

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



rdm

revista de direito mercantil

Revista de Direito Mercantil

FUNDADORES

1a FASE: Waldemar Ferreira

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. da Costa

e Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL

Alexandre Soveral Martins, Judith Martins-Costa, Ana de Oliveira Frazão, Luís Miguel Pestana de Vasconcelos, Carlos Klein Zanini, Paulo de Tarso Domingues, Gustavo José Mendes Tepedino, Ricardo Oliveira Garcia, Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Rui Pereira Dias, José Augusto Engrácia Antunes, Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO

Calixto Salomão Filho, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, Luiz Gastão Paes de Barros Leães, Paulo Frontini, Mauro Rodrigues Penteado, Priscila Maria Pereira Corrêa da Fonseca, Newton de Lucca, Juliana Krueger Pela, Paula Andréa Forgioni, José Marcelo Martins Proença, Rachel Sztajn, Balmes Vega Garcia, Antonio Martin, Rodrigo Octávio Broglia Mendes, Eduardo Secchi Munhoz, Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer, Francisco Satiro de Souza Junior, Sheila Christina Neder Cerezetti, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, Vinicius Marques de Carvalho, José Alexandre Tavares Guerreiro, Manoel de Queiroz Pereira Calças, Marcos Paulo de Almeida Salles, Marcelo Vieira von Adamek, Newton Silveira

COORDENADOR ASSISTENTE DE EDIÇÃO:

João Paulo Braune Guerra

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE

Camila Bovolato Rodrigues, Carolina Capani, Giulia Ferrigno Poli Ide Alves, Isabella Petrof, Julia Borges Endler, Matheus Chebli, Rodolfo Pavanelli Menezes, Sergio Coelho de Azevedo Junior, e Virgílio Maffini Gomes

Direção editorial:

Luciana de Castro Bastos

Diagramação e Capa:

Daniel Carvalho e Igor Carvalho

Revisão:

Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>

"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Daniel Araújo de Assis; Kamilla Ranny Macedo Niz, Daniela Nunes de Amartine, Erasmo Valladão Azevedo França e Novaes, Érico Andrade, Gabriel Tajra, Georges Gmoussa, Gustavo Cerqueira, Herbert Wiedemann, Iacyr de Aguiar Vieira, Leonardo Parentoni, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros, Luiz Daniel Haj Mussi, Luiz Felipe Galloti Rodrigues, Mariana Hofmann Fuckner, Paulo Burnier Silveira, Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer, Thiago Saddi Tannous, Thomas Bergmann.

ISBN: 978-65-89904-60-1

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte Maio De 2022

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



AUTORES

AGUILAR VIEIRA, Iacyr de.

Ancien professeur à l'université fédérale de Viçosa, Brésil, avocat inscrit au barreau de Minas Gerais, Brésil.

AMARTINE, Daniela Nunes de.

Graduada em Direito pela Universidade de Brasília (UnB), com período sanduíche na Universidad Nacional de Colombia através do Programa de Desenvolvimento Acadêmico Abdias do Nascimento, fomentado pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES). Pós-graduada em Licitações e Contratos.

ANDRADE, Érico.

Professore “adjunto” nell’Università Federale di “Minas Gerais”.

ASSIS, Daniel Araújo de.

Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC Minas) e pós-graduando em Direito Público pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUC RS). Especialização em Gestão de Negócios e Inovação (MBA) pela Escola Superior de Advocacia da Ordem dos Advogados do Brasil (ESA OAB/MG).

BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes.

Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo (2016), com extensão universitária realizada na EBS Universität für Wirtschaft und Recht (2014). Mestre em Direito Empresarial na Universidade de São Paulo (2021).

BERGMANN, Thomas.

Possui graduação em Direito pela Fundação Escola Superior do Ministério Público/RS (FMP). Pós-graduação lato sensu em Direito do Estado pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Mestrado em Direito junto ao programa de pós-graduação *stricto*

sensu da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).

CERQUEIRA, Gustavo.

Agrégé des facultés de droit, professeur à l'université de Nîmes.

FUCKNER, Mariana Hofmann.

Graduanda em Direito pela Universidade Federal do Paraná. Pesquisadora integrante do Grupo de Estudos e Pesquisa em Direito Societário Aplicado da UFPR. ÁREA DO DIREITO: Direito societário e mercado de capitais.

HAI MUSSI, Luiz Daniel.

Doutor e Mestre em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo – USP. Professor de Direito Empresarial da UFPR. Coordenador do Grupo de Estudos e Pesquisa em Direito Societário Aplicado da UFPR.

MOUSSA, Georges.

Graduando em Direito na Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EDESP-FGV). E-mail: <georgesvicentini@aol.com>.

NIZ, Kamilla Ranny Macedo.

Graduanda na Faculdade Mineira de Direito da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais.

PARENTONI, Leonardo.

Professore “adjunto” nell’Università Federale di “Minas Gerais”.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos.

Professor Doutor da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP. Doutor e Mestre pela USP. Foi Diretor Executivo da Fundação PROCON de São Paulo, Conselheiro do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), Consultor Jurídico do Ministério da Justiça e Assessor de Ministro do Supremo Tribunal Federal.

RODRIGUES, Luiz Felipe Galloti.

Acadêmico da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (FD/UnB).

SILVEIRA, Paulo Burnier.

Professor-Adjunto da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília (UnB). Doutor em Direito pela Universidade de Paris II e pela Universidade de São Paulo (USP).

TAJRA, Gabriel.

Graduado em Direito na Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FDRP-USP). E-mail: <gabriel.aguiar.tajra@gmail.com>.

TANNOUS, Thiago Saddi.

Doutorado em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (2014-2017). Mestrado em Filosofia e Teoria Geral do Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (2013). Bacharelado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná (2009).

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes.

Graduação em Direito pela Universidade de São Paulo (1973), mestrado em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (1992), doutorado em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (1998) e livre-docência em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (2012). Professor associado. Ex-Chefe do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, em São Paulo (2016-2019).

