo a procedimentos fictícios ou quaisquer outras formas de engano ou artifício; c) Divulgar informações através dos meios de comunicação social, incluindo a Internet, ou através de outros meios, que deem ou sejam idóneas para dar indicações falsas ou enganosas quanto à procura ou preço de um instrumento financeiro, um contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou um produto leilado baseado em licenças de emissão, ou fixem ou sejam idóneas para fixar o preço de um ou vários instrumentos financeiros, contratos de mercadorias à vista com eles relacionados ou um produto leilado baseado em licenças de emissão a um nível anormal ou artificial, incluindo a divulgação de rumores, quando a pessoa que procedeu à divulgação sabia ou devia saber que essas informações eram falsas ou enganosas; (...) 2. Considera-se como manipulação de mercado, entre outros, a seguinte conduta: (...) d) Tirar proveito do acesso ocasional ou regular aos meios de comunicação social tradicionais ou eletrónicos emitindo opiniões sobre um instrumento financeiro, um contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou um produto leilado baseado em licenças de emissão (ou indiretamente sobre o respetivo emitente), tendo previamente tomado posições nesse mesmo instrumento financeiro ou contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leilado baseado em licenças de emissão e tirando seguidamente proveito do impacto dessa opinião no preço do instrumento financeiro ou contrato de mercadorias à vista com ele relacionado ou produto leilado baseado em licenças de emissão, sem simultaneamente ter divulgado, de forma adequada e eficaz, o conflito de interesses existente;”.

A alínea “c” do art. 12 acima mencionado pode ser interpretada, dentro do esforço interpretativo mencionado, como forma de proibição da fraude informacional dentro do contexto regulatório introduzido pelo Regulamento 569/2014. A alínea “d”, também acima destacada, não deve ser interpretada para os fins de fraude informacional estudados por esta Tese porque diretamente relacionada com situações de *insider trading*.

Porém, o caráter inovador que essa alinha “d” traz e que bem serve ao propósito desta Tese é o fato dela prever que comunicações em meios de comunicação social, que incluem as redes sociais disponíveis na internet, e, portanto, estão fora dos canais oficiais (obrigatórios) de comunicação da companhia podem servir como meios para divulgação de informação fraudada. A mesma preocupação foi apresentada pelo Regulamento no seu art. 21 que, tratando da *“Divulgação ou difusão de informação nos meios de comunicação social”*, ressalva a *“liberdade de imprensa e à liberdade de expressão em outros meios de comunicação social e as regras ou os códigos que regulam a profissão jornalística”*, mas veda divulgações feitas nesses meios que proporcionem: *“uma vantagem ou benefício resultante da transmissão ou difusão da informação em causa” às pessoas envolvidas com a sua divulgação, e também veda a “divulgação ou difusão [que] seja feita com a intenção de induzir o mercado em erro no que respeita à oferta, à procura ou ao preço dos instrumentos financeiros.”*

A análise usual do tema do regime informacional dos emissores de valores mobiliários leva em conta a checagem de informações divulgadas pelo emissor *versus* a veracidade dessas informações e seus impactos para aqueles que nela confiaram para suas decisões de investimento.

O caráter inovador do Regulamento é o reconhecimento, especialmente nos dias de hoje, de que a informação fraudada por ser levada ao conhecimento do mercado através das formas diversas de comunicação social, que são distintas dos canais oficiais de divulgação. Dessa forma, deixa-se de focar atenção sobre o meio e joga-se atenção para o resultado da conduta praticada: subsidiar a percepção do mercado com informações não verídicas.

Caminhando para o final da análise do Regulamento 569/2014, é necessário voltar para o início do seu texto normativo. É que o legislador comunitário não teve qualquer objeção em declarar a importância do mercado de valores mobiliários para a economia da União Europeia: nos termos dos itens 1 do preâmbulo do Regulamento 569/2014, foi afirmado que *“(1) Um verdadeiro mercado interno para os serviços financeiros é fundamental para o crescimento económico e a criação de emprego na União”*. Mas, para tanto, *“(2) Um mercado financeiro eficiente, integrado e transparente exige a integridade do mercado. O bom funcionamento dos mercados de valores mobiliários e a*

194

confiança do público nesses mercados são uma condição essencial do crescimento económico e da prosperidade. As situações de abuso de mercado prejudicam a integridade dos mercados financeiros e a confiança do público nos valores mobiliários e instrumentos derivados”.

O Regulamento 569/2014, portanto, traz subsídios para reforma do Direito brasileiro em tema de combate à fraude e dano informacionais. Esse subsídio inicia pelo reconhecimento legislativo da importância dos mercados de valores mobiliários para o desenvolvimento econômico de um país (ou de países, no caso dos Estados membros da União Europeia), passa pelas disposições aprofundadas sobre o que vem a ser abuso de informação e abuso de mercado, com linguagem que pode ser aproveitada para fins de melhoria legislativa, revê o conceito de manipulação de mercado e, de forma extremamente importante para os dias de hoje, traz abertura para que informações divulgadas em canais de comunicação social possam vir a ser caracterizadas como formas de prática de fraude informacional.

7.1 As Diretivas 2003/71 e 2001/31

Esta Tese procurou buscar subsídios para seus temas de estudo com base no Regulamento 569/2014 pelo avanço que sua regulamentação proporciona e pelo fato dele se constituir em norma obrigatória para os estados membros da União Europeia, apesar de não tratar propriamente da fraude e dano informacionais, mas sim das situações de *insider trading*, para se utilizar de expressão mais usualmente utilizada no Brasil.

Não se desconhece a existência de duas Diretivas comunitárias que tratam mais propriamente dos temas objeto de estudo por esta Tese, quais sejam, a Diretiva 2003/71, relativa ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação, e a Diretiva 2004/109, relativa à harmonização dos requisitos de transparência no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação em mercado regulamentado.

Essas Diretivas, em particular, podem ser vistas como avanços no momento de suas respectivas adoções mas, transcorrida uma década e meia da sua introdução no mundo do Direito, o regramento nelas previsto já se difundiu por ordenamentos ao redor do mundo, tanto por meio de leis quanto por meio de regulamentos

administrativos baixados pelos órgãos reguladores do mercado de capitais. As sugestões normativas tratam de conteúdo de prospecto, informações periódicas, informações em caso de troca de controle, enfim, situações já habituais e presentes nos regramentos de divulgação de informações por parte dos emissores.

Segundo VINCENZO CARIDI, *grande parte da legislação comunitária europeia se baseia em obrigações de natureza informativa*.¹⁷⁸ Dessa forma, o mesmo racional do *disclosure* presente no Direito americano está previsto no Direito da União Europeia.

O mesmo VINCENZO CARIDI reforça um aspecto presente em ambas as Diretivas, qual seja, a consagração da proteção da confiança como um objetivo a ser perseguido pelo legislador para as operações realizadas no mercado de valores mobiliários. Segundo CARIDI, *a confiança é a ratio que organiza a disciplina da divulgação de informações ao mercado*.¹⁷⁹

As disposições das Diretivas citadas por VINCENZO CARIDI são o item 18 do preâmbulo da Diretiva 2003/71 e o item 41 do preâmbulo da Diretiva 2004/109.

O item 18 traz a correlação direta entre prestação de informações, sua concentração no prospecto, e a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários, afirmando que “(18) O fornecimento de informação completa sobre os valores mobiliários e respectivos emitentes, juntamente com regras de conduta, promove a protecção dos investidores. Além disso, tal informação representa um meio eficaz para reforçar a confiança nos valores mobiliários, contribuindo assim para o bom funcionamento e desenvolvimento

¹⁷⁸ Cf.: “Como si è detto, peraltro, l’influenza della disclosure philosophy è giunta in maniera pervasiva anche in Europa, dove infatti gran parte della legislazione comunitaria del mercato finanziario si fonda oggi su obblighi informativi, anche in questo caso manifestamente ispirati all’idea che il mercato dei capitali sia effettivamente in grado di recepire nei prezzi degli strumenti in esso negoziati quanto tutte le informazioni rese pubblicamente disponibili.” in *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario cit.* (nota 2 supra), pp. 18-19.

¹⁷⁹ Cf. “Ed. infatti, in linea con la tesi sopra prospettata, alla stregua della quale gli atti di investimento si qualificano come atti di fiducia o sfiducia ed in base alla quale, anzi, è lo stesso meccanismo di formazione dei prezzi di mercato ad essere presentato come dipendente da dinamiche di tipo fiduciario, il legislatore comunitario individua proprio nella fiducia degli investitori la ratio che presiede ad ognuno dei momenti nei quali si articola la variegata disciplina dell’informazione al mercato.” in *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario cit.* (nota 2 supra), pp. 55-56.

dos mercados de valores mobiliários. Essa informação deve ser prestada mediante a publicação de um prospecto.”

Já o item 41, de forma semelhante demonstra a correlação entre transparência-divulgação de informações- proteção da confiança: “(41) Atendendo a que os objectivos da presente directiva, a saber, assegurar a preservação da confiança dos investidores através de uma transparência equivalente em toda a Comunidade (...)”.

Além dos pontos levantados por CARIDI, devem ser feitas referências a alguns pontos de interesse presentes na Diretiva 2004/109, iniciando pelo item 1 do seu preambulo, que, como já afirmado nesta Tese, foge de qualquer timidez em afirmar a importância dos mercados de valores mobiliários e de sua eficiência, tal como faz da seguinte forma: “A existência de mercados de valores mobiliários eficientes, transparentes e integrados contribui para um mercado único genuíno na Comunidade e promove o crescimento e a criação de emprego através de uma melhor afectação dos capitais e de uma redução dos custos. A publicação de informações exactas, completas e oportunas sobre os emitentes de valores mobiliários reforça a confiança dos investidores e permite-lhes formarem um juízo fundamentado sobre o seu desempenho empresarial e o seu património, promovendo assim tanto a protecção dos investidores como a eficiência do mercado.”

O trecho acima mencionado traz, no corpo da Diretiva, *uma quase norma*, para se utilizar expressão desprovida de rigor técnico na identificação das fontes do Direito, o reconhecimento afirmado pela doutrina sobre importância do mercado e necessidade de que o mesmo opere de forma eficiente, entendendo-se como eficiente o mercado eficiente de EUGENE FAMA acima explicado.

Para se atingir esse nível ideal de eficiência do mercado, a Diretiva 2004/109, no item 22 do seu preambulo, reconhece o princípio da igualdade de tratamento, diferenciando o que é direito de informação e direito de voto. A lógica por traz da diferenciação é o fato de que o total de votos (ou de propriedade acionária geradora de direitos de voto) não deve ser visto como medida do quanto de informação sobre o valor mobiliário deve ser divulgada ao acionista. Minoritários devem receber a mesma informação que os controladores pela maioria do capital.

O poder da informação, assim entendida a posição de controlador ou administrador que traz ao seus detentores a possibilidade de terem o primeiro acesso às informações, passa a ser disciplinado, também, pela regra da igualdade de tratamento: o acesso prioritário à informação não retira a exigência de que a informação seja divulgada aos demais acionistas, como poderia ser facilmente pensado por aqueles que, estando na posição de controladores, pensam que o controle lhes traz, apenas, prerrogativas e não deveres.

Assim está a previsão do princípio da igualdade de tratamento no texto da Diretiva 2004/109: “(22) A informação permanente de titulares de valores mobiliários admitidos à negociação num mercado regulamentado deve continuar a pautar-se pelo princípio da igualdade de tratamento. Essa igualdade de tratamento apenas diz respeito aos accionistas que se encontrem na mesma posição, não afectando, por conseguinte, a questão da quantidade de direitos de voto que podem ser atribuídos a uma acção específica.”

Há princípios que são fixados no texto da Diretiva 2004/109 que poderiam ser expressos em qualquer texto normativo que se proponha a tratar do tema das informações dos emissores de valores mobiliários. Conforme a redação do item 36, esses princípios são aplicáveis para preservar e garantir: “a necessidade de garantir a confiança dos investidores nos mercados financeiros, promovendo níveis de transparência elevados nesses mercados; a necessidade de proporcionar aos investidores um vasto conjunto de investimentos concorrentes e um grau de divulgação e protecção adaptado às suas circunstâncias, a necessidade de garantir a aplicação coerente das regras pelas autoridades reguladoras independentes, especialmente no que se refere ao combate aos crimes económicos, a necessidade de altos níveis de transparência e de consulta com todos os participantes no mercado e com o Parlamento Europeu e o Conselho, a necessidade de incentivar a inovação nos mercados financeiros, para que estes sejam dinâmicos e eficientes, a necessidade de garantir a integridade do mercado mediante um acompanhamento atento e reactivo das inovações financeiras (...)”¹⁸⁰

¹⁸⁰ Por se tratar de transcrição de texto legal, foi mantida a sua redação com base nas regras de ortografia e gramática de Portugal, vigentes na versão em português da Diretiva por ocasião da sua promulgação.

Voltando ao tema da divulgação dos acordos de acionistas e fragilidade do art. 118 da Lei 6.404, acima mencionado, pode-se perceber que a Diretiva 2004/109, em seu art. 10º, também cuidou do tema, não tanto pelos aspectos de possibilidade de reconhecimento de anulação do voto proferido com base no acordo oculto, mas sim pela especificação de diversas situações nas quais o acordo de voto celebrado deve ser levado ao conhecimento público.

É fato, e isso não se discute, que a simples existência de regra legal determinando que acordo de acionistas deve ser levado ao conhecimento do órgão regulador e do público acionário traz a obrigação de qualquer acordo de voto, sob qualquer modalidade, obedecer a essa regra.