SUMÁRIO

O JURISTA, O MÚSICO E O TRADUTOR: NOTA INTRODUTÓRIA A “INTERPRETAÇÃO JURÍDICA E INTERPRETAÇÃO MUSICAL – UM ENSAIO”, DE HERBERT WIEDEMANN	15
<i>Erasmu Valladão Azevedo França e Novaes; Thiago Saddi Tannous</i>	
INTERPRETAÇÃO JURÍDICA E MUSICAL – UM ENSAIO	19
<i>Herbert Wiedemann</i>	
COMPROMISSO DE COMPRA E VENDA PARA CONSTITUIÇÃO DE CONDOMÍNIO-HOTEL: NATUREZA EMPRESARIAL E CONSEQUENTE INAPLICABILIDADE DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR	37
<i>Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer</i>	
O AFROEMPREENDEDORISMO COMO NICHOS ESPECÍFICOS DE NEGÓCIOS: UM ESTUDO COMPARADO COM BASES EMPÍRICAS DO BRASIL E DA COLÔMBIA	81
<i>Daniela Nunes de Amartine; Paulo Burnier Silveira</i>	
A DIFUSÃO DE INFORMAÇÕES E O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS	111
<i>Lucas Carneiro Gorgulho Mendes Barros</i>	
ASPECTOS REGULATÓRIOS DA LEI SARBANES-OXLEY APLICÁVEIS ÀS EMPRESAS BRASILEIRAS	151
<i>Gabriel Tajra; Georges Gmoussa</i>	

IL SUPERAMENTO DELLA PERSONALITÀ GIURIDICA NEL DIRITTO

BRASILIANO ASPETTI SOSTANZIALI E PROCESSUALI 175

Érico Andrade; Leonardo Parentoni

CRÍTICA AO SISTEMA DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE CONTRATOS
DE INVESTIMENTO COLETIVO HOTELEIRO SOB O PRISMA DA PROTEÇÃO AO
INVESTIDOR E DA CONFIABILIDADE E DA EFICIÊNCIA DO MERCADO 201

Luiz Daniel Haj Mussi; Mariana Hofmann Fuckner

GRUPO DE SOCIEDADES NO BRASIL 257

Thomas Bergmann

LES ÉNONCÉS INTERPRÉTATIFS : UN MOYEN DE RESTRUCTURATION

DU DROIT COMMERCIAL BRÉSILIEN* 285

Iacyr de Aguiar Vieira; Gustavo Cerqueira

A CONCESSÃO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL ÀS ASSOCIAÇÕES CIVIS UMA ANÁLISE
DA POSSIBILIDADE JURÍDICA COM BASE EM CASOS PARADIGMAS..... 305

Daniel Araújo de Assis; Kamilla Ranny Macedo Niz

ASPECTOS DA DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA DE SOCIEDADES
ANÔNIMAS: PECULIARIDADES, RESPONSABILIZAÇÃO E CONSEQUÊNCIAS..... 351

Luiz Felipe Galloti Rodrigues

A DIFUSÃO DE INFORMAÇÕES E O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

INFORMATION DISCLOSURE AND SECURITIES MARKET BEHAVIOR

BARROS, Lucas Carneiro Gorgulho Mendes

RESUMO

O artigo analisa a interação entre a divulgação de informações e o funcionamento do mercado. Para tanto, avalia-se o esquema de causalidade existente entre as informações divulgadas e a operação do mercado de capitais, especialmente com relação aos efeitos para a redução de custos de transação e o aumento do volume de negociações e da liquidez, que se reflete na racionalidade do regime de transparência aplicável no mercado de capitais. Discutem-se, em particular, a hipótese de eficiência do mercado, tanto na perspectiva de seus defensores, quanto de seus críticos, em particular aqueles que defendem a introdução de aspectos de Economia Comportamental no modelo, bem como a relevância da confiança dos investidores para o funcionamento do mercado de capitais.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Informações. Regime de Divulgação Obrigatória. Hipótese de Eficiência do Mercado. Confiança.

ABSTRACT

The paper aims to analyze the interaction between information disclosure and securities market behavior. For such purpose, the causality scheme existent between disclosed information and the functioning of securities market, especially in respect to the effects in the reduction of transaction costs, the enhance of negotiation volume and the liquidity, which is reflected in the rationale of the disclosure regime applicable within the securities market. The efficient market hypothesis, both in the perspective of its supporters, and of its critics,

in special those who defend the introduction of aspects Behavioral Economics in the model, as well as the relevance of investors reliance for the function of securities market, are particularly analyzed.

Key words: Securities Market. Information. Mandatory Disclosure Rules. Efficient Market Hypothesis. Reliance.

A DIFUSÃO DE INFORMAÇÕES E O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

“Das falsas idéas, isto he, da ignorância, e da preocupação, tão attrevidas como desatinadas, brotão as especulações viciosas ou erroneas, os terrores panicos e fantasticos, as paixões que nos tornão irracionais, e até insensíveis, os caprichos que nos iludem ou devorão, e logo um montão de espantosas desgraças que corroendo-nos a propria substancia, reduzem tudo á ultima ruina [...]”

(Prefácio. Reflexões sobre o Commercio dos Seguros. Rio de Janeiro: Imprensa Régia. 1810, p. 3)⁸⁹.

Sumário: 1. Introdução ; 2. Notas sobre o conceito de “informação” ; 3. A Interação entre as informações e o funcionamento do mercado de capitais; 3.1. A interação entre informações e a precificação dos valores mobiliários: a hipótese de eficiência do mercado ; 3.2. O contraponto da economia comportamental: os *animal spirits* do mercado de capitais ; 3.3. Efeitos da informação no funcionamento do mercado de capitais: uma questão de *quantum* ; 4. A tutela do mercado de capitais: a importância da confiança dos investidores; 5. Notas finais; e 6. Bibliografia

89 Trata-se, nesse estudo, da interação entre informações e o funcionamento eficiente do mercado de capitais, bem como da relação virtuosa que pode ser estabelecida entre eles. A ausência de informações ou falhas em sua divulgação, em sentido inverso, podem trazer efeitos deletérios a todo o mercado. O excerto de Lisboa (Visconde de Cayru) que epigrafa esse artigo expõe, de forma quase visceral, as consequências negativas da falta de informações e, ainda que não diga respeito diretamente ao contexto do mercado de capitais, não por isso deixa de lhe ser ilustrativo.

INTRODUÇÃO.

Ao se tratar da regulação do mercado de capitais, costuma-se dizer que a divulgação de informações, corretas, completas e fidedignas, fomenta o funcionamento eficiente do mercado. O regime de transparência é estruturado para incentivar essa divulgação e, portanto, contribuir para a promoção da eficiência do mercado, um dos objetivos declarados do arcabouço jurídico que regula essa seara (cf. artigo 4º, incisos II e III, da Lei n.º 6.385/1976⁹⁰).

A afirmação, que se reflete na lógica da regulação e, em última análise, a justifica, está calcada, profundamente, no comportamento dos participantes do mercado e como as informações divulgadas, por emissores ou terceiros, pode influenciar seu comportamento e sua disposição, ou não, a realizar negócios envolvendo valores mobiliários e, por consequência, afetar a formação de preço desses ativos.

Por sua relevância, e com o objetivo de contribuir para a compreensão da questão, em maior extensão, discute-se, nesse estudo, a interação entre informações divulgadas pelos emissores e o funcionamento do mercado de capitais, em especial no que diz respeito à atuação dos agentes econômicos e a precificação dos ativos nele negociados. Antes, contudo, de iniciar essa tarefa, trata-se, brevemente, do que se pode entender por “*informação*”, para que se

90 Cf. artigo 4º, incisos II e III, da Lei n.º 6.385/1976: “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: [...] II – promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III – assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão”. Ver, ainda, a Exposição de Motivos da Lei n.º 6.385/1976: “O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas.” (§2, Exposição de Motivos n.º 197, de 24.06.1976).

possa, então, passar à discussão dos efeitos de sua divulgação e sua interação com o funcionamento do mercado de capitais⁹¹.

NOTAS SOBRE O CONCEITO DE “INFORMAÇÃO”.

A palavra “*informação*”, embora de uso comum, em linguagem tanto corrente como técnica, não possui definição única ou de fácil estruturação⁹²⁻⁹³. Há diversos termos correlatos, por vezes usados como sinônimos, outras vezes usados com significados distintos, como *dados*, *conhecimento*, *mensagens*, *sinais*, *discursos*, etc., o que traz ainda maiores e inegáveis complexidades semânticas⁹⁴.

Em busca de caminhos para especificar seu significado, é possível identificar diversos os fatores que podem ser usados para definir “*informação*”: quem são seus emissores, quem são seus receptores, quais são os sinais emitidos e qual é o conteúdo da mensagem, se o conteúdo é, ou não, compreensível (ou efetivamente compreendido) por quem o recebe, entre outros⁹⁵. O sentido da palavra pode se

91 Ver, a respeito da relevância de retomar o significado dos termos usados em Direito, ainda que possam parecer de significado conhecido por todos: Grau, Eros Roberto. *Ensaio e Discurso sobre a Interpretação / Aplicação do Direito*. São Paulo: Malheiros. 2002, p. 194.

92 Há quem considere que o termo “*informação*”, pelo excesso de significados, tornou-se uma palavra vazia (“*all-purpose weasel-word*”, no original) (cf. MACHLUP, Fritz. *Semantic Quirks in Studies of Information*. In MACHLUP, Fritz; e MANSFIELD, Una (eds.). *The Study of Information: Interdisciplinary Messages*. New York: Wiley. 1983, p. 653). Entre nós, AGUIAR JUNIOR reconhece que: “*A informação é um conceito relativo, e tem múltiplo significado*” (A Responsabilidade Civil pela Informação. *Informativo Jurídico da Biblioteca Min. Oscar Saraiva*, v. 8, n. 2. 1996, p. 137).

93 Cf. a advertência de Tunc, em estudo sobre informações privilegiadas: “*La question subsiste, en revanche, de savoir ce qui est une ‘information’. Elle est délicate*” (*La Jurisprudence Française sur les Opérations d’Initiés*. In Tunc, André. Jalons. *Dits et Écrits d’André Tunc*. Paris: Société de Législation Comparée. 1991, p. 303).

94 Ver, para aprofundamento na discussão sobre o conceito de “*informação*”, Ott, Sascha. *Information. Zur Genese und Anwendung eines Begriffs*. Konstanz: UVK. 2004, p. 26-44; e Janich, Peter. *Was ist Information?*. Frankfurt am Main: Suhrkamp. 2006.

95 Para análise detalhada desse conceito e das dificuldades relacionadas à sua definição, cf., i.a., Capurro, Rafael; e Hjørland, Birger. *The Concept of Information. Annual Review of Information Science and Technology*, v. 37. 2003, pp. 343-411; Capurro, Rafael. *Information: Ein Beitrag zur Etymologischen und Ideengeschichtlichen*

desdobrar, ainda, tanto no ato de comunicação em si, como em seu conteúdo⁹⁶.

O conceito é, de fato, polissêmico e bastante fluido, especialmente quando se passa a ter em conta os possíveis elementos relevantes para sua definição, suas particularidades e desdobramentos. Por essa razão, a cada caso, é possível (e imperioso) estabelecer uma definição que seja, pelo menos, útil e suficiente, diante das finalidades visadas pelo emprego da palavra.

O termo “*informação*”, nesse sentido, considerando o que se discute nesse estudo, parece ser bem definido da seguinte forma: os signos⁹⁷ que contêm uma mensagem com relação a determinado conteúdo, de qualquer natureza (contábil, financeira, societária ou outra), por quaisquer meios⁹⁸⁻⁹⁹. De forma ainda mais específica,

Begründung des Informationsbegriffs. München: Saur. 1978; e Machlup, Fritz. *Semantic Quirks in Studies of Information*. In Machlup, Fritz; e Mansfield, Una (eds.). *The Study of Information: Interdisciplinary Messages*. New York: Wiley. 1983, pp. 641-661. Arrow, desviando de uma definição do conceito em si, define-o em relação à incerteza, apontando que informação é “*simplesmente a medida negativa de incerteza*” (“*merely the negative measure of uncertainty*”, no original) (*Information and Economic Behavior*. Technical Report No. 14. Harvard University. 1973, p. 4).