A opção feita pela Diretiva 2004/109, nesse sentido, mostra-se não tão relevante se analisada conforme o critério da regra escolhida, mas sim conforme pelo caráter esclarecedor e eliminador de dúvidas sobre a sua aplicação. De qualquer forma, a existência da regra reforça a necessidade de que, para fins de boa divulgação de informações ao mercado, cuidados com o tema sobre quem exerce, por meio de acordo de voto, o controle da sociedade merecem ser tomados. Assim é a regra constante do art. 10º da Diretiva 2004/109: “Artigo 10º. Aquisição ou alienação de percentagens significativas dos direitos de voto. Os requisitos de notificação definidos nos n.os 1 e 2 do artigo 9º são igualmente aplicáveis às pessoas singulares ou colectivas que possam adquirir, alienar ou exercer direitos de voto em qualquer dos seguintes casos ou através de uma combinação dos mesmos: a) Direitos de voto detidos por um terceiro com o qual essa pessoa singular ou colectiva tenha celebrado um acordo que os obrigue a adoptarem, através do exercício concertado dos direitos de voto que possuem, uma política comum duradoura em relação à gestão do emitente em causa; b) Direitos de voto detidos por um terceiro por força de um acordo celebrado com essa pessoa singular ou colectiva em que se preveja uma transferência temporária e a título oneroso dos direitos de voto em causa; c) Direitos de voto inerentes a acções dadas em garantia a essa pessoa singular ou colectiva, desde que esta controle os direitos de voto e declare a sua intenção de os exercer; d) Direitos de voto inerentes a acções relativamente às quais essa pessoa singular ou colectiva tenha o usufruto; e) Direitos de voto detidos, ou que possam ser exercidos na acepção das alíneas a) a d), por uma empresa controlada por essa pessoa singular ou colectiva; f) Direitos de voto inerentes a acções depositadas junto dessa pessoa singular ou colectiva e que esta possa exercer segundo o seu

critério na ausência de instruções específicas dos accionistas; g) Direitos de voto detidos por um terceiro em seu nome, por conta dessa pessoa singular ou colectiva; h) Direitos de voto que essa pessoa singular ou colectiva possa exercer na qualidade de procurador e segundo o seu critério na ausência de instruções específicas dos accionistas.”

A Diretiva 2003/71, que é relativa “ao prospecto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação”, traz a obrigação e conteúdo do prospecto a ser preparado e divulgado, cujo teor regulatório em muito se aproxima do que já existe ao redor do mundo em termos de conteúdo de prospectos, o que faz com que a análise do seu conteúdo possa ser dispensada pelo estudioso do tema.

Porém, a disposição do item 19 do seu preâmbulo, traz luz sobre o tema e faz com que a mente do estudioso do tema das divulgações de informações pelas companhias abertas caminhe em uma determinada direção ou, valendo-se do viés zetético da questão, caminhe por mais uma direção.

Na versão em português do item 19 do preâmbulo da Diretiva 2003/71, está escrito que “(19) O investimento em valores mobiliários, tal como qualquer outra forma de investimento, pressupõe um risco. São necessárias salvaguardas para a protecção dos interesses dos investidores efectivos e potenciais em todos os Estados-Membros, a fim de estes estarem em condições de proceder a uma avaliação informada de tais riscos, de modo a tomarem as decisões de investimento com pleno conhecimento dos factos.”

Ou seja, com conhecimento de causa sobre os interesses em jogo no investimento ofertado ou nas atividades da companhia aberta que recorre ao mercado de capitais como fonte de financiamento de suas atividades.

Ou seja, também, em outras palavras, a consagração da regra de que investidores devem ser informados sobre o risco. Assumir o risco é opção do investidor. Não é opção do Direito.

O fato é que as Diretivas 2003/71 e 2001/31 são as diretivas próprias a cuidarem do tema da divulgação de informações no âmbito comunitário, ainda que, como se

disse, próprias para estimularem a adoção de regramentos semelhantes por parte dos Estados membros, e sem força obrigatória perante esses mesmos Estados membros.

Como visto, o subsídio do Regulamento 569/2014, em termos de conceitos e estratégias legais, é maior para o tema objeto de estudo desta Tese do que o subsídio oferecido pelas Diretivas mencionadas. Mesmo assim, ambas trazem luz para indicar caminhos de melhor do Direito brasileiro, a partir do reconhecimento da importância dos mercados de valores mobiliários para a economia de um país, do reconhecimento da importância informativa para fins de eficiência do mercado e da fixação de princípios que podem ser aplicados em eventual julgamento sobre dano informacional e necessidade de revisão *ex post* da conduta de terceiros envolvidos com o dever de divulgar informações para o mercado ou, também, mas em outras palavras, com a análise da conduta de terceiros aos quais se atribua deveres de divulgação de informações principalmente por ocuparem a posição de detentores do poder da informação do emissor de valor mobiliário.

Capítulo 8. O Direito Italiano

Alguns motivos levam o estudioso do Direito brasileiro a debruçar o olhar sobre o Direito italiano. Poder-se-ia dizer que se trata de um outro exemplo de sistema jurídico da *civil law*. Mas o aspecto que chama a atenção, e força a aplicação, é o fato do Direito italiano ter exercido influência sobre diversos ramos do Direito brasileiro. Liebman e Ascarelli continuam como referências para o Processo Civil e para o Direito Comercial. A Consolidação das Leis do Trabalho, ainda que recentemente reformada, ainda possui sua base e conceitos originados do Direito italiano. A doutrina italiana é, com frequência, citada pela doutrina brasileira.

Mas o que se defende como critério mais importante para o recurso ao estudo do Direito italiano é o fato de que ele se apresenta como um exemplo passível de ser seguido e implementado no Brasil. Como melhor trabalhado no capítulo 2, nem todo Direito importado é capaz de ser transplantado para outros países, uma vez que o passado jurídico e cultural são fatores importantes para a finalidade de produção efetiva de efeitos de uma norma jurídica importada.

Em função da sua influência passada e presente, o Direito italiano permite que muitos de seus textos normativos comportem importação para aplicação como norma jurídica no Brasil, razão pela qual esta Tese dedica algumas páginas ao seu estudo.

O Direito italiano possui um texto normativo próprio para disciplinar a conduta de companhias abertas e dos demais participantes dos mercados de capitais e financeiro: o *Testo Único della Finanza*, nome popular do *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, verdadeira consolidação sobre legislação aplicável aos mercados de capitais e financeiro, introduzida no ordenamento italiano pelo Decreto Legislativo 24, de 1958.

Antes de passar à análise do *Testo Único della Finanza*, também se deve mencionar, em estudo do Direito italiano, o art. 47 da Constituição da República da Itália. Inserido no capítulo das “Relações Econômicas” (*Rapporti economici*), o artigo 47 coloca como objetivos que *a República estimule e tutele a economia em todas as suas formas e*

controle o exercício do crédito; favoreça o acesso da economia popular às propriedades que sirvam como habitação, às propriedades agrícolas e ao investimento acionário nos grandes complexos produtivos do país. O mercado de capitais está consagrado na Constituição italiana.¹⁸¹

Sim, a Constituição que expressamente afirma que a Itália é uma república democrática fundada no trabalho, tal como feito pelo seu artigo 1º (“*L'Italia è una Repubblica democratica, fondata sul lavoro*”), também consagrou expressamente o mercado de capitais em seu texto constitucional.¹⁸² Tomando-se por base o texto constitucional italiano, pode-se afirmar algo óbvio, mas nem sempre lembrado: favorecimento do mercado de capitais e proteção ao trabalho não são valores incompatíveis entre si

Antes, ainda, de passar à análise das suas disposições de interesse para o estudo registrado nesta Tese, deve-se examinar o *Codice Civile* italiano que, aplicável tanto às companhias abertas quanto fechadas, possui uma disposição particularmente interessante para a temática das informações, prevista no artigo 2.381.

Referido artigo traz a obrigação de que a sociedade mantenha organização administrativa e contábil interna adequada à sua natureza e dimensão. Essa determinação, como consequência mediata, traz o resultado de que fraudes informacionais decorrentes de estrutura administrativa contábil interna deficiente gerem responsabilidade dos administradores justamente porque não efetivada a organização contábil interna, apta a produzir informação passível de ser retransmitida pela companhia.

¹⁸¹ Cf.: “Articolo 47. La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese.”

¹⁸² O trabalho também está consagrado no art. 1º da Constituição brasileira, porém, junto com outros valores: Art. 1º A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos: I - a soberania; II - a cidadania; III - a dignidade da pessoa humana; IV - os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa; V - o pluralismo político.”

<i>Codice Civile</i>	<i>Tradução Livre</i>
Art. 2381 (...) “Gli organi delegati curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa e riferiscono al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, con la periodicità fissata dallo statuto e in ogni caso almeno ogni sei mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate.”	Art. 2381 (...) Os órgãos delegados de administração devem garantir que a estrutura organizacional, administrativa e contábil seja adequada à natureza e ao tamanho da sociedade e devem informar ao conselho de administração e ao conselho fiscal, com a periodicidade estabelecida pelo estatuto social e, em qualquer caso, pelo menos de seis em seis meses, o andamento da gestão e a evolução previsível dos negócios de maior importância, pelas suas dimensões ou características, realizadas pela sociedade e suas controladas.

Uma disposição dessa natureza guarda relação de significância com o princípio da responsabilidade informativa, o qual é conceituado por VINCENZO CARIDI como sendo o princípio segundo o qual à menor transparência e simetria informativa deve corresponder uma maior responsabilidade conforme a fragilidade de informação. Um princípio de transparência que responsabiliza os não transparentes, naquilo em que deveriam ser transparentes conforme o Direito, pela relação não transparência, ausência de estrutura administrativa interna que poderia oferecer informações corretas, e dano informacional suportado.

Exemplos de eventual aplicação do princípio da responsabilidade informativa não faltam. Uma companhia que não disponha de *staff* e rotinas adequadas para devidamente contabilizar suas receitas e despesas, divulgando, por consequência, informações equivocadas sobre sua situação econômica, e provocando dano informacional quando a informação verdadeira se torna verificável pelo mercado, estaria obrigada a reparar o dano informacional conforme esse princípio.

Outro artigo de interesse particular para esta Tese é o artigo 2.339, que traz a responsabilidade dos fundadores de uma sociedade por ações. Segundo referido artigo, e

em particular, o seu parágrafo terceiro, existe responsabilidade que a doutrina italiana classifica como objetiva dos fundadores da sociedade perante a própria a sociedade e terceiros no que se referir ao capital subscrito e bens dados em formação do capital, pela veracidade das informações divulgadas publicamente quando da constituição da sociedade, sendo que o legislador italiano foi preciso o suficiente para estender a responsabilidade dos fundadores para as situações em que as comunicações feitas ao público o são por terceiros envolvidos pelos fundadores nos procedimentos de constituição da sociedade. Assim, consultores e avaliadores e quaisquer terceiros que emitam opiniões que sejam usadas no processo de constituição da sociedade e se mostrem como exemplos de fraude informacional levarão à responsabilização dos próprios fundadores pela conduta desses terceiros.

<i>Codice Civile</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>Art. 2339. Responsabilità dei promotori.</p> <p>I promotori sono solidalmente responsabili verso la società e verso i terzi:</p> <p>1) per l'integrale sottoscrizione del capitale sociale e per i versamenti richiesti per la costituzione della società;</p> <p>2) per l'esistenza dei conferimenti in natura in conformità della relazione giurata indicata nell'articolo 2343;</p> <p>3) per la veridicità delle comunicazioni da essi fatte al pubblico per la costituzione della società.</p> <p>Sono del pari solidalmente responsabili verso la società e verso i terzi coloro per conto dei quali i promotori hanno agito.</p>	<p>Art. 2339. Responsabilidade dos fundadores.</p> <p>Os fundadores são solidariamente responsáveis perante a sociedade e perante terceiros:</p> <p>1) pela integral subscrição do capital social e pelos procedimentos necessários para a constituição da sociedade;</p> <p>2) pela existência das contribuições em espécie de acordo com o relatório autenticado indicado no artigo 2343;</p> <p>3) pela veracidade das comunicações que fizeram ao público para a constituição da sociedade.</p> <p>Os fundadores também são solidariamente responsáveis perante a sociedade e terceiros pelos atos daqueles em nomes dos quais os fundadores agiram.</p>

Em relação ao art. 2339, VINCENZO CARIDI ressaltou a escolha do legislador por um regime de responsabilidade mais rigoroso no que se refere ao art. 2339.

Segundo o autor, *a escolha do legislador para a responsabilidade prevista pelo art. 2339 foi por um regime de responsabilidade objetiva, ou seja, a responsabilidade em seu grau mais rigoroso.*¹⁸³

Outro artigo de interesse para o tema, não tanto propriamente à temática do dano informacional, mas a ele aplicável e, com sua aplicação direcionando uma solução para o tema da reparação do dano informacional, é o art. 2395, o qual traz um direito de ação reparatório próprio ao sócio contra atos culposos ou dolosos dos administradores. A disposição desse artigo combinada com aquela do art. 2381, acima comentado, e qualquer outra que traga um dever de informar corretamente informações relevantes ao mercado, que provoque dano informacional, traz ao lesado o direito de administração contra o administrador, obviamente nas situações em que o nexo de causalidade esteja correlato à conduta do administrador. Assim dispõe o art. 2395:

<i>Codice Civile</i>	<i>Tradução Livre</i>
“Art. 2395. Azione individuale del socio e del terzo. Le disposizioni dei precedenti articoli non pregiudicano il diritto al risarcimento del danno spettante al singolo socio o al terzo che sono stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori. L'azione può essere esercitata entro cinque anni dal compimento dell'atto.”	Art. 2395. Ação individual do sócio e de terceiros. As disposições dos artigos antecedentes não prejudicam o direito de ressarcimento do dano referente ao sócio individualmente considerado ou aos terceiros que são diretamente lesados por atos culposos ou dolosos dos administradores. A ação poderá ser exercida em até cinco anos da ocorrência do ato.