96 Machlup apresenta dois significados essenciais do termo “*informação*”: (i) “*algo que é dito [a alguém]*” (“*that which is being told*”, no original); e (ii) o “*ato de dizer algo*” (“*the telling of something*”, no original) (*Semantic Quirks in Studies of Information*. In Machlup, Fritz; e Mansfield, Una (eds.). *The Study of Information: Interdisciplinary Messages*. New York: Wiley. 1983, p. 642). Druey, por sua vez, diferencia entre a informação como conteúdo (“*Information als Inhalt*”, no original), a informação como processo (“*Information als Vorgang*”, no original) e informação como estado (“*Information als Zustand*”, no original, usado como sinônimo de conhecimento) (*Information als Gegenstand des Rechts*. Zürich: Schultess / Baden-Baden: Nomos. 1995, p. 22).

97 “*Signo*” é usado com o significado atribuído por Saussure, de “*elo entre um conceito e uma imagem sonora*” (“*uni[on entre] un concept et une image acoustique*”, no original) (*Cours de Linguistique Générale*, 3ª ed.. Genève: Arbre d'Or. 2005, p. 73).

98 O conceito se aproxima de um dos significados essenciais do termo, apontado por Machlup: “*algo que é dito [a alguém]*” (“*that which is being told*”, no original) (*Semantic Quirks in Studies of Information*. In Machlup, Fritz; e Mansfield, Una (eds.). *The Study of Information: Interdisciplinary Messages*. New York: Wiley. 1983, p. 642).

99 Para Catala, informação é “*uma formulação destinada a tornar uma mensagem comunicável*”: “*L’information est d’abord expression, formulation destinée à rendre un message communicable; elle est ensuite communiquée, ou peut l’être, à l’aide du signe choisi pour porter le message à autrui*”. O autor vai além e caracteriza a informação, ainda, como “*une relation juridique de transfert entre celui qui émet le message et celui qui le reçoit*” (*Ebauche d’une Théorie Juridique de L’Information*. *Informatica e Diritto*, v.

considerando o contexto do mercado de capitais, o significado pode ser delimitado nos seguintes termos: os signos divulgados por emissores de valores mobiliários a quaisquer participantes do mercado, independentemente de seu conteúdo ou das vias de publicização. Abrange, em especial, informações referentes às atividades e aos negócios sociais, bem como aos valores mobiliários emitidos, mas sem a eles se limitar.

Note-se que este conceito não incorpora possíveis qualificações da informação veiculada (que lhe serão atribuídas posteriormente, inclusive em sede normativa): a informação, antes de ser completa ou incompleta, correta ou incorreta, útil ou inútil, fidedigna ou não, compreensível ou não, é uma informação, sem adjetivos. Esse é o núcleo de seu significado, refletido na definição apresentada acima, e que, por essa razão, dispensou quaisquer qualificadoras.

O significado do termo, colocado dessa forma, evita restrições com relação ao conteúdo da mensagem, à forma de divulgação, aos agentes receptores, ao efetivo entendimento da mensagem transmitida, entre outras. É, portanto, abrangente o suficiente para abarcar todo o conteúdo efetivamente transmitido em mercado, dos emissores de valores mobiliários para os agentes que nele transitam, bem como o objeto do regime de divulgação obrigatória.

Não se pretende, por certo, com esta definição, exaurir as possibilidades de significação do termo “*informação*”, mas apenas enquadrá-lo de forma útil e compatível com sua aplicação, quando se trata do regime informacional aplicável ao mercado de capitais. Definições diversas podem ser consideradas, igualmente, apropriadas, em outras circunstâncias, de acordo com as finalidades pretendidas.

9, n. 1. 1983, p. 17). Partindo dos ensinamentos de Catala, Abreu trata da informação, em síntese, como uma “*mensagem comunicável*” (*Curso de Direito Comercial. Das Sociedades*, v. 2, 3ª ed.. Coimbra: Almedina. 2010, p. 253).

A INTERAÇÃO ENTRE AS INFORMAÇÕES E O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS.

O regime transparência aplicável aos emissores de valores mobiliários parte da – e, em grande medida, justifica-se na – premissa de que informações são relevantes para o adequado e eficiente funcionamento do mercado de capitais. A afirmação, comumente repetida em estudos sobre a matéria, embora verdadeira e aparentemente simples¹⁰⁰, sintetiza interação, bem mais complexa, entre diversos elementos que permitem se alcançar essa conclusão. Seus principais aspectos são o objeto desse estudo¹⁰¹.

O raciocínio diz respeito ao mercado real e envolve diversas etapas sequenciais. O termo “*mercado real*”, com falhas e custos de transação, é, para esses fins, usado em oposição ao modelo teórico de concorrência perfeita, sem falhas e sem custos de transação¹⁰².

100 Como aponta Toledo, sobre os efeitos indiretos, em mercado, da atuação de cada um dos agentes, movidos por seus interesses individuais: “*Para viabilizar o ocorrido, a imagem evidente (que não deixa de ser precisa, apesar das sucessivas vezes em que vem sendo exposta) é a da pedra atirada n’água, com os círculos concêntricos formados a partir do ponto de impacto inicial. Tudo isso parece muito simples, e desmerecedor, por isso, de uma referência expressa*” (A Lei 7.913, de 7.12.89 – A Tutela Judicial do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 29, n. 80. 1990, p. 139).

101 Destaca-se que o mecanismo e as interações apresentadas nesse estudo não deixam de ser simplificação do funcionamento real do mercado de capitais e da multiplicidade dos fatores que nele podem estar envolvidos.

102 O modelo teórico de mercado perfeito foi desenvolvido a partir dos estudos de Walras, que tratava de um esquema “puro” (“*Les marchés les mieux organisés sous le rapport de la concurrence sont ceux où les ventes et achats se font à la criée, par l’intermédiaire d’agents tels qu’agents de change, courtiers de commerce, crieurs, qui les centralisent, de telle sorte qu’aucun échange n’ait lieu sans que les conditions en soient annoncées et connues, et sans que les vendeurs puissent mettre au rabais et les acheteurs à l’enchère*”) (Éléments d’Économie Politique Pure, ou Théorie de la Richesse Sociale. Lausanne: L. Corbaz. 1874, p. 48), e posteriormente por Arrow e Debreu (Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy. *Econometrica*, v. 22, n. 3. 1954, pp. 265-290), como premissa para o sistema de equilíbrio de mercado. Sobre as falhas de mercado, cf., i.a., Bator, Francis Michel. The Anatomy of Market Failure. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 72, n. 3. 1958, pp. 351-379; e, tratando inclusive do funcionamento do mercado de capitais, ver Stiglitz, Joseph Eugene. Markets, Market Failures, and Development. *The American Economic Review*, v. 79, n. 2. 1989, pp. 197-203.

Na medida em que se analisa o mercado de capitais sob a perspectiva do fluxo de informações, evidencia-se um distanciamento em relação ao modelo teórico de mercado perfeito. No mundo real, adquirir informações, naturalmente, tem custos, de forma que os agentes econômicos deverão escolher o quê e quanto buscar. No entanto, não sabem, de partida, quais informações podem trazer o maior benefício para determinado agente, nem onde exatamente obtê-las. Processar o que foi adquirido tem, igualmente, seus custos. E sempre haverá informações, em alguma medida, que são conhecidas apenas por alguns participantes do mercado¹⁰³.

Na perspectiva do funcionamento do mercado, aquilo que é divulgado pelos emissores impacta o conhecimento detido pelos agentes econômicos em, ao menos, duas maneiras. Em primeiro lugar, aumenta-se o *quantum* de informações detido pelos participantes do mercado¹⁰⁴. Em segundo lugar, uniformiza-se, ao menos com relação ao que foi divulgado, o conhecimento desses agentes, reduzindo, em via reversa, o conjunto de informações privilegiadas disponíveis, o que é imprescindível para que se possa, ao menos em tese, garantir que os investidores disponham de iguais condições para a tomada de suas decisões¹⁰⁵.

103 Renner identifica três aspectos do mercado de capitais real, na seara da economia da informação, que o distanciam de um modelo perfeito, no enquadramento neoclássico: (i) as informações são obtidas de terceiros, com custos, e não de “*leiloeiros fictícios*” e totalmente desinteressados (“*fiktive Auktionatoren*”, no original); (ii) o valor das informações não é conhecido *ex ante* por quem deseja obtê-las; e (iii) podendo usar as informações oportunisticamente, os agentes econômicos somente têm incentivos para divulgá-las na medida em que delas se beneficiarem, de forma que os preços de mercado não refletem, a todo instante, todos os elementos que podem afetá-los (*Die Publikums-Aktiengesellschaft im Spannungsfeld von Markt- und Anreizstrukturen. Eine Neo-Institutionalistische Analyse*. Wiesbaden: Springer. 1999, pp. 69-70).

104 Não se trata apenas da quantidade de informações disponíveis, mas também de sua qualidade. Destacando, com propriedade, esse aspecto, cf. Salomão Filho, Calixto. *Informação Completa, Direito Societário e Mercado de Capitais*. In Salomão Filho, Calixto. *O Novo Direito Societário*, 5ª ed.. São Paulo: Saraiva. 2019, p. 282; e Barbosa, Marcelo. *Algumas Notas sobre Insider Trading*. In Venancio Filho, Alberto; Lobo, Carlos Augusto da Silveira; e Rosman, Luiz Alberto Colonna (orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 Anos*. São Paulo: Saraiva. 2017, pp. 278-279.

105 Nesse sentido, Mosquera afirma, ao tratar do regime de transparência, que “*é imperioso que haja uma neutralidade de oportunidade nos negócios*” (*Os Princípios*

A consequência de agentes econômicos mais bem e uniformemente informados tende a ser a melhor precificação dos valores mobiliários negociados¹⁰⁶, uma consequência direta da redução de assimetrias de informação¹⁰⁷⁻¹⁰⁸. Os participantes do

Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. In Mosquera, Roberto Quiroga (coord.). Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Dialética. 1999, p. 290).

106 O modelo financeiro de precificação dos valores mobiliários, por suas particularidades, é diferente do aplicado à determinação do valor de outros bens. Trata-se, nesse caso, do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros [*Capital Asset Pricing Model* (CAPM)], usado frequentemente com essa finalidade, que se concentra no risco relacionado aos ativos. O modelo foi desenvolvido pelos estudos de Sharpe (Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, v. 19, n. 3. 1964, pp. 425-442), Lintner (The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, v. 47, n. 1. 1965, pp. 13-37) e Black (Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *The Journal of Business*, v. 45, n. 4. 1972, pp. 444-455). Para mais detalhes sobre o assunto, cf., i.a., Georgakopoulos, Nicholas Leonidas. *The Logic of Securities Law*. Cambridge: Cambridge University. 2017, pp. 31-42. Esse método de precificação de ativos, no entanto, não é isento de críticas – vide, por exemplo, os estudos de Fama e French, que desenvolveram um modelo alternativo com três fatores (The CAPM is Wanted, Dead or Alive. *The Journal of Finance*, v. 51, n. 5. 1996, pp. 1.947-1.958) e, posteriormente, com cinco fatores (The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, v. 18, n. 3. 2004, pp. 25-46).

107 A redução de assimetria de informações permite que se evitem os efeitos negativos da seleção adversa, muito discutida após o trabalho seminal de Akerlof (The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3. 1970, pp. 488-500). Para análise de como as assimetrias de informação auxiliam na compreensão tanto do funcionamento interno das sociedades (em particular, a relação entre acionistas e administradores), como do mercado de capitais, ver Stiglitz, Joseph Eugene. Information and Economic Analysis: A Perspective. *The Economic Journal*, v. 95. 1985, pp. 21-41. A esse respeito, ver, ainda, Cerezetti: “Em termos amplos, as fraudes ocasionam diversos efeitos deletérios ao funcionamento do mercado. Dentre eles, impedem que investidores realizem avaliação da verdadeira situação dos emissores, influenciando inadequadamente a tomada de decisão de investimento ou desinvestimento. No limite, favorecem a indevida alocação de valores, estimulando o famoso lemons effect” (Comentários ao Art. 4º. In Codorniz, Gabriela; e Patella, Laura (coords). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n.º 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin. 2015, p. 120). Tratando também da assimetria de informações e seleção adversa, no mercado de capitais, vide Easterbrook, Frank Hoover; e Fischel, Daniel Robert. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University. 1991, p. 280.