VINCENZO CARIDI fez alguns comentários sobre o referido artigo e sua aplicação à temática do dano informacional. Segundo o autor, *esse artigo resolveu uma dúvida interpretativa sobre a ação de reparação contra administradores fundada em quebra de seus próprios deveres. A solução encontrada pelo legislador foi no sentido de considerar*

¹⁸³ Cf.: “Guardando all’ art. 2339 c.c. in questa prospettiva, viene innanzi tutto in evidenza che, come si è già notato, in esso il legislatore si è chiaramente ispirato ad un modello di responsabilità oggettiva, che anzi qui è impiegato nella sua versione più rigorosa, inducendo autorevole dottrina a parlare addirittura di una vera e propria garanzia.” in *Danno e Responsabilità dal Informazione al Mercato Finanziario cit.* (nota 2 supra), p. 208.

*danos causados pelos administradores para a própria sociedade e danos que, também decorrentes da quebra de deveres dos administradores, possuem efeitos para além da sociedade. O legislador trouxe um tratamento para a responsabilidade interna, própria para os danos causados pelo administrador contra o patrimônio da sociedade, e uma responsabilidade externa, destinada a ressarcir sujeitos que não a sociedade e independente de dano causado à sociedade. A responsabilidade interna e a responsabilidade externa se diferenciam conforme a tipicidade do ato ilícito que constitua a base do pedido reparatorio.*¹⁸⁴

Em outras palavras do próprio VINCENZO CARIDI, *se é verdade que o administrador responde perante terceiros e sócios a título de culpa, a sua negligência deverá ser avaliada não com base em critérios de prudência e perícia, mas sim com critérios baseados em standards de comportamento adstritos ao papel do administrador conforme o Direito Societário. Um dos parâmetros é a verificação se foi ou não criado um sistema de organização contábil e administrativa conforme o art. 2381 do Codice Civile, que seria um dever dos administradores.*¹⁸⁵

Assim como feito pelo Direito americano, o Direito italiano não teve timidez em afirmar a importância de se estabelecer a confiança como um objetivo da regulação do mercado de valores mobiliários. Esse reconhecimento foi feito pelo artigo 5º do *Testo Unico della Finanza*, o qual prevê como objetivos das atividades de regulação do

¹⁸⁴ Cf.: “Tuttavia, l’art. 2395 c.c. svela le sue peculiarità non appena si consideri che esso trova la propria *ratio* nella volontà di superare i dubbi interpretativi sollevati, sotto il vigore del codice civile del 1865 e del codice di commercio del 1982 (...) In particolare, in quel contesto normativo, era discusso se la violazione da parte dell’amministratore dei propri doveri verso la società potesse esporlo, oltre che all’ azione sociale di responsabilità (...) Il legislatore del’ 42 ha risolto il problema inserendo, tra le azioni esperibili contro gli amministratori quella individuale del socio e del terzo, la quale dunque deve essere interpretata nel senso che quando a seguito della violazione di doveri degli amministratori verso la società si siano prodotti anche effetti pregiudizievoli direttamente – ossia non quale effetto riflesso di una perdita partita dalla società – nella sfera giuridica, appunto, di soci e terzi, questi ultimi possano agire per ottenere il relativo risarcimento direttamente nei confronti degli amministratori.” in *Danno e Responsabilità dal Informazione al Mercato cit.* (nota 2 supra), pp. 210-211.

¹⁸⁵ Cf.: “In altri termini, se è vero che l’amministratore risponde verso soci e terzi a titolo de colpa, la sua negligenza dovrà essere valutata non già alla stregua di astratti criteri di perizia e prudenza, ma utilizzando quegli *standards* di comportamento ai quali l’amministratore stesso è richiesto di conformarsi dal diritto societario (...) utilizzando quale parametro di valutazione anche e proprio il principio di adeguatezza organizzativa, amministrativa e contabile, cui l’amministratore deve conformarsi nella gestione dell’impresa sociale (...) Orbene, dalle citate disposizioni emerge, per un verso, che gli amministratori delegati di s.p.a. quotate hanno l’obbligo di apprestare una adeguata struttura organizzativa, un adeguato sistema di controllo interno, nonché un adeguato e affidabile sistema di amministrativo contabile.” in *Danno e Responsabilità dal Informazione al Mercato cit.* (nota 2 supra), p. 213.

mercado de valores mobiliários *a salvaguarda da confiança no sistema financeiro, a proteção dos investidores, a estabilidade da correta operação do sistema financeiro, a competitividade do sistema financeiro*” (no original, “Art. 5 (Finalità e destinatari della vigilanza). 1. La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi: a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; ...”).

Feita essa observação inicial, pode-se verificar que o *Testo Único della Finanza* traz regras particularmente interessantes para o tema de estudo desta Tese.

A principal dessas regras é, conforme antecipado anteriormente nesta Tese, aquela que está prevista no art. 185 do *Testo Único della Finanza*, e prevê a fraude informacional como crime em si, sem a colocar como meio para outro crime e sem colocar outros elementos que desfavorecessem a sua aplicação.

O art. 185 positiva essa regra da seguinte forma:

<i>Testo Único della Finanza</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>“Art. 185 (Manipolazione del mercato)</p> <p>1. Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni.</p> <p>2. Il giudice può aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato quando, per la rilevante offensività del fatto, per le qualità personali del colpevole</p>	<p>Art. 185 (Manipulação de mercado)</p> <p>1. <u>Aquele que difundir notícias falsas ou realizar operação simuladas ou outros artificios concretamente aptos a causar uma alteração nas cotações dos instrumentos financeiros</u> é punido com reclusão de um a seis anos e com multa de vinte mil a três milhões de euros.</p> <p>2. Os tribunais podem aumentar a multa até o triplo ou até dez vezes o produto do crime ou seu lucro quando, pela relevância da ofensa praticada com os fatos, pelas qualidades pessoais dos culpados ou pelo</p>

o per l'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato, essa appare inadeguata anche se applicata nel massimo. (...)"	produto ou resultado do crime, a pena se parecer inadequada. (...)
--	--

Como se pode perceber, há preocupação explícita do legislador italiano em reprimir a divulgação de informações falsas sobre a companhia. Como o art. 185 não menciona um agente causador do ilícito em particular, pode-se afirmar que qualquer pessoa estará sujeita às sanções nele previstas, desde que praticante da situação lá mencionada, o que inclui administradores, não administradores, controladores e não acionistas.

Portanto, a dissuasão da prática de fraude informacional é mais fortalecida no Direito italiano a partir da possibilidade de sua caracterização como crime.

Outro artigo de interesse do TUF para os temas objeto de estudo por esta Tese é o art. 94, que trata do prospecto. Antes de se partir para a sua análise, pode-se, de antemão, ver que o texto normativo, na prática, apresenta o prospecto como uma cláusula aberta. O art. 94 deve ser lido com particular realce para seu parágrafo 8.

Pela relevância dada ao tema pelo legislador, inverte-se a ordem de apresentação normal do tema e inicia-se a explicação pelo referido parágrafo 8. Nos seus termos, há, de forma explícita, e presente no plano da lei (e não no plano do regulamento), responsabilidade do emissor, do ofertante e de eventuais garantidores, bem como de qualquer pessoa responsável pela elaboração de uma parte das informações inseridas no prospecto, por danos causados aos investidores que tomaram por base a veracidade e completude das informações inseridas no prospecto para sua decisão de investimento.

A responsabilidade prevista no parágrafo 8 favorece a dissuasão e o maior cuidados de terceiros para com a elaboração do prospecto, devendo-se ler “elaboração do prospecto” como sendo a atividade que fornece informações para que a eficiência do mercado seja efetivada. A disposição do parágrafo 8 favorece o combate ao dano informacional e comporta aplicação no Brasil.

O prospecto italiano é distinto do prospecto brasileiro. Segundo o mesmo art. 94 do TUF, parágrafos 1 e 2, ofertas devem ser precedidas da elaboração de um prospecto, aprovado pelo órgão regulador do mercado de valores mobiliários na Itália.

Se a lei brasileira fala no prospecto como o documento base para informar “as bases da companhia e os motivos que justifiquem a expectativa de bom êxito do empreendimento”, o prospecto italiano, como mencionado, foi pensando com abordagem diferente.

O prospecto italiano, conforme o parágrafo 2 do art. 94 do TUF, é o documento que deve conter, de forma fácil e passível de análise e compreensão, todas as informações que, segundo as características do emissor e dos valores mobiliários ofertados, são necessárias para que os investidores possam fazer seus juízos de valor sobre a situação patrimonial e financeira, resultados econômicos e perspectivas do emissor e de eventuais garantidores, bem como sobre os valores mobiliários ofertados e seus direitos. O mesmo parágrafo segundo afirma que o prospecto pode conter um resumo com linguagem não técnica para fornecer informações sobre as características fundamentais dos valores mobiliários para fins de sua avaliação pelos investidores no momento de realizarem a sua decisão de investimento.

O mesmo art. 94, em seu parágrafo sétimo, determina que suplementos do prospecto devem ser preparados e fornecidos se, após a aprovação do prospecto, surgir algum fato novo relevante, um erro material ou imprecisão relativos às informações contidas no prospecto e que possam influir na avaliação dos valores mobiliários ofertados.

Como o conteúdo das disposições do art. 94 mencionadas já foi traduzida e explicada nos parágrafos acima, pede-se licença para não apresentar sua replicação e, apenas, apresentar o conteúdo original em italiano das referidas disposições:

“Art. 94. 1. Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto. (...) Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob. (...)”

2. Il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi la quale, concisamente e con linguaggio non tecnico, fornisce le informazioni chiave nella lingua in cui il prospetto è stato in origine redatto. Il formato e il contenuto della nota di sintesi forniscono, unitamente al prospetto, informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti. (...)

7. Qualunque fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari e che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico deve essere menzionato in un supplemento del prospetto. (...)"

Os sistemas internos de prevenção a fraudes são obrigatórios na Itália. O Código obrigou a criação de um órgão interno, o *collegio sindacale*, com as obrigações de *controlar a administração da sociedade, supervisionar o cumprimento da lei e dos atos constitutivos e garantir a regular manutenção da contabilidade social, a correspondência do balanço com os resultados dos livros e escrita contábil e o cumprimento de normas estabelecidas para a avaliação do patrimônio social*. Uma primeira leitura dessas obrigações permite concluir que se trata de um rol levemente mais grave de obrigações se comparado com as existentes para o Conselho Fiscal brasileiro pelo simples fato que a lei italiana obriga o *collegio* a conferir o balanço com os números dos livros da sociedade. Por aqui, não que essa tarefa específica e detalhada não seja permitida: ela só não é obrigatória para o fim de dar efetividade às obrigações de “*analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia*” e “*examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar*” para se

usar os comandos previstos no art. 163 da Lei das S/A. A competência do *collegio sindacale* está prevista no art. 2403 do *Codice Civile*, e a sua prerrogativa de denunciar irregularidades a um órgão do Poder Judiciário e à própria assembleia está prevista nos artigos 152 e 153 do TUF:

<i>Codice Civile</i>	<i>Tradução Livre</i>
<p>“Art. 2403 Doveri del collegio sindacale</p> <p>Il collegio sindacale deve controllare l'amministrazione della società, vigilare sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo ed accertare la regolare tenuta della contabilità sociale, la corrispondenza del bilancio alle risultanze dei libri e delle scritture contabili e l'osservanza delle norme stabilite dall' art. 2426 per la valutazione del patrimonio sociale.”</p>	<p>Art. 2403 Atribuições do Collegio Sindacale</p> <p>O collegio sindacale deve controlar a administração da sociedade, supervisionar o cumprimento da lei e dos atos constitutivos e garantir a regular manutenção da contabilidade social, a correspondência do balanço com os resultados dos livros e escrita contábil e o cumprimento das normas estabelecidas no art. 2426 para a avaliação do patrimônio social.</p>

<i>Texto Unico della Finanza</i>	<i>Tradução</i>
<p>“Art. 152 (Denunzia al tribunale)</p> <p>1. Il collegio sindacale o il consiglio di sorveglianza o il comitato per il controllo sulla gestione, se ha fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei loro doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione che possono recare danno alla società o ad una o più società controllate, possono denunciare i fatti al tribunale ai sensi dell'articolo 2409 del codice civile. In tale ipotesi le spese per l'ispezione sono a carico della società (...)</p>	<p>Art. 152 (Denúncia ao tribunal)</p> <p>1. O collegio sindacale ou de supervisão ou o encarregado pela sua gestão, se tiver motivos para suspeitar que os diretores, em violação dos seus deveres, cometeram irregularidades graves na gestão que podem ser prejudiciais para a sociedade ou a uma ou mais sociedades controladas, podem comunicar os fatos ao tribunal nos termos do artigo 2409 do Código Civil. Neste caso, os custos da inspeção serão suportados pela sociedade (...)</p>

ed il tribunale può revocare anche i soli amministratori”	
---	--

<i>Texto Único della Finanza</i>	<i>Tradução</i>
<p>“Art. 153 (Obbligo di riferire all'assemblea)</p> <p>1. Il collegio sindacale, il consiglio di sorveglianza (...) riferiscono sull'attività di vigilanza svolta e sulle omissioni e sui fatti censurabili rilevati all'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio di esercizio (...)”</p>	<p>Art. 153 (Obrigação de informar a Assembleia)</p> <p>1. O collegio sindacale, o conselho de supervisão (...) devem informar suas atividades realizadas e quaisquer omissões ou fatos censuráveis encontrados para a assembleia convocada para aprovar as contas anuais (...)</p>

Também na Itália, há um normativo próprio para prevenir danos informacionais quando o valor mobiliário ofertado no mercado italiano   proveniente de uma companhia sediada em um país não transparente, sendo essa companhia sediada em um país não transparente a controladora ou controlada de uma sociedade italiana. Nesse caso, a lei deu poderes ao Governo para emitir regulamentos que contrabalanceassem a falta de transparência nas informa es. Referida norma   particularmente relevante para o Brasil pois, aqui, sob a forma de recibos de a es, companhias emissoras sediadas no exterior, embora com seus principais ativos aqui localizados, efetuaram distribui es públicas de a es, sendo que a atua o da Comissão de Valores Mobiliários, em tema de emissão de recibos de a es de companhias estrangeiras, parece estar mais preocupada em trocas de informa es com o órgão regulador do país da companhia emissora do que em atacar a assimetria informacional que o regime informacional do país sede do emissor produz se comparado com o brasileiro ou o desejável.

<i>Texto Único della Finanza</i>	<i>Tradução</i>
<p>“Art. 165-ter (Ambito di applicazione)</p> <p>1. Sono soggette alle disposizioni contenute nella presente sezione le societ� italiane con azioni quotate in mercati regolamentati, di</p>	<p>Art. 165 –ter (�mbito)</p> <p>1. Est�o sujeitos �s disposi�es contidas nesta se�o as sociedades italianas com a�es listadas em mercados</p>

<p>cui all'articolo 119, e le società italiane emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ai sensi dell'articolo 116, le quali controllino società aventi sede legale in Stati i cui ordinamenti non garantiscono la trasparenza della costituzione, della situazione patrimoniale e finanziaria e della gestione delle società, nonché le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati o emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, le quali siano collegate alle suddette società estere o siano da queste controllate. (...)</p>	<p>regulamentados, referidos no artigo 119, e emissores italianos de instrumentos financeiros distribuídos ao público de forma relevante, nos termos do artigo 116, as quais têm sede legal em Estados cujos ordenamentos não garantem a transparência da constituição, da situação patrimonial e financeira e da gestão da sociedade, bem como as sociedades italianas com ações cotadas nos mercados regulamentados ou instrumentos financeiros amplamente distribuído entre o público que são coligadas às sociedades estrangeiras mencionadas ou sejam por elas controladas. (...)</p>
<p>3. Gli Stati di cui al comma 1 sono individuati con decreti del Ministro della giustizia, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, sulla base dei seguenti criteri:</p>	<p>3. Os Estados-Membros referidos no n.º 1 devem ser identificados por decretos do Ministro da Justiça, em consulta com o Ministro da Economia e Finanças, com base nos seguintes critérios:</p>
<p>a) per quanto riguarda le forme e le condizioni per la costituzione delle società:</p>	<p>a) no que se refere às formas e as condições para a constituição das sociedades:</p>
<p>1) mancanza di forme di pubblicità dell'atto costitutivo e dello statuto, nonché delle successive modificazioni di esso;</p>	<p>1) a falta de formas de publicidade dos atos constitutivos e dos estatutos, bem como suas alterações subsequentes;</p>
<p>2) mancanza del requisito di un capitale sociale minimo, idoneo a garantire i terzi creditori, per la costituzione delle società, nonché della previsione di scioglimento in</p>	<p>2) ausência da exigência de um capital social mínimo, capaz de garantir os credores terceiros, para a formação da sociedade, bem como a previsão de</p>

<p>caso di riduzione del capitale al di sotto del minimo legale (...) salvo il caso di reintegrazione entro un termine definito;</p> <p>3) mancanza di norme che garantiscano l'effettività e l'integrità del capitale sociale sottoscritto, (...)</p> <p>4) mancanza di forme di controllo, da parte di soggetti o organismi a ciò abilitati da specifiche disposizioni di legge, circa la conformità degli atti di cui al numero 1) alle condizioni richieste per la costituzione delle società;</p> <p>b) per quanto riguarda la struttura delle società, mancanza della previsione di un organo di controllo distinto dall'organo di amministrazione, o di un comitato di controllo interno all'organo amministrativo, dotato di adeguati poteri di ispezione, controllo e autorizzazione sulla contabilità, sul bilancio e sull'assetto organizzativo della società, e composto da soggetti forniti di adeguati requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza;</p> <p>c) per quanto riguarda il bilancio di esercizio:</p> <p>1) mancanza della previsione dell'obbligo di redigere tale bilancio, comprendente</p>	<p>dissolução no caso de redução do capital social para um nível inferior ao mínimo legal (...)</p> <p>3) a falta de regras para garantir a eficácia e integridade do capital social suscrito, (...)</p> <p>4) falta de formas de controle, por pessoas ou entidades autorizadas por disposições legais específicas, quanto à conformidade dos atos mencionados no número 1) as condições para a formação de sociedades;</p> <p>b) no que respeita à estrutura da sociedade, a falta de disposição para uma auditoria independente do órgão de administração, ou de uma comissão de controlo do conselho de administração dotado de poderes adequados de inspeção, controle e autorização sobre a contabilidade, sobre o balanço e sobre a organização da sociedade, composto por pessoas com os requisitos adequados de integridade, profissionalismo e independência;</p> <p>c) no que diz respeito ao balanço do exercício:</p> <p>1) falta de provisão para a obrigação de elaborar o balanço, incluindo, pelo menos,</p>
---	---

<p>almeno il conto economico e lo stato patrimoniale (...)</p>	<p>a demonstração de resultados e balanço, patrimonial (...)</p>
<p>3) mancanza dell'obbligo di sottoporre la contabilità e il bilancio delle società a verifica da parte dell'organo o del comitato di controllo (...)</p>	<p>3) ausência da obrigação de apresentar as contas e o balanço da sociedade para verificação pelo órgão ou comitê de controle (...)</p>
<p>d) la legislazione del Paese ove la società ha sede legale impedisce o limita l'operatività della società stessa sul proprio territorio;</p>	<p>d) a legislação do país onde a sociedade tem a sua sede impede ou limita o funcionamento da sociedade no seu território;</p>
<p>e) la legislazione del Paese ove la società ha sede legale esclude il risarcimento dei danni arrecati agli amministratori rimossi senza una giusta causa, ovvero consente che tale clausola sia contenuta negli atti costitutivi delle società o in altri strumenti negoziali; (...)</p>	<p>e) a legislação do país onde a sociedade tem a sua sede exclui a reparação pelos prejuízos sofridos pelos administradores removidos sem justa causa ou permite que essa cláusula está contida nos documentos de constituição da sociedade ou outros instrumentos negociáveis; (...)</p>
<p>g) mancanza di adeguate sanzioni penali nei confronti degli esponenti aziendali che falsificano la contabilità e i bilanci.</p>	<p>g) falta de sanções penais adequadas contra funcionários das empresas que falsificam contabilidade e balanços.</p>
<p>4. Con i decreti del Ministro della giustizia, di cui al comma 3, possono essere individuati, in relazione alle forme e alle discipline societarie previste in ordinamenti stranieri, criteri equivalenti in base ai quali possano considerarsi soddisfatti i requisiti di trasparenza e di idoneità patrimoniale e</p>	<p>4. Com os decretos do Ministro da Justiça, referido no n.º 3, podem ser identificados em relação às formas e regras societárias previstas em ordenamentos jurídicos estrangeiros, critérios equivalentes sob os quais possam ser considerados cumpridos os requisitos de transparência e de</p>

<p>organizzativa determinati nel presente articolo. (...)</p>	<p>idoneidade patrimonial e organizacional previsti no presente articolo. (...)</p>
<p>6. Con proprio regolamento la Consob detta criteri in base ai quali è consentito alle società italiane di cui all'articolo 119 e alle società italiane emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116 di controllare imprese aventi sede in uno degli Stati di cui al comma 5. A tal fine sono prese in considerazione le ragioni di carattere imprenditoriale che motivano il controllo e l'esigenza di assicurare la completa e corretta informazione societaria.”</p>	<p>6. Com os seus próprios regulamentos Consob informa os critérios pelos quais é permitido às sociedades italianas referidas no artigo 119 e às sociedades italianas que emitem instrumentos financeiros distribuídos entre o público de forma relevante, na acepção do artigo 116, de controlar as empresas que tenham sede em um dos Estados referidos no n.º 5. Para tal objetivo são tidos em consideração os motivos de natureza empreendedora que motivaram o controle e a exigência de se assegurar a completa e correta informação societária.</p>

Percebe-se que o legislador italiano fez opções normativas que auxiliam na divulgação de informações corretas por parte dos emissores de valores mobiliários e na responsabilização por informações fraudadas divulgadas em desacordo com a lei. Os caminhos escolhidos pelo legislador italiano comportam aplicação no Brasil e auxiliam no combate à fraude informacional.

Capítulo 9. O Direito Português

O Direito português, através do Código das Sociedades Comerciais e do Código do Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”), apresenta algumas regras sobre a temática das informações das companhias abertas que também merecem análise sob o enfoque de aprimoramento da disciplina brasileira sobre o tema. Válido notar, tanto quanto no Direito italiano, que as regras relevantes sobre o tema das informações e as questões de responsabilidade delas decorrentes estão previstas em texto de lei, e não em regulamentos do órgão regulador, de forma distinta do existente no Brasil. Os pontos relevantes do Direito português estão a seguir retratados.

Existe norma específica em lei ordinária sobre responsabilidade dos auditores independentes pelos danos causados por deficiência em seus relatórios ou pareceres, tal como previsto no CMVM:

“Artigo 10.º Responsabilidade dos auditores. 1 - Pelos danos causados aos emitentes ou a terceiros por deficiência do relatório ou do parecer elaborados por auditor respondem solidária e ilimitadamente: a) Os revisores oficiais de contas e outras pessoas que tenham assinado o relatório ou o parecer; b) As sociedades de revisores oficiais de contas e outras sociedades de auditoria, desde que os documentos auditados tenham sido assinados por um dos seus sócios. 2 - Os auditores devem manter seguro de responsabilidade civil adequado a garantir o cumprimento das suas obrigações.”

Referida disposição elimina dúvidas sobre a aplicação de regra geral de responsabilidade civil à atividade dos auditores independentes e desfavorece excludentes de culpabilidade pautadas no fato de que o trabalho dos auditores não deveria ser suficiente. O fato da própria lei trazer essa responsabilidade, em tese, desestimula empresas de auditoria independente a não realizarem suas atividades de auditoria de forma mais abrangente uma vez que, como no caso dos *lemons* de Akerlof, trabalhos de auditoria mais abrangentes implicariam em maiores custos que poderiam se mostrar como não competitivos, na prática, eliminando prestadores de serviços “mais abrangentes” do mercado.

Há, também, no plano da lei ordinária portuguesa, a existência de norma específica para, não apenas obrigar o registro, mas principalmente para prever que uma agência de classificação de riscos, lá chamada de sociedades de notação de risco, somente poderá operar se dotada de meios humanos, materiais e financeiros necessários para assegurar a sua idoneidade, independência e competência técnica, tal como previsto no CMVM:

“Artigo 12.º Notação de risco. 1 - As sociedades de notação de risco estão sujeitas a registo na CMVM. 2 - Só podem ser registadas as sociedades de notação de risco dotadas dos meios humanos, materiais e financeiros necessários para assegurar a sua idoneidade, independência e competência técnica. 3 - Os serviços de notação de risco devem ser prestados de modo imparcial e obedecer às classificações dominantes segundo os usos internacionais.”

Referida norma traz parâmetros mínimos de funcionalidade de uma agência de classificação de riscos e poderia, perfeitamente, ser replicada no Brasil. A razão de preocupação com as agências de classificação de riscos é que, tal como ocorre com os auditores independentes, tratam-se de *gatekeepers*, isto é, terceiros que emprestam seu capital reputacional para avaliar a conduta ou a pessoa de terceiros.

No caso das companhias abertas, os *gatekeepers* avalizam números, passado recente e situação econômico-fiscal, servindo de elemento atestadores da veracidade das informações divulgadas e necessárias para que investidores tenham a segurança de espírito que os números e informações divulgados correspondem à realidade, permitindo a devida precificação dos valores mobiliários. Como se pode observar, os *gatekeepers* chegaram ao plano da lei ordinária portuguesa.

De forma semelhante, a disciplina das recomendações de investimento, com regramento detalhado de forma forte, especialmente para a divulgação de conflitos de interesses entre o responsável pela recomendação e a companhia emissora do valor mobiliário, também foi prevista no CMVM:

“Artigo 12.º-A Recomendações de investimento. 1 - Constituem recomendações de investimento os relatórios de análise financeira ou qualquer outra informação emitida por analistas independentes, empresas de investimento, instituições de crédito, entidades cuja actividade principal seja formular recomendações e pessoas que neles exerçam a sua actividade profissional, em que se formule, directa ou indirectamente, uma recomendação ou sugestão de investimento ou desinvestimento sobre um emitente de valores mobiliários, valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros e que se destinem a canais de distribuição ou ao público. (...)”

Artigo 12.º-B Conteúdo das recomendações de investimento. 1 - Nas recomendações de investimento, as pessoas referidas no artigo anterior: (...) b) Distinguem claramente a matéria factual das interpretações, estimativas, pareceres e outro tipo de informação não factual; c) Asseguram a fidedignidade das fontes ou, em caso de dúvida, referem-no expressamente; (...) e) Têm disponíveis todos os elementos necessários para demonstrar a coerência da recomendação com os pressupostos que lhe estão subjacentes, a pedido das autoridades competentes. (...) 2 - Quando o autor da recomendação for uma das pessoas previstas no n.º 1 do artigo anterior, inclui ainda na recomendação: (...) b) As fontes de informação, o conhecimento pelo emitente da recomendação e a sua eventual correcção por este antes da divulgação; (...) d) O significado da recomendação de «comprar», «manter», «vender» ou expressões equivalentes, incluindo o prazo do investimento para que é feita, bem como advertências relacionadas com o risco envolvido e uma análise de sensibilidade aos pressupostos utilizados; (...) g) As divergências da recomendação relativamente a uma recomendação sobre o mesmo emitente ou instrumento financeiro, emitida nos 12 meses anteriores, bem como a data em que aquela foi divulgada, em termos claros e destacados.

Artigo 12.º-C - Recomendações de investimento e divulgação de conflito de interesses. 1 - Em conjunto com a recomendação, as pessoas previstas no artigo 12.º-A divulgam todas as relações e circunstâncias susceptíveis

de prejudicar a objectividade da recomendação, em especial nos casos em que tenham um interesse no instrumento financeiro, directo ou indirecto, ou estejam numa situação de conflito de interesses relativamente ao emitente dos valores mobiliários a que respeita a recomendação.”