108 Ressaltando que, dentre as funções da Comissão de Valores Mobiliários, está a redução de assimetrias de informação, vide Sztajn, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 43, n. 135. 2004, pp. 136-147.

mercado, ao conhecerem, com mais detalhes, determinado emissor, podem analisar melhor sua situação, fazer projeções mais acuradas e, conseqüentemente, alcançar um preço mais adequado para os valores mobiliários por ele emitidos¹⁰⁹⁻¹¹⁰.

A maior difusão de informações e a conseqüente melhor precificação dos ativos reduzem, por conseqüência, a incerteza dos investidores¹¹¹, em especial quanto à acuidade, ou não, da cotação de determinado valor mobiliário¹¹². Pelo fato de os agentes econômicos serem, em regra, avessos a risco¹¹³, ao se oferecer maiores subsídios

109 Importante notar que o ato de processar informações também tem custos, da mesma forma que as adquirir e verificá-las. Para a tipologia dos “custos de aquisição”, “custos de processamento” e “custos de verificação” de informações, ver Gilson, Ronald J.; e Kraakman, Reinier H.. *The Mechanisms of Market Efficiency*. *Virginia Law Review*, v. 70. 1984, pp. 594-595. Os autores posteriormente prepararam novo estudo sobre o tema, incorporando discussões trazidas pela economia comportamental: *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias* *Journal of Corporate Law*, v. 28. 2003, pp. 715-742.

110 Para análise de possíveis imprecisões no preço de valores mobiliários, vide Kahan, Marcel. *Securities Laws and the Social Costs of “Inaccurate” Stock Prices*. *Duke Law Journal*, v. 41, n. 5. 1992, pp. 977-1.044. Para discussões mais abrangentes e análise crítica sobre o critério preço, nos mercados em geral, ver comentários de Salomão Filho (*Reflexões sobre a Disfunção dos Mercados*. In França, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; e Adamek, Marcelo Vieira von (coords.). *Temas de Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros. 2014, pp. 304-314).

111 Distinguem-se as “incertezas” dos “riscos” (i.e., “incerteza mensurável”), conforme diferenciação de Knight (*Risk, Uncertainty and Profit*. New York: Augustus M. Kelley. 1964, pp. 197-232).

112 Usa-se “acuidade” para referência a um preço formado sem interferências artificiais, e não a um potencial valor intrínseco dos ativos. Nesse sentido, cf. Kahan, Marcel. *Securities Laws and the Social Costs of “Inaccurate” Stock Prices*. *Duke Law Journal*, v. 41, n. 5. 1992, p. 1.017.

113 Sobre a aversão a risco dos agentes econômicos, ver, i.a., os trabalhos de Arrow (*The Theory of Risk-Bearing*. In Arrow, Kenneth Joseph. *Essays in the Theory of Risk-Bearing*. Amsterdam: North Holland. 1970, pp. 90-120; e *Exposition of the Theory of Choice under Uncertainty*. In Arrow, Kenneth Joseph. *Essays in the Theory of Risk-Bearing*. Amsterdam: North Holland. 1970, pp. 44-89). A análise dos efeitos dos riscos envolvidos sobre retornos esperados tem predecessores e se costuma apontar para o estudo inicial de Bernoulli (*Specimen Theoriae Novae de Mensura Sortis*. In *Commentarii Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae*, v. 5. Petropoli [Sankt-Peterburg]: Typis Academiae. 1738. Trad. Ing. Louise Sommer. *Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk*. *Econometrica*, v. 22, n. 1. 1954, pp. 23-36). Rabin e Thaler, autores de trabalhos na seara de economia comportamental, por outro lado, criticam a teoria da utilidade, que não explica integralmente a aversão a

à mensuração das probabilidades de ganhos e perdas, seja com relação ao funcionamento do mercado, seja com relação a certos emissores e, conseqüentemente, aos valores mobiliários por eles emitidos, diminuem-se também os custos de transação envolvidos na negociação de tais ativos¹¹⁴. Se os preços forem aumentados ou diminuídos, de forma artificial, pelo desconhecimento da situação da emissora e de seus títulos, devido a falhas no cumprimento do regime de transparência, tem-se efeito inverso: o aumento da incerteza dos participantes do mercado e o aumento dos custos para sua atuação. Em outros termos, o aumento da difusão de informações implica o aumento da confiança dos investidores.

Havendo a redução dos custos de transação envolvidos na negociação de valores mobiliários, aumenta-se a atratividade do mercado de capitais, promove-se, por consequência, o incremento do volume de negócios entre os agentes econômicos. O maior número de operações, resultante desse processo, corresponde ao incremento de liquidez dos ativos negociados, em benefício dos agentes econômicos

risco identificada no mundo real, e apontam que a explicação correta envolveria os vieses de aversão a perda e contabilidade mental (mental accounting) (Anomalies. Risk Aversion. Journal of Economic Perspectives, v. 14, n. 1. 2001, pp. 219-232). Para maiores detalhes sobre os vieses comportamentais de aversão a risco e contabilidade mental, ver os trabalhos seminais de Tversky, Amos; e Kahneman, Daniel. Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. Journal of Risk and Uncertainty, v. 5. 1992, pp. 297-323; e Thaler, Richard H.. Mental Accounting Matters. Journal of Behavioral Decision Making, v. 12. 1999, pp. 183-206, respectivamente.

114 Nesse sentido, vide Georgakopoulos, que considera os riscos de negociação a preços incorretos um “custo de transação implícito”, pelo fato de que os agentes econômicos são avessos a risco (*The Logic of Securities Law*. Cambridge: Cambridge University. 2017, p. 144).

que realizam, ou pretendem realizar, negócios com relação a eles¹¹⁵⁻¹¹⁶⁻¹¹⁷.

A liquidez, por sua vez, é essencial para o adequado funcionamento do mercado¹¹⁸ e tende a gerar maior competição por informação entre os agentes econômicos¹¹⁹. Estes buscam não só mais e melhores informações, no aspecto quantitativo e qualitativo, mas também processar e avaliar, com mais cuidado, as informações disponíveis¹²⁰.

115 Cf. Fox, sobre a interação entre a divulgação de informações e a promoção de liquidez no mercado secundário: *“Transparency also enhances efficiency by increasing the liquidity of an issuer’s stock through the reduction in the bid-ask spread demanded by the makers of the markets for these shares. More transparency thus reduces illiquidity in the secondary market for an issuer’s shares”* (Securities Class Actions Against Foreign Issuers. *Stanford Law Review*, v. 64, n. 5. 2012, p. 1.203).