Indo a temas mais propriamente ligados àqueles estudados por esta Tese, pode-se perceber que o Direito português favoreceu o acesso à informação das companhias por parte dos acionistas e criou um mecanismo judicial de revisão da informação prestada, não prestada e prestada incorretamente.

A facilitação de um acesso às informações da companhia, não por qualquer acionista, o que inviabilizaria o sigilo e o bom andamento dos negócios sociais, mas sim por parte daqueles que detenham ao menos 10% do capital social, através da permissão para que referidos acionistas possam solicitar ao conselho de administração informações sobre os assuntos sociais, é um direito previsto no Código das Sociedades Comerciais:

“Artigo 291.º Direito colectivo à informação. 1 - Os accionistas cujas acções atinjam 10% do capital social podem solicitar, por escrito, ao conselho de administração ou ao conselho de administração executivo que lhes sejam prestadas, também por escrito, informações sobre assuntos sociais. 2 - O conselho de administração ou o conselho de administração executivo não pode recusar as informações se no pedido for mencionado que se destinam a apurar responsabilidade de membros daquele órgão, do conselho fiscal ou do conselho geral e de supervisão, a não ser que, pelo seu conteúdo ou outras circunstâncias, seja patente não ser esse o fim visado pelo pedido de informação. (...) 4 - Fora do caso mencionado no n.º 2, a informação pedida nos termos gerais só pode ser recusada: a) Quando for de reear que o accionista a utilize para fins estranhos à sociedade e com prejuízo desta ou de algum accionista; b) Quando a divulgação, embora sem os fins referidos na alínea anterior, seja susceptível de prejudicar relevantemente a sociedade ou os accionistas; c) Quando ocasione violação de segredo imposto por lei. (...)”

Dessa forma, em uma primeira análise, o Código das Sociedades Comerciais, aplicável tanto às companhias abertas quanto às fechadas, permite ao acionista com, ao menos, 10% das ações o acesso às informações a serem consultadas via Conselho de Administração.

O chamado “Direito mínimo à informação”, que é o direito conferido a acionistas detentores de ao menos 1% do capital social de consultarem, dentre informações societárias e próprias dos órgãos de administração e fiscalização da sociedade, aquelas correlatas às maiores remunerações pagas pela sociedade, também demonstra que, ao menos no Direito português, houve a mão visível do Direito, atuando sobre tema que, se dependesse unicamente da posição da própria companhia e dos seus administradores, não seria levado a conhecimento público. Assim dispõe o art. 288 do Código das Sociedades Comerciais:

“Artigo 288.º Direito mínimo à informação. 1 - Qualquer accionista que possua acções correspondentes a, pelo menos, 1% do capital social pode consultar, desde que alegue motivo justificado, na sede da sociedade: a) Os relatórios de gestão e os documentos de prestação de contas previstos na lei, relativos aos três últimos exercícios, incluindo os pareceres do conselho fiscal, da comissão de auditoria, do conselho geral e de supervisão ou da comissão para as matérias financeiras, bem como os relatórios do revisor oficial de contas sujeitos a publicidade, nos termos da lei; (...) c) Os montantes globais das remunerações pagas, relativamente a cada um dos últimos três anos, aos membros dos órgãos sociais; d) Os montantes globais das quantias pagas, relativamente a cada um dos últimos três anos, aos 10 ou aos 5 empregados da sociedade que recebam as remunerações mais elevadas, consoante os efectivos do pessoal excedam ou não o número de 200; (...)”

Válido, também, mencionar a possibilidade de criação de um inquérito judicial para obrigar a divulgação das informações não prestadas conforme o artigo anteriormente comentado, tal como previsto no Código das Sociedades Comerciais, o que garante a efetividade do direito de acesso às informações:

“Artigo 292.º Inquérito judicial. 1 - O accionista a quem tenha sido recusada informação pedida ao abrigo dos artigos 288.º e 291.º ou que tenha recebido informação presumivelmente falsa, incompleta ou não elucidativa pode requerer ao tribunal inquérito à sociedade. 2 - O juiz pode determinar que a informação pedida seja prestada ou pode, conforme o disposto no Código de Processo Civil, ordenar: a) A destituição de pessoas cuja responsabilidade por actos praticados no exercício de cargos sociais tenha sido apurada; b) A nomeação de um administrador; c) A dissolução da sociedade, se forem apurados factos que constituam causa de dissolução, nos termos da lei ou do contrato, e ela tenha sido requerida. (...)”

Referidas disposições da legislação portuguesa podem, com impactos positivos, serem transplantadas para o Direito brasileiro, favorecendo o acesso a informações e a repressão às situações de fraude e danos informacionais.

Capítulo 10. O Direito Brasileiro

10.1 O Regime Anterior: Lei 4.728/65 e Decreto-Lei 2.627/40. O Exemplo Negativo do Decreto 157/67

Há evolução no Direito brasileiro se a Lei 6.404, de 1976, for comparada com o regime legal anterior, previsto na Lei 4.728, de 1965, e no Decreto-Lei 2.627, de 1940. Porém, o exemplo da evolução também pode ser visto para ilustrar o grau de cuidado que o Direito deve ter com o recurso à poupança pública via mercado de capitais que, infelizmente, não parece ter sido observado pelo Decreto-Lei 157, de 1967.

Ausência de cuidado com o recurso à poupança pública via mercado de capitais traz aumento da possibilidade de ocorrência de fraude informacional e, por consequência, perda de confiança no aporte de investimentos por investidores no mercado, causando a sua deterioração.

A Lei 4.728 regulava as distribuições de valores mobiliários antes da vigência das Leis 6.385 e 6.404. O documento principal para fins de divulgação de informações por ocasião de distribuições, conforme opção do *Securities Act* de 1933, é o prospecto. Rever o que se entendia por “prospecto” na Lei 4.728 e na Lei 6.404 permite concluir sobre evolução ou não do Direito no tratamento do tema.

Pode-se, desde já, afirmar que houve descompasso entre a ausência de tratamento legal para a temática da informação das companhias abertas no Brasil e o que já ocorria nos Estados Unidos com os diplomas legais de 1933 e 1934 mencionados, uma vez que a introdução de um tratamento para o tema surgiu apenas em 1965, com a Lei 4.728.

O Decreto-Lei 2.627, de 1940, que regulava as sociedades por ações antes da vigência da Lei 6.404, previa a existência do prospecto, mas não determinava a necessidade de registro da companhia realizadora de oferta pública ou a necessidade de registro da própria oferta, momentos em que a companhia, necessariamente, divulga informações, ainda que concentradas no prospecto, para exame dos acionistas em potencial.

Pode-se concluir que o prospecto do Decreto-Lei 2.627, ainda que similar ao prospecto atual da Lei 6.404 em termos de conteúdo,¹⁸⁶ não deveria ser um documento longo ou detalhado. A razão da conclusão nesse sentido é o fato de que o prospecto deveria ser publicado por três vezes “no mínimo”, conforme o comando do art. 40 do Decreto-Lei 2.627¹⁸⁷. Certamente, se fosse longo, não seria publicado em sua integralidade e, muito menos, por três vezes.

O Decreto-Lei 2.627 não mencionava obrigações de divulgação de informações periódicas.

A necessidade de registro do emissor e da oferta foi introduzida pela Lei 4.728, em 1965. Da mesma forma que referida lei também introduziu a sistemática das divulgações de informações para os detentores dos valores mobiliários.

A necessidade de registro foi introduzida pelo art. 21 da Lei 4.728, que determinou que “Nenhuma emissão de títulos ou valores mobiliários poderá ser lançada, oferecida publicamente, ou ter iniciada a sua distribuição no mercado, sem estar registrada no Banco Central.”

Ao Banco Central e ao Conselho Monetário Nacional foram concedidos poderes para fiscalizar os emissores e obrigar a divulgação de informações. Essas atribuições contavam do art. 2º, que determinou que “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 sociedade que os emitirem; II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários; (...) X

¹⁸⁶ A semelhança decorre do fato de que o conteúdo determinado pelas leis mencionadas é muito semelhante, ambas determinando a divulgação de informações sobre o capital social, os bens que serão dados em integralização, a distribuição do capital dentre as diversas espécies de ações, o quanto a ser dado no momento da integralização, obrigações assumidas pelos fundadores, autorização governamental, prazos de subscrição e instituições financeiras autorizadas a recebe-las, a solução prevista para o caso de excesso de subscrição; prazos para assembleias de constituição da companhia ou para avaliação preliminar dos bens e qualificação dos fundadores.

¹⁸⁷ Cf.: “Art. 40. Na constituição da sociedade por subscrição pública, observar-se-ão os seguintes preccilos: I, os fundadores publicarão pela imprensa, três vezes no mínimo, inclusive no jornal oficial dos lugares onde pretenderem abrir a subscrição, o projeto dos estatutos, acompanhado de um prospecto, ambos por eles assinados;”

- fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.”

A competência do Banco Central para registrar emissões e fiscalizar emissores foi prevista no art. 3º, que determinou que “Art. 3º Compete ao Banco Central: (...) V - registrar títulos e valores mobiliários para efeito de sua negociação nas Bôlsas de Valores; VI - registrar as emissões de títulos ou valores mobiliários a serem distribuídos no mercado de capitais; VII - fiscalizar a observância, pelas sociedades emissoras de títulos ou valores mobiliários negociados na bolsa, das disposições legais e regulamentares relativas a: a) publicidade da situação econômica e financeira da sociedade, sua administração e aplicação dos seus resultados; b) proteção dos interesses dos portadores de títulos e valores mobiliários distribuídos nos mercados financeiro e de capitais.”

A necessidade de registro da emissão de valores mobiliários foi prevista no art. 19, que estabeleceu que “Art. 19. Sòmente poderão ser negociados nas Bôlsas de Valores os títulos ou valores mobiliários de emissão: (...) II - de pessoas jurídicas de direito privado registradas no Banco Central.”

Com três décadas de atraso em relação ao Direito americano, o Direito brasileiro introduziu a temática das informações (ou do regime de divulgações obrigatórias por parte das companhias abertas) dentro do contexto regulatório do Mercado de Capitais.

Infelizmente, se o ano de 1965 foi exemplar devido à introdução da Lei 4.728, o maior cuidado com a proteção da temática das informações poderia ter sido objeto de novo tratamento legal em 1967, por ocasião da adoção do Decreto-Lei 157, o qual previa a possibilidade de utilização de valores devidos por pessoas naturais e jurídicas a título de imposto de renda para compra de valores mobiliários de companhias abertas.

Examinado com a perspectiva de 2018, o favorecimento do mercado de capitais via mecanismos de compensação de imposto de renda devida contra aquisição de valores mobiliários foi gigantesco. Há problemas decorrentes desse tipo de favorecimento, dentre os quais podem ser mencionados desde a simples perda de receita da União, a criação de estímulo artificial, já que não permanente, para demandas por valores mobiliários e, no

que interessa ao presente estudo, a ausência de um incremento para a proteção contra a fraude e dano informacionais. A temática da informação simplesmente não foi prevista no texto normativo do Decreto-Lei 157 que, ao criar demanda por valores mobiliários, deveria ter também criado um incremento do regime de informações das companhias abertas pois, em época de elevação da demanda, o que não faltou foram companhias que se apresentavam ao mercado de forma fraudulenta.

A sistemática introduzida pelo Decreto-Lei 157 previa a possibilidade das pessoas jurídicas deduzirem 5% do valor do imposto de renda devido desde que a mesma fosse aplicada na compra de valores mobiliários, tal como previsto pelo art. 4º do referido Decreto-Lei 157. As pessoas naturais poderiam realizar a redução do imposto de renda devido em montantes que variavam de 12% a até 24%, também desde que referidos percentuais fossem aplicados na compra de valores mobiliários, como previsto no art. 3º do Decreto-Lei 157.

O exemplo que fica do Decreto-Lei 157 é que a criação de estímulos artificiais para o mercado de capitais traz problemas de qualidade das companhias que, procurando aproveitar o estímulo, desejam acessar o mercado sem que um determinado tratamento normativo prévio tenha sido previsto para combater fraude informacional, tal como a história demonstra ter ocorrido com grande parte das companhias e investidores que participaram desse movimento causado pelo Decreto-Lei 157.

10.2 A *Ratio Legis* Brasileira: o tema da Informação nos Projetos das Leis 6.385 e 6.404

Certamente, e não se discute este tema, diversos são os critérios interpretativos das normas jurídicas. Mas a interpretação literal, quando possível, analisada em conjunto com os objetivos perseguidos pela norma, tal como expostos em seu processo legislativo e sua respectiva exposição de motivos, bem indica *a ratio legis* presente na mente do legislador por ocasião da promulgação do texto legal.

Ou os fatos considerados pelo legislador para oferecer normas que, incidentes sobre esses fatos, levariam aos objetivos perseguidos pelo mesmo legislador, para se fazer referência à teoria tridimensional do Direito de MIGUEL REALE.

Válido, portanto, verificar como a temática da informação esteve presente nas Exposições de Motivos que resultaram na Lei do Mercado de Valores Mobiliários – Lei 6.385/76, e na Lei das S/A – Lei 6.404/76. Ou, ao menos, ainda que unicamente sob a ótica dos valores perseguidos pela lei, quais eram esses valores, para posteriormente se verificar se o texto legal conseguiu ou não dar concretude aos valores para ele imaginados.

A Lei do Mercado de Valores Mobiliários foi pensada e elaborada com base na preocupação da temática da informação para o mercado de capitais. Outra não pode ser a conclusão quando se verifica que sua *Exposição de Motivos* considerou: (i) “*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*”; (ii) que “*o art. 17 da lei proposta regula a emissão pública de valores mobiliários no mercado, proibindo qualquer atividade de distribuição (oferta, subscrição, venda, etc.), sem que a emissão esteja registrada na CVM. Objetiva-se com tal registro obrigar a companhia emissora a revelar ao mercado fatos relativos a sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos.*”; (iii) 22. *0 sistema de registros do art. 19 tem por fim colocar à disposição de todos os investidores informações atualizadas sobre a companhia emitente. Procura-se, por esse meio, em conjugação com outras normas que disciplinam as companhias abertas, evitar a utilização abusiva de informações privilegiadas por parte dos que as tenham obtido em virtude da posição que ocupem na empresa (acionista controlador e administrador, principalmente), com o fim de auferir vantagem na negociação dos títulos. 23. 0 art. 20 dá à Comissão poderes para expedir normas sobre as companhias abertas (ou seja, as companhias cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão). Essas normas, que dizem respeito às informações que as companhias devam divulgar, à compra e venda de ações emitidas pela própria companhia e a outras matérias, integram o sistema de proteção do público investidor.*”

Ou seja, resumidamente, a ideia de que a divulgação de informações é requisito para a oferta e negociação públicas de valores mobiliários e que ao Estado, via Comissão de Valores Mobiliários, compete fazer com que essas informações relevantes para

a tomada de decisão estejam difundidas para acesso e uso do público investidor estavam presentes como valores pensados para a Lei 6.385/76.

Já na *Exposição de Motivos* da Lei 6.404/76, que não previu a informação como direito essencial do acionista, a temática da informação também esteve presente como instrumento específico para dar subsídio informacional ao mercado e ao investidor.

Assim foram feitas as referências à temática da informação na *Exposição de Motivos* da Lei 6.404/76: “c) o §3º (do art. 124, que trata da convocação para assembleias) *introduz norma de proteção ao acionista minoritário que deseja ser informado da realização de qualquer assembleia, evitando a surpresa de convocações muitas vezes propositalmente feitas em jornal de leitura não habitual;*(...) *A leitura do artigo 164 mostra que as atribuições do Conselho (Fiscal) diferem em parte das previstas na legislação em vigor. Não é órgão de auditoria contábil, que somente pode ser exercida por organizações de profissionais especializados, mas de fiscalização dos administradores e de informação da Assembleia Geral, que poderá desempenhar papel da maior significação na defesa da companhia e dos acionistas ao acompanhar, efetivamente, a ação dos administradores, submetendo seus atos a apreciação crítica, para verificar o cumprimento de deveres legais e estatutários (...)* O Projeto procura reunir as regras gerais essenciais para que o intérprete da lei nela encontre orientação básica, mas evitando pormenores dispensáveis. Na escolha dessas regras influiu, evidentemente, o conhecimento de hábitos e práticas que a lei pretende corrigir ou coibir, a fim de que as demonstrações financeiras informem - a administradores, acionistas, credores e investidores do mercado - a verdadeira situação do patrimônio da companhia e seus resultados. Para que qualquer desses interessados disponha de informações suficientes é indispensável que as demonstrações publicadas discriminem as contas relevantes, sob títulos que revelem os elementos patrimoniais nelas registra dos (art. 177, § 2º); indiquem os valores correspondentes das demonstrações do exercício anterior (art. 177 e § 1º); e sejam complementadas por notas explicativas sobre os critérios adotados na sua elaboração e sobre diversos elementos do patrimônio da companhia (art. 177, § 5º). As demonstrações financeiras são apresentadas à assembléia geral ordinária juntamente com proposta dos órgãos da administração sobre a destinação dos lucros do exercício. Para que o leitor não seja induzido em erro, o § 3º do artigo 177 prescreve o registro da destinação de lucros no pressuposto da aprovação, pela Assembléia Geral, da proposta dos órgãos da administração. (...) A discriminação do patrimônio líquido requer a informação

do capital social pelo seu valor realizado (art. 183) (...) Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados. O artigo 187 discrimina os valores que deverão ser destacados, para informação do leitor da demonstração. (...) Demonstrações Financeiras. O artigo 248 prevê as notas explicativas que devem constar das demonstrações financeiras da companhia, contendo informações indispensáveis para o conhecimento dos investimentos relevantes em sociedades coligadas ou controladas. Na avaliação, no balanço patrimonial, de investimento considerado relevante, o princípio geral do custo de aquisição, atualizado monetariamente, não é critério adequado, porque não reflete as mutações ocorridas no patrimônio da sociedade coligada ou controlada. Daí as normas do artigo 249 que impõem, nos casos que especifica, a avaliação com base no patrimônio líquido. Quando esses investimentos correspondem a parcela apreciável dos recursos próprios da companhia, nem mesmo o critério de avaliação com base no patrimônio líquido é suficiente para informar acionistas e credores sobre a sua situação financeira: somente a elaboração de demonstrações financeiras consolidadas, segundo as normas constantes do artigo 251, poderá proporcionar esse conhecimento.”

Não se desconhece o fato de que a Lei das S/A e a Lei do Mercado de Valores Mobiliários foram, e continuam sendo, importantes para a existência e desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Em perspectiva histórica, 40 anos após sua promulgação, pode-se dizer que a Lei das S/A atingiu o objetivo de “*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*”, tal como mencionado no item 4 da Exposição de Motivos.

Deveres de divulgação de informações por parte das companhias abertas estão previsto na Lei das S/A, em quantidade, como a sua Exposição de Motivos demonstrou e a Exposição da Motivos da Lei 6.385 também evidenciou. O que se procura analisar é como essa divulgação pode estar assegurada, no Brasil, contra situações que caracterizem fraude informacional ou dano informacional.

10.3 A Informação na Lei 6.385 e na Lei 6.404

Como mencionado no comentário sobre as respectivas *Exposições de Motivos*, as Leis 6.385 e 6.404 buscaram tratar da temática das informações envolvendo companhias abertas e demais emissores de valores mobiliários. O que se procura investigar, com este capítulo, é se o tema da estratégia legal de combate à fraude e danos informacionais conseguiu, ou não, estar presente nos textos legislativos, iniciando-se o exame pelo texto da Lei 6.385.

O art. 4º, de fato, menciona a temática das informações e a coloca como finalidade a ser perseguida pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Conselho Monetário Nacional. A questão, que se mostra defeituosa, é que a fraude informacional não foi apresentada como uma conduta ilícita (e portanto) vedada em si, mas sim foi apresentada como conduta correlata a uma situação de manipulação de mercado. É fato, e não se discute, que fraudes informacionais podem causar manipulações de mercado, através da divulgação de informações inexatas, condicionamento de mercado com base nas informações inexatas e prática de oferta de compra e venda de valores mobiliários com cotações obtidas nesse cenário de mercado condicionado pela informação fraudada.

Porém, proibir a fraude como fato isolado, sem trazer quaisquer elementos que a tornem acessória, ou que sejam acessórios da ilicitude da fraude, dificulta a caracterização da fraude informacional como evento punível.

Os objetivos mencionados para o Conselho Monetário Nacional e para a Comissão de Valores Mobiliários estão expressos no art. 4º, incisos IV e V, com a seguinte disposição: “Art. 4º. O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: (...) 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;”.

Pela leitura do inciso V, melhor seria se a sua redação contivesse, também, referências explícitas à prática de fraude na divulgação de informações ou o emprego de artifícios maliciosos para, na divulgação de quaisquer informações correlatas ao emissor ou ao valor mobiliário, enganar contrapartes que adquirem ou subscrevem esses valores mobiliários.

Há poder para que a Comissão de Valores Mobiliários fiscalize as informações divulgadas pelas companhias ou que possam impactar os valores mobiliários em negociação. Esse poder está previsto no art. 8º da Lei 6.385, que afirma que: “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”.

O artigo 8º, inciso III, confere poderes à Comissão de Valores Mobiliários para “fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários (...), bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;”.

De interessante do texto do art. 8º, porém sem notícia de sua aplicação, é a disposição do inciso IV que confere à CVM o poder de propor ao Conselho Monetário Nacional a “eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado”. Pode-se pensar se as ideias de LOUIS BRANDEIS, sobre a publicidade das comissões cobradas pelos intermediários, que deveriam ser trazidas à luz do sol, para se utilizar de suas próprias palavras não estariam previstas na mente do redator desse inciso da Lei 6.385. A *Exposição de Motivos da Lei 6.385* não menciona o referido inciso em sua explicação.

A CVM também possui poderes, conforme o art. 22, para “expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação; II - relatório da administração e demonstrações financeiras; (...) IV - padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes; V - informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores

mobiliários emitidas 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; 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, no local de maior negociação dos títulos da companhia no ano anterior, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados”.

Se é fato que a CVM possui competência para cuidar da temática da informação envolvendo companhias abertas e demais emissores, deve-se lembrar um fato não muito lembrado pelos investidores e demais pessoas envolvidas com os negócios no mercado de valores mobiliários: a Comissão de Valores Mobiliários não possui poderes para obrigar um praticante de dano informacional a reparar os lesados. Essa obrigação será decorrente de um cumprimento de sentença judicial ou de um laudo arbitral.

A temática dos *gatekeepers*, diretamente relacionada com a prevenção à fraude informacional, poderia ter sido melhor tratada na Lei 6.385. O Brasil não possui lei ordinária tratando das agências de classificação de risco, como faz a lei portuguesa. E quando a Lei 6.385 trata dos auditores independentes, duas preocupações surgem com a leitura do seu texto normativo.

O art. 26, de fato, ou melhor, legalmente, coloca as empresas de auditoria contábil ou auditores independentes sob supervisão da Comissão de Valores Mobiliários, afirmando que “Somente as empresas de auditoria contábil ou auditores contábeis independentes, registrados na Comissão de Valores Mobiliários poderão auditar, para os efeitos desta Lei, as demonstrações financeiras de companhias abertas e das instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários. § 1º - A Comissão estabelecerá as condições para o registro e o seu procedimento, e definirá os casos em que poderá ser recusado, suspenso ou cancelado.”

Esse artigo, como se pode perceber, foi mais tímido que seu congêneres italiano, o art. 155 do *Testo Unico della Finanza*, que prevê o dever do auditor independente comunicar o órgão regulador do mercado de valores mobiliários sobre fatos censuráveis encontrados ao longo do seu trabalho. A partir da quebra desse dever de comunicação, chega-se na responsabilidade do auditor que descumpra seu dever de comunicar. Inserido na seção própria da *Revisão Legal das Contas*, o art. 155 possui o seguinte texto normativo:

<i>Testo Unico della Finanza</i>	<i>Tradução Livre</i>
“Art. 155 (Attività di revisione contabile). (...) 2. Il revisore legale o la società di revisione legale informano senza indugio la Consob e l'organo di controllo dei fatti ritenuti censurabili rilevati nello svolgimento dell'attività di revisione legale sul bilancio d'esercizio e consolidato.”	Art. 155 (Atividade de revisão contábil). (...) 2. O revisor legal ou a sociedade de revisão legal informam sem demora a Consob e o órgão de controle dos fatos considerados censurados detectados no desempenho da atividade de auditoria nas demonstrações financeiras e demonstrações financeiras consolidadas.

Outra disposição que merece análise é a constante do parágrafo 2º do mesmo art. 26, que menciona que as “empresas de auditoria contábil ou auditores contábeis independentes responderão, civilmente, pelos prejuízos que causarem a terceiros em virtude de culpa ou dolo no exercício das funções previstas neste artigo.” O que se mostra como uma necessidade para fins de melhor aplicação da responsabilidade civil, especialmente perante terceiros, tal como visto no capítulo sobre o Direito italiano, é a eliminação de dúvidas sobre o conteúdo do trabalho do auditor independente.

Questões como responsabilidade por trabalhos por amostragem ou completa, defesa baseada no argumento da *culpa in elegendo*, fixação de responsabilidade própria para fins de reparação de dano informacional (até que como ônus contrabalanceando o bônus da prestação dos serviços) seriam questões que poderiam ser melhor tratadas pelo texto legal, reparando dano informacional, dissuadindo fraude informacional e negligência daqueles que atestam números utilizados como base para a eficiência do mercado.

Voltando o olhar para a Lei das Sociedades por Ações, verifica-se, de pronto, que a temática do combate à fraude informacional pode ser analisada conforme os

deveres de divulgação de informações por parte da própria companhia ou dos administradores. Pode-se, também de pronto, informar que a opinião global sobre o texto normativo da Lei das S/A permite concluir que as suas disposições tendam a estar mais fortes no conteúdo da informação a ser divulgada do que em criar mecanismos de reparação e dissuasão da fraude informacional.

Como analisado anteriormente, a Lei das S/A exige, na constituição por subscrição pública, o registro dessa oferta na Comissão de Valores Mobiliários e a elaboração de um prospecto que, como também já analisado, poderia ter seguido outro caminho por parte do legislador que, ao invés de simplesmente exigir a entrega de um rol de informações e dados, tornar o prospecto como cláusula aberta apta a permitir uma maior interferência do órgão regulador do mercado de capitais com o propósito de dar-lhe maior abertura para proteger o público investidor.

Uma das medidas que poderiam ser adotadas em eventual reforma da Lei das Sociedades por Ações é colocar o direito ao recebimento de informações corretas e completas por parte da companhia como sendo um direito essencial do acionista. Lendo-se a atual redação do art. 109, percebe-se que tal direito não está previsto como direito essencial.¹⁸⁸

A primeira dúvida que pode ser colocada sobre essa sugestão diz respeito ao seu resultado prático já que, em qualquer cenário, estar-se-ia diante de deveres impostos por lei. Por outro lado, a colocação como direito essencial serviria para tornar o direito à informação como um princípio a reger a dinâmica da relação companhias/administradores/controladores de um lado, e acionistas não controladores e não administradores do outro. Esse princípio facilitaria todo o entendimento sobre a temática das informações da companhia, não poderia sofrer restrições de qualquer forma (afinal, é direito essencial) e, espera-se, dissuadiria a prática de fraude informacional.

¹⁸⁸ Cf.: “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.”

O art. 155 da Lei das S/A traz normas interessantes para o tema de estudo desta Tese. Ou melhor, para as sugestões de reforma legislativa tendentes ao combate à fraude informacional.