116 A respeito da definição de “liquidez”, cf. Tannous, Thiago Saddi. *Proteção à Liquidez no Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin. 2018, especialmente pp. 21-23 e 33-49; e Sztajn, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 41, n. 126. 2002, pp. 7-36.

117 A falta de informações já foi notada, pelo regulador brasileiro, como um fator de redução do preço dos ativos e de sua liquidez: *“a falta de informações de qualidade no decorrer da vida do emissor ou do papel vai sendo gradativamente descontada do preço. Ademais, papéis cujo nível de informação é insatisfatório tendem a ser menos líquidos”* (cf. Edital da Audiência Pública n.º 07/08, Superintendência de Desenvolvimento do Mercado – Comissão de Valores Mobiliários, p. 10).

118 Ver, a esse respeito, Fonseca: *“Um mercado que se destine a funcionar regularmente tem de ser líquido”* (Sociedades Abertas e Contrato de Liquidez. Nótula sobre o Regime Legal. *Revista de Direito das Sociedades*, v. 1, n. 4. 2009, p. 926). No mesmo sentido, ver Enriques *et al.*, sobre as funções da regulação do mercado de capitais: *“[...] securities law regulates not only issuers, but also public markets as a form of infrastructure providing liquidity services to investors and traders”* (Corporate Law and Securities Markets. In Kraakman, Reinier H.; *et al.*. *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed.. Oxford: Oxford University. 2017, p. 243).

119 Mercados líquidos favorecem a atuação de agentes com mais informações pelo fato de que os negócios realizados pelos agentes mais informados impactam menos o preço dos ativos (já que há muitos negócios). Assim, os agentes informados podem manter seus retornos mais elevados. A lógica é bem explicada por Georgakopoulos (*The Logic of Securities Law*. Cambridge: Cambridge University. 2017, p. 144).

120 Easterbrook e Fischel ressaltam esse aspecto, ao tratarem de negociações com informações privilegiadas: *“If each trader has the same information as every other, there is little incentive to trade. More important, the incentive to acquire information in the first place goes down if the opportunity to profit by virtue of superior information is eliminated”* (*The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University. 1991, pp. 253-254). Essas “opiniões contraditórias” entre compradores e vendedores,

Ainda que as mesmas informações estejam disponíveis para todos, os agentes podem ter compreensões e projeções diferentes a respeito de seu significado e habilidades distintas na concretização de suas estratégias, o que permite haver diferenciais competitivos entre eles¹²¹. A negociação de valores mobiliários, de fato, pressupõe, em alguma medida, que as contrapartes têm informações e compreensões diferentes sobre os ativos negociados (à parte de suas preferências particulares ou de fatores externos que as levem a negociar). Se ambas tiverem as mesmas informações sobre um valor mobiliário (considerando inclusive seus potenciais futuros de retorno) e as

no momento da negociação, são identificadas também por Bachelier, em estudo sobre a análise probabilística de eventos futuros no mercado de capitais: “*Les opinions contradictoires relatives à ces variations [do preço de cotação dos ativos] se partagent si bien qu’au même instant les acheteurs croient à la hausse et les vendeurs à la baisse*” (Théorie de La Spéculation. *Annales Scientifiques de l’É.N.S.*, 3ª série, t. 17. 1900, p. 21).

121 Assumem importância, nesse aspecto, o “erro” e as “jogadas equivocadas” dos agentes econômicos, que possibilitam a existência de diferencial competitivo, como bem apontado por Forgioni (A Interpretação dos Negócios Empresariais no Novo Código Civil Brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro*, v. 42, n. 130. 2003, pp. 14-16). A autora afirma, ainda, que “*esses enganos são previstos e desejados pelo sistema jurídico, na medida em que, diferenciando os agentes, permitem o estabelecimento do jogo concorrencial*”. No estudo, a autora trata, em particular, de estratégias de empresários, mas entendemos que as mesmas conclusões podem ser estendidas, de forma adequada, também à posição dos investidores e demais participantes do mercado de capitais. No mesmo sentido, cf. Barbosa, Marcelo. *Algumas Notas sobre Insider Trading*. In Venancio Filho, Alberto; Lobo, Carlos Augusto da Silveira; e Rosman, Luiz Alberto Colonna (orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 Anos*. São Paulo: Saraiva. 2017, p. 274. Ainda sobre o assunto, importa notar que Smith apontava que os lucros de uma atividade variariam não só em razão da própria atividade do agente, mas também “*by the good or bad fortune of his rivals and of his customers, and by a thousand other accidents*” (An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, v. 1. London: W. Straham & T. Cadell. 1776, p. 108). Em qualquer dos casos, trata-se do resultado da atuação de agentes econômicos reais, com racionalidade limitada (vide, sobre a racionalidade limitada, por todos, Simon, Herbert Alexander. A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 69, n. 1. 1955, pp. 99-118; e *Idem*. Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science. *The American Economic Review*, v. 49, n. 3. 1959, pp. 253-283) e que tomam decisões também por fatores psicológicos, que podem se distanciar do modelo econômico do *homo economicus* (ver, sobre o assunto, *i.a.*, Thaler, Richard H.. Toward a Positive Theory of Consumer Choice. *Journal of Economic Behavior and Organization*, v. 1. 1980, pp. 39-60; e Thaler, Richard H.; e Sunstein, Cass Robert. *Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, 2ª ed.. New York: Penguin Books. 2009, pp. 17-39). Deve-se notar, a esse respeito, que Simon, nos estudos referidos anteriormente, já tratava da influência de fatores psicológicos na decisão dos agentes econômicos.

valorarem de forma idêntica, teriam poucos incentivos para prosseguir em um negócio.

Os agentes pretendem, dessa forma, estar mais bem posicionados e extrair mais lucros das negociações, o que desemboca, novamente, na maior acuidade dos preços dos valores mobiliários transacionados. Ou seja, retorna-se ao início do ciclo de interação entre as informações divulgadas e o funcionamento do mercado, culminando, em resumo, na promoção de sua maior eficiência¹²²⁻¹²³⁻¹²⁴.

Essas etapas sequenciais envolvidas no processo de divulgação e assimilação de informações pelo mercado formam, como descrito acima, um mecanismo de retroalimentação, com efeitos positivos¹²⁵. A qualificação “*positiva*” do mecanismo, nesse caso, é dupla. Em primeiro lugar, o processo beneficia o adequado funcionamento do

122 A respeito dos possíveis efeitos da regulação para que se promova a eficiência do mercado de capitais, cf. Perrone, Andrea. *Informazioni al Mercato e Tutela dell'Investitore*. Milano: Dott. A. Giuffrè. 2003, pp. 1-52. O autor diferencia a eficiências informativa (referente ao mecanismo de reflexo de informações divulgadas no preço dos valores mobiliários negociados), fundamental (ou valorativa) (referente à correspondência entre o preço de um valor mobiliário e seu valor intrínseco) e alocativa (referente à alocação ótima de recursos) no mercado de capitais. Usa-se o termo eficiência, nesse estudo, em especial nas acepções informativa e alocativa discutidas por Perrone.

123 Ver, a respeito do objetivo de eficiência no mercado de capitais, Eizirik, para quem: “*a finalidade da regulação do mercado de capitais, como a de qualquer outro, é fazê-lo apresentar eficiência alocacional e eficiência operacional. Isto é, fazer com que os recursos alocados em tal mercado obtenham o máximo retorno e que o processo de alocação dos recursos se dê ao custo mais baixo*” (Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 21, n. 48. 1982, p. 49).

124 A interação entre as informações divulgadas ao público e o funcionamento do mercado de capitais não é desconhecida da jurisprudência brasileira, de que se pode extrair a seguinte afirmação: “*Daí a necessidade de se manter vinculante a informação de dados objetivos e concretos, também chamados de full and fair disclosure, com a finalidade precípua de mitigar a prática de ilícitos no mercado, fornecendo a todos os investidores, simultaneamente, o mesmo grau de informações, a viabilizar atuação de maneira equânime e contribuir para o melhor funcionamento do mercado*” (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, 6ª Câmara de Direito Privado, Apelação Cível n.º 1046770-40.2014.8.26.0100/São Paulo, Rel. Des. Percival Nogueira, j. 30.05.2019, v.m., voto do relator).

125 Esse esquema econômico e seu correspondente jurídico foram bem sistematizados por Georgakopoulos, que trata do modelo com um “*círculo virtuoso*”, conclusão com a qual não podemos deixar de concordar (*The Logic of Securities Law*. Cambridge: Cambridge University. 2017, pp. 143-146).

mercado de capitais. Em segundo lugar, trata-se de um processo de *feedback* positivo, por se tratar de relação de causalidade mútua em que se promove a amplificação do desvio das variáveis envolvidas com relação ao seu estado original – nesse caso, o aumento de informação, a melhor precificação dos valores mobiliários, a redução dos custos de transação e o aumento da liquidez, cada vez maiores¹²⁶.

A validade dessa lógica depende, naturalmente, de que as informações divulgadas pelos emissores sejam claras, verídicas e completas e, assim, efetivamente úteis aos agentes econômicos que as analisarem. Do contrário, tem-se um efeito em sentido contrário (*i.e.*, menor confiança, mais custos de transação, menor liquidez, menor acuidade de precificação).

As etapas descritas anteriormente permitem a compreensão da lógica do mercado em sua quase integralidade. Falta, no entanto, a explicação a respeito de um elo fundamental na cadeia: se as informações divulgadas podem efetivamente afetar a formação de preço dos valores mobiliários negociados e em qual medida. Para preencher essa lacuna, recorre-se à hipótese de eficiência do mercado e às teorias que a ela se contrapõem, que serão discutidas a seguir.

126 Recorre-se, nesse particular, a Maruyama, que chamou a atenção para a existência de mecanismos de retroalimentação (ou *feedback*) positivos (*segunda cibernética*) e os diferenciou de mecanismos de retroalimentação negativos (*primeira cibernética*) (The Second Cybernetics: Deviation-Amplifying Mutual Causal Processes. *American Scientist*, v. 51, n. 2. 1963, p. 164). Para maiores esclarecimentos sobre a teoria, outro artigo do autor oferece diversos exemplos sobre mecanismos de *feedback* positivo: Maruyama, Magoroh. Morphogenetic Economics: Change-Amplification by Causal Loops. *Technological Forecasting and Social Change*, v. 29. 1986, pp. 205-213). A perspectiva cibernética ajuda a explicar também por que o regime jurídico de divulgação de informações pode ser um elemento de intervenção no funcionamento do mercado, com uma finalidade definida: a intervenção do direito seria um exemplo de “alteração do sistema, para direções específicas” (“*Veränderung des Systems, und dies in spezifischen Richtungen*”, no original), nas palavras de Luhmann, ao tratar do modelo de *feedback* positivo (*Einführung in die Systemtheorie*, 2ª ed.. Heidelberg: Carl-Auer. 2004, p. 55).

A INTERAÇÃO ENTRE INFORMAÇÕES E A PRECIFICAÇÃO DOS VALORES MOBILIÁRIOS: A HIPÓTESE DE EFICIÊNCIA DO MERCADO.

O vínculo entre as informações divulgadas pelos emissores, de um lado, e a precificação dos valores mobiliários negociados, de outro lado, é necessário para que se possa, além de explicar o funcionamento do mercado de capitais, justificar o regime jurídico de divulgação obrigatória de informações. A premissa, nesse ponto, é de que as informações são relevantes no processo de formação do preço dos ativos.

A forma como se dá a interação entre as informações e a formação dos preços no mercado de capitais não é, contudo, tão simples quanto poderia parecer à primeira vista. Decifrar quanto, e como, a informação impacta a precificação dos valores mobiliários é tarefa das mais complexas, na teoria e em sua verificação empírica¹²⁷.

127 Importa notar que a hipótese de eficiência do mercado, por si só, não é passível de verificação empírica, como aponta Fama. Sua verificação depende, necessariamente, da análise conjunta de um modelo de precificação de ativos (como o CAPM, tratado anteriormente, na nota de rodapé n.º 15). Caso a informação não seja refletida de forma adequada no preço dos valores mobiliários, pode-se tratar tanto de falhas na incorporação da informação no mercado (o que seria uma evidência contrária à hipótese