Dentro desse contexto, o ponto que se destaca no art. 155 é que ele não veda a fraude informacional, atacada pelo art. 157. Há regra explícita para vedar o uso de informação privilegiada pelo administrador de companhia aberta e permitir a uma contraparte em negócio feito com o administrador com base em informação privilegiada de conhecimento do administrador e sem estar no conhecimento da contraparte, exercer direito de ação para ressarcir-se de eventual prejuízo. Exemplos dessas situações podem se verificar com a contraparte que compra ações de companhia que enfrenta período de dificuldade ainda revelada ao mercado, ou à contraparte que vende ações da companhia ao administrador, ou a pessoa por ele interposta, sem saber que a companhia irá vivenciar período de grande prosperidade.

Essas situações incluem algumas de fraude informacional, mas não envolvem todas as situações em que a fraude informacional pode se mostrar presente, uma vez que o dano informacional pode ser suportado por terceiros que façam compras ou vendas a terceiros que não os administradores da companhia.¹⁸⁹

Como pode se perceber pela leitura do parágrafo 4º, a redação do art. 155 parece ter sido feita para tratar de situações de *insider trading*, mas não das situações de fraude informacional: “ § 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.”

Um pouco de combate à fraude informacional está previsto no art. 157, dentro do dever que a Lei das S/A chamou de “Dever de Informar”, no qual há o comando

¹⁸⁹ Cf.: “Art. 155. (...) “§ 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.”

obrigando o administrador de companhia aberta a revelar à assembleia geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% ou mais do capital social, “e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.”, desde que, conforme previsto no parágrafo terceiro do mesmo artigo, “A revelação dos atos ou fatos (...) só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.”

Nota-se que a lei escolheu um percentual razoável de capital social (5%) para trazer o direito a esclarecimentos sobre atos ou fatos relevantes para as atividades da companhia. Porém, e retomando a palavra “pouco” utilizada no parágrafo anterior, pode-se questionar o porquê do direito a esclarecimentos ser passível de utilização, unicamente, na assembleia geral ordinária (ou uma vez ao ano, em termos práticos), e não de forma periódica, uma vez que o titular do direito é um acionista com participação relevante (5% ou mais) e não qualquer acionista.

O dever de divulgar, em termos de recorrência e produção de efeitos práticos perante o mercado, está presente no parágrafo 4º do mesmo artigo, que manda que “Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou 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.” Divulgações de fatos relevantes, portanto, tem esse artigo como sua base.

Nota-se que o parágrafo quinto do mesmo artigo prevê a divulgação seletiva de informações, o que se insere dentro do debate entre transparência e reserva em tema de divulgação de informações ao mercado: “§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.”

Nem toda informação relevante deve ser divulgada porque a divulgação pode produzir efeito adverso ao interesse social, como ocorre no caso das tratativas não finalizadas para a celebração de novo negócio relevante para a companhia, as tratativas também não finalizadas para uma transação que diminuirá passivo potencial da companhia, ou descobertas e inovações da companhia que ainda pendem de confirmação por parte de agentes especializados, como é o caso da suposta descoberta de nova reserva mineral cujo montante, de forma precária, é estimado.

Com base no que foi visto na evolução do Direito americano, essa divulgação seletiva não funciona como um elemento isolado dentro do regramento do mercado de capitais. Se o mercado estiver condicionado e atuando com base em uma percepção sobre o estado da companhia que será alterada com a divulgação da informação até então restrita, compete à companhia, para permitir a eficiência do mercado, que a informação seja divulgada com todos os cuidados possíveis para esclarecer que não é definitiva, ao menos para o momento.

A responsabilidade do administrador por inadimplementos do dever de informar é analisada conforme o art. 158, o que traz a sua responsabilidade civil pessoal “pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto.”

De pronto, já se pode perceber que a palavra “lei” pode ser interpretada como a lei, em suas modalidades ordinária, complementar ou delegada, mas que é provável a existência de argumento no sentido de interpretar a “lei” como sinônimo de ato normativo ainda que não decorrente de “lei”. Por se tratar de tema diretamente correlacionado à possível imposição de responsabilidade, defende-se que a palavra “lei” seja interpretada, para fins de apuração de responsabilidade do administrador, de forma estrita e referindo-se às modalidades de lei e de medida-provisória, mas não de forma ampla a incluir qualquer ato normativo diferente desses.

Essa leitura do inciso II do art. 158 traz uma preocupação para o estudo do Direito e as sugestões que esta Tese pretende ter feito em tema de melhoria do combate à fraude informacional: se pretende-se dissuadir a prática de fraude informacional e favorecer a responsabilização civil dos praticantes para proteger os lesados, então ou se muda o inciso

238

II para esclarecer que a responsabilidade decorre de infração de ato normativo ou, como visto no Direito comparado, passa-se a incluir deveres e tratamentos do tema diretamente no texto da lei ordinária, o que, em outras palavras, significa uma maior dedicação das leis ao tema que, no Brasil, avançou mais pelo aspecto dos regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários do que no plano da lei.

10.4 O Dolo Informacional no Código Civil

A temática em exame por esta Tese tem um caminho de solução, parcial, previsto no regime do dolo como um dos defeitos do negócio jurídico. Porém, antecipa-se aqui, a solução é parcial para o problema do dano informacional.

Os defeitos do negócio jurídico, como categoria da qual o dolo é espécie, *representam situações vícios do consentimento aos quais o Direito dedica atenção, não para se preocupar com o objetivo do negócio perseguido pela parte de boa-fé, mas sim para se preocupar com o processo psíquico de formação da vontade, o qual não pode se formar por ignorância de certos fatos que, se não ignorados, não levariam à formação do negócio*, na lição de ORLANDO GOMES.¹⁹⁰

Fraudes informacionais praticadas pela companhia em ofertas primárias de ações ou de outros valores mobiliários para subscrição por terceiros estão cobertas pelo regime do dolo enquanto defeito no negócio jurídico. A conclusão é de fácil percepção com a leitura do art. 145 do Código Civil, o qual afirma que “São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa”, e com a leitura do art. 147, abaixo comentado.

Em ambos os casos, pode-se concluir pela capacidade não total do regime de anulação de negócio jurídico ser feita com base nesses artigos para a solução de problemas

¹⁹⁰ Cf.: “Para bem compreender a disciplina legal dos vícios do consentimento, importa fixar o processo segundo o qual a vontade se forma. Toda vontade decorre de motivos, isto é, de razões pessoais, eminentemente subjetivas, que influem na mente do indivíduo para praticar esse ou aquele negócio jurídico – que o impelem, em suma, a agir. (...) Ao Direito não interessa que alguém adquira uma casa para morar, alugar ou dar, pois não cura de intenções. Mas as razões que levam alguém a realizar determinado ato jurídico podem resultar de falsa representação, que suscite desconformidade entre a vontade real e a vontade declarada, quer espontânea, quer em consequência da ação de outrem. O processo psíquico de formação da vontade não é indiferente ao Direito. Se alguém, por ignorância de certos fatos, realiza negócio jurídico, que não realizaria se os conhecesse, a ordem jurídica não poderia deixar de lhe proporcionar os meios de obter sua invalidação.” in O. GOMES, *Introdução ao Direito Civil*, 13ª ed.; Rio de Janeiro, Forense, 1998, p. 413.

de fraude informacional. A razão dessa afirmativa é que o dolo somente poderá ser invocado em negócios diretos entre o lesado e o praticante do dolo, ou seja, em negócios diretos entre o lesado e a companhia. Fraudes informacionais que causaram danos em negócios que não envolvam a companhia estarão automaticamente fora da anulação do negócio com base no dolo.

A aplicação do art. 145 também fica restrita às situações nas quais se conseguir provar que o dolo enquanto causa, o que restringe essa aplicação.

Um pouco mais de abertura para invocar a anulação do negócio jurídico com base no dolo está no art. 147 do Código Civil, que estabelece que “Nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado.” Fraudes informacionais tendem a estar majoritariamente concentradas na situação que o artigo narra como sendo “omissão dolosa”.

Uma última situação a envolver a anulação de um negócio jurídico baseado no dolo e envolvendo fraude informacional é aquela na qual o dolo é praticado por terceiro e aproveita a uma das partes no negócio. O art. 148 do Código Civil prevê que “Pode também ser anulado o negócio jurídico por dolo de terceiro, se a parte a quem aproveite dele tivesse ou devesse ter conhecimento; em caso contrário, ainda que subsista o negócio jurídico, o terceiro responderá por todas as perdas e danos da parte a quem ludibriou.” Fraudes informacionais praticadas com o auxílio de terceiros, especialmente se o terceiro for um dos *gatekeepers* da companhia, como seus auditores independentes que, em conluio doloso com a companhia, validam informações fraudadas que servem para ludibriar adquirentes ou subscritores dos valores mobiliários de emissão da companhia.

A conclusão é que o dolo também permite algum combate à fraude informacional. Esse combate, porém, é restrito e limitado nas situações acima comentadas.

Capítulo 11. Conclusões

Como visto com o exame do Direito Comparado, não houve timidez por parte do legislador estrangeiro em reconhecer a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico do país e a correlata necessidade de que as informações das companhias estivessem regidas por uma disciplina que assegurasse tanto a sua divulgação quanto a punição decorrente da não divulgação ou divulgação fraudada.

A partir da positivação de regras explícitas com esses fundamentos, é possível se falar em um incremento para o trabalho da doutrina que se dedicará ao tema e uma facilitação da revisão judicial de condutas que envolvam alegações de fraude informacional ou de dano informacional.

A integridade das informações existentes no mercado é um valor a ser considerado quando dessa análise judicial que irá rever condutas alegadas como causadoras de dano informacional. Com esse ponto de vista, torna-se possível ter critério balizador da atuação do Judiciário ou do órgão regulador do mercado de capitais contra condutas de fraude informacional. Do contrário, portas estarão sendo abertas para meios de defesa dos praticantes da fraude informacional.

O exame do Direito Comparado traz exemplos que desde já podem auxiliar a eventual mudança legislativa brasileira para o fim de combater a fraude informacional: a responsabilidade severa dos praticantes da fraude informacional e tendente a proteger os interesses do investidor lesado.

Não se viu, em nenhum dos ordenamentos jurídicos estrangeiros analisados, nenhuma dúvida ou posição do Direito contrária à preservação da integridade do mercado. Ao contrário, foi feita opção clara no sentido de punir os praticantes de fraude informacional e reparar o dano sofrido. Essa tomada de posição tem como outro efeito dissuadir eventuais praticantes do ilícito baseado na fraude na divulgação de informações pela companhia.

Como sugestões para o avanço legislativo do tema no Brasil, sugerem-se mudanças legislativas que:

(a) reconheçam explicitamente o direito dos acionistas e investidores em valores mobiliários receberem informações fidedignas por parte dos emissores, permitindo-lhes confiar na integridade das informações disponíveis;

(b) coloquem, também expressamente, a prática de qualquer artifício ardiloso, a realização de afirmações falsas sobre fatos relevantes correlatos à companhia ou qualquer ato de fraude na produção e divulgação de informações como condutas ilícitas per si e ensejadoras do dever de reparar danos sofridos em consequência. Essa regra deveria ser escrita com o cuidado de se referir tanto ao momento em que a companhia faz sua primeira oferta como companhia aberta e também nos momentos posteriores nos quais a divulgação de informações alimenta negócios entre terceiros sem envolver a companhia. Com a criação de uma regra de responsabilidade, traz-se uma aproximação da ideia de reparação para o lesado e o julgador encarregado de analisar um pleito reparatório correlato a um dano informacional; e

(c) tipifiquem a fraude informacional como crime do mercado de capitais nas hipóteses em que trazer dano informacional, sem estar vinculada como meio para a prática de outros crimes.

O Direito Comparado trouxe elementos para demonstrar como sua forma de lidar com o tema da fraude informacional poderia ser feita no Brasil, afinal, todos os exemplos trazidos comportam aplicação (replicação) no Brasil.

Essas mudanças permitirão um maior combate à fraude e danos informacionais, contribuindo para uma melhoria na infraestrutura legal de funcionamento do mercado de capitais e, por consequência, com o seu desenvolvimento. Ou para colocar o assunto “em ordem”, para se fazer uso da expressão de GOFFREDO DA SILVA TELLES JR. apresentada no Capítulo 1 desta Tese.

Bibliografia

AKERLOF, George Arthur, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 3 (Agosto 1970).

ALLEN, William T. e KRAAKMAN, Reinier, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Nova Iorque, Aspen Publishers, 2003, pp. 1-654.

ALONSO, Leonardo, *Crimes contra o Mercado de Capitais*, Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009, pp. 7-148.

ALVES, José Carlos Moreira, *Direito Romano*, 15ª edição, Rio de Janeiro, Forense, 2012, pp. 1-822.

AMATO, Cristina, *Affidamento e Responsabilità*, Milão, Giuffrè, 2012, pp. 1-225.

ANDÒ, Biagio, *Il Problema della Responsabilità delle Autorità di Vigilanza sui Mercati Finanziari*, Milão, Giuffrè, 2008, pp. xi-203.

BARCELLONA, Mario, *Mercato Mobiliare e Tutela del Risparmio – L’Intermediazione Finanziaria e le Responsabilità di Banche e Consob*, Milão, Giuffrè, 2009, pp. 1-151.

BEBCHUK, Lucian A. e FRIED, Jesse, *Payment without Performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge, Harvard University Press, 2006, pp. 1-256.

BEBCHUK, Lucian A. e ROE, Mark J., *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership*, in GORDON, Jeffrey N. e ROE, Mark J. (org.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004, pp. 74-75.

BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation & Private Property* (1932), New Brunswick, Transaction Publishers, 1991, pp. xli-313.

BERLIN, Isaiah, *The Hedgehog and the Fox: An Essay on Tolstoy's View of History*, 2^a ed., Princeton, Princeton University Press, 2013.

BLACK, Bernard, *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*, in *UCLA Law Review* 48 (2001).

BOBBIO, Norberto, *Dalla Struttura all Funzione*, Milão, Edizione di Comunità, 1984, pp. 13-274.

BRANDEIS, Louis D., *Other People's Money – and how banks use it*, Nova Iorque, Frederick A. Stones Company, 1914, pp. 1-223.

BRANCO, Sofia Ribeiro, *O Direito dos Acionistas à Informação*, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 9-480.

BRUTTI, Nicola, *Responsabilità Civile e Attori Secondari – Il Caso della Scheme Liability tra Esperienza Statuttense e Dibattito Europeo*, Milão, Giuffrè, 2012, pp.1-277.

CARIDI, Vincenzo, *Danno e Responsabilità da Informazione al Mercato Finanziario*, Milão, Giuffrè, 2012, pp. xiii-331.

CAVALI, Marcelo Costenaro, *Fundamento e Limites da Repressão Penal da Manipulação do Mercado de Capitais: uma Análise a partir do Bem Jurídico da Capacidade Funcional Alocativa do Mercado*, Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, pp. 23-330.

CHOI, Steven e PRITCHARD, Adam C., *Behavioral Economics and the SEC*, in *Stanford Law Review* 56, n° 1 (2003).

CHOPER, Jesse H., COFFEE, Jr., John C. e GILSON, Ronald, *Cases and Materials on Corporations*, 8^a ed., Nova Iorque, Wolters Kluwer Law & Business, 2013, pp. 1-1123.

CLERICO, Giuseppe, *Mercado e Stato – Modi d' essere dell' intervento pubblico nell'economia*, Milão, Giuffrè, 2015, pp. 1-145.

COATES IV, John C., *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, in *California Law Review* 89 (2001).

COFFEE, JOHN C., *A Theory of Corporate Scandals – Why the U.S. and Europe Differ*, Nova Iorque, 2005, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=694581> [10-04-2006].

_____ *Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*, Nova Iorque, 2001, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=257613> [25-05-2016].

_____ *Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets*, Nova Iorque, 2009, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=1372194> [14-11-2015].

_____ *Law and the Market: The Impact of Enforcement*, Nova Iorque, 2007, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=967482> [25-05-2016].

_____ *Entrepreneurial Litigation – Its Rise, Fall and Decline*, Cambridge, Harvard University Press, 2015, pp. 1-296.

_____ *Gatekeepers – The Professions and Corporate Governance*, Oxford, Oxford University Press, 2006, pp. 1-376.

_____ *Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, s.l., 2006, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=893833> [24-10-2015].

_____ *The Modern Market for Corporate Charters: Competition, Collusion, and the Future in The Direction Of Corporate Law: The Scholars' Perspective in Delaware Journal of Corporate Law* 25, n. 1, (2000).

_____ *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role*, in *Columbia Law Review*, vol. 89, nº. 7 (Novembro, 1989).

_____ *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's*, Nova Iorque, 2003, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=373581> [14-10-2004].

COFFEE, John C. e SELIGMAN, Joel, *Securities Regulation*, 9ª. ed., Nova Iorque, Foundation Press, 2003, pp. 1-1615.

COPERNICUS, Nicolaus, *Monete Cudende Ratio*, anterior a abril de 1526, trad. ingl. de E. ROSEN, *Essay on the Coinage of Money (1526)*, s.l., s.d., disponível [on-line] in <http://copernicus.torun.pl/en/archives/money/4/?view=transkrypcja&lang=en> [09-06-2016].

CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes, *Da Boa-Fé no Direito Civil*, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 17-1299.

DIAS, Luciana Pires *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários – Um estudo empírico das transações com partes relacionadas*, Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da U.S.P., São Paulo, 2014, pp. 9-272.

DRAGO, Diogo, *O Poder da Informação dos Sócios nas Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 17-368.

EASTERBROOK, Frank H. e FISCHER, Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, pp. 1-352.

ECO, Umberto, *Come se fa una tesi di laurea*, Milão, Fabbri-Bompiani, 1977 (trad. port. de Gilson Cesar Cardoso de Souza, *Como se faz uma Tese*, São Paulo, Perspectiva, 1989, p.1-170.)

FAMA, Eugene F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, vol. 25, nº. 2, (Maio, 1970).

_____ *Efficient Capital Markets: II*, in *The Journal of Finance*, vol. XLVI, nº. 5 (Dezembro, 1991).

_____ *Efficient Capital Markets: Reply*, in *The Journal of Finance*, vol. 31, nº. 1 (Março 1976).

FAMA, Eugene F. e LAFFER, Arthur B., *Information and Capital Markets*, in *The Journal of Business*, vol. 44, nº. 3 (Jul., 1971).

FERRAZ JR., Tercio Sampaio, *Introdução ao Estudo do Direito: técnica, decisão, dominação*, 3ª ed., São Paulo, Atlas, 2001, pp. 21-354.

FIORI, Giovanni, *Corporate Governance e qualità dell'informazione esterna d'impresa*, Milão, Giuffrè, 2003, pp. 1-131.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Acionista Controlador – Impedimento de Direito de Voto*, in RDM 125 (2002).

_____ *Apontamentos sobre a Invalidade das Deliberações conexas das Companhias*, in RDM 112 (1998).

_____ *Conflitos de Interesses: Formal ou Substancial? Nova Decisão da CVM sobre a Questão*, in RDM 128 (2002).

_____ *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.*, São Paulo, Malheiros, 1993, pp. 13-101.

_____ *Empresa, Empresário e Estabelecimento. A Nova Disciplina das Sociedades*, in *Revista do Advogado*, n. 71, São Paulo, AASP, 2003, pp. 15-25.

_____ *Invalidade das Deliberações de Assembleia das S/A e outros escrito sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*, 2ª ed., São Paulo, Malheiros, 2017, pp. 15-273.

_____ *Invalidade das Deliberações Sociais*, in *Revista do Advogado*, n. 71, São Paulo, AASP, 2003, pp. 48-57.

_____ *Legitimação do Sócio da Sociedade Controladora para Pleitear a Anulação de Assembleia da Controlada Subsidiária Integral*, in RDM 129 (2003).

FLETCHER, George P. e SHEPPARD, Steve, *American Law in a Global Context – The Basics*, Nova Iorque, Oxford University Press, 2005, pp. 3-648.

GILOTTA, Sergio, *Trasparenza e Riservatezza nelle Società Quotate*, Milão, Giuffrè, 2012, pp. xi-177.

GILSON, Ronald e KRAAKMAN, Reinier, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, 70, (1984).

GIUDICI, Paolo, *La Responsabilità Civile nel Diritto dei Mercati Finanziari*, Milão, Giuffrè, 2008, pp. xvii-445.

GOMES, Orlando, *Introdução ao Direito Civil*, 13ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1998, pp. xxiii-519.

GRAU, Eros, *Ensaio e Discurso sobre a Interpretação/ Aplicação do Direito*, São Paulo, Malheiros, 2002, pp. 15-215.

GRINOVER, Ada Pellegrini *et al.*, *Código Brasileiro de Defesa do Consumidor Comentado pelos Autores do Anteprojeto*, 5ª ed., Rio de Janeiro, Forense Universitária, 2000, pp. 1-818.

LAFER, Celso, *A Reconstrução dos Direitos Humanos: um diálogo com o pensamento de Hannah Arendt*, São Paulo, Companhia das Letras, 1988.

MARCHI, Eduardo Cesar Silveira, *Guia de Metodologia Jurídica (Teses, Monografias e Artigos)*, Lecce, Edizione del Grifo, 2001, pp. 9-320.

MARTINEZ, Ana Paula, *Repressão a Cartéis: Interface entre Direito Administrativo e Direito Penal*, São Paulo, Singular, 2013, pp. 25-362.

MARTINS-COSTA, Judith, *A Boa-Fé no Direito Privado*, 1ª ed., São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1999, pp. 7-518.

MATURANA, Humberto e VARELA, Francisco J., *De Maquinas Y Seres Vivos*, s.l., Editorial Universitaria, 1972 (trad. inglês de R. S. Cohen e M. W. Wartofsky, *Autopoiesis and Cognition – The Realization of Living*, Dordrecht, D. Reidel Publishing Company, 1980, pp. 78-79.pp. x-139.)

MONTEIRO, Jorge Ferreira Sinde, *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*, Coimbra, Almedina, 1989, pp.9-649.

MOTTA, Fernando de Andrade, *O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta*, São Paulo, Almedina, 2015, pp. 19-248.

PISTOR, Katharina, Daniel, BERKOWITZ e RICHARD, Jean-Francois, *Economic Development, Legality and the Transplant Effect*, s.l., novembro/1999, disponível [on-line] in <http://ssrn.com/abstract=183269> [10-04-2015].

PITTA, André Gruspun, *O Regime de Informação das Companhias Abertas*, São Paulo, Quartier Latin, 2013, pp. 29-383.

REALE, Miguel, *Lições Preliminares de Direito*, 24ª edição, São Paulo, Saraiva, 1998, pp. 1-379.

ROE, Mark J., *Strong Managers, Weak Owners: the political roots of American corporate finance*, Princeton, Princeton University Press, 1996, pp. xii-287.

ROOVER, Raymond de, *The Rise and Decline of the Medici Bank* (1963), Washington, Beardbooks, 1999, pp. 1-375.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida, *O Contrato Futuro*, São Paulo, Cultura Editores Associados, 2000, pp. 17-193.

SALOMÃO FILHO, Calixto, *Direito Empresarial Público*, in RDM 112 (1998).

O Novo Direito Societário, 2ª ed., São Paulo, Malheiros, 2002, pp. 15-229.

Sociedade Anônima: Interesse Público e Privado, in RDM 127 (2002).

SARTORI, Filippo, *Informazione Economica e Responsabilità Civile*, Milão, CEDAM, 2011, pp. 1-326.

SCORPANIELLO, Manlio Lubrano di, *Società di Rating – Innovazioni di Governance e Tutela dell’Affidamento*, Milão, Giuffrè, 2016, pp. 1-219.

SILVA, Clóvis V. do Couto e, *A Obrigação como Processo*, 1ª ed., São Paulo, Editora FGV, Rio de Janeiro, 2006, pp. 7-169.

SILVA, Eva Sónia Moreira da, *As Relações entre a Responsabilidade Pré-Contratual por Informações e os Vícios da Vontade (Erro e Dolo): o caso da Indução Negligente em Erro*, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 11-386.

_____ *Da Responsabilidade Pré-Contratual por Violação dos Deveres de Informação*, Coimbra, Almedina, 2006, pp. 11-249.

SZTAJN, Rachel, *O Direito de Recesso nas Sociedades Comerciais*, in RDM 71 (1988).

_____ *Ensaio sobre a Natureza da Empresa – Organização Contemporânea da Atividade*, Tese (Titularidade) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001, pp. 5-259.

_____ *Teoria Jurídica da Empresa: Atividade Empresária e Mercados*, São Paulo, Atlas, 2004, pp. 7-225.

SUNSTEIN, Cass R., JOLLS, Christine e THALER, Richard H., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in *Stanford Law Review* 50 (1998).

TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, São Paulo, Livraria e Editora Jurídica José Bushatsky, 1979, pp. 3-854.

TELLES JUNIOR, Goffredo da Silva, *Iniciação na Ciência do Direito*, São Paulo, Saraiva, 2001, pp. 3-384.

_____ *Tratado da Conseqüência – Curso de Lógica Formal – com uma dissertação preliminar sobre o conhecimento humano*, 6ª ed., São Paulo, Juarez de Oliveira, 2003, pp. 1-324.

THALER, Richard H., *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, Nova Iorque, W. W. Norton & Company - Edição do Kindle, s/d, pp. 3-358.

THALER, Richard H. e SUNSTEIN, Cass R., *Nudge – Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*, New Heaven, 2008, pp. 1-253.

TORRES, Carlos Maria Pinheiro, *O Direito à Informação nas Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1998, pp. 15-296.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, *As Alterações da Legislação Societária e de Mercado de Capitais e suas Implicações quanto à CVM*, in Bulgarelli, Waldirio (org.), *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*, São Paulo, Pioneira, 1998, pp. 193-210.

Atividade Mercantil, Ato de Comércio, Mercancia, Matéria de Comércio, Comerciante, in RDM 109 (1998).

Companhia de Capital Aberto – Não Caracterização da Responsabilidade da Sociedade quando da Prática de Atos “Ultra Vires”, com Quebra Direta do Estatuto Social, in RDM 109 (1998).

Curso de Direito Comercial, vol. I, São Paulo, Malheiros, 2004, pp. 29-341.

Curso de Direito Comercial, vol. III, São Paulo, Malheiros, 2008, pp. 43-758.

Governança Corporativa no Mercado de Capitais – As Antilições da Petrobrás, in ReDE – Revista de Direito Empresarial, vol. 9 (2015).

Responsabilidade Civil do Estado – Banco Central do Brasil – Falta de Cumprimento do Serviço de Fiscalização em Instituição Financeira – Inocorrência da Responsabilidade, in RDM 103 (1996).

Responsabilidade Civil Especial nas Instituições Financeiras e nos Consórcios em liquidação Extrajudicial (um estudo “de iure constituto” e “de lege referenda”), São Paulo, Revista dos Tribunais, 1993, pp. 11-223.

Os “Segredos” da Arbitragem – Para empresários que não sabem nada (e para advogados que sabem pouco), São Paulo, Saraiva, 2013, pp. 17-112.

Sociedade Anônima – Companhia Fechada – Eleição de Diretoria – Derrogação das normas contidas em Acordo de Acionistas para o preenchimento de cargos de administração – Inadmissibilidade, in RDM 96 (1994).

Sísifo e o processo administrativo sancionador do BCB e CVM (Tem ladeira em que somente se sobe), 01.12.2017, disponível [on-line] in <http://www.migalhas.com.br> [13-12-2017].

VIVANTE, Cesare, *Trattato di Diritto Commerciale*, 5ª ed., Milão, Dott. Francesco Vallardi, 1922, pp. 1-351.

ZAMPERETTI, Giorgio Maria, *Il Dovero di Informazione degli Amministratori nella Governance della Società per Azioni*, Milão, Giuffrè, 2005, pp. 1-371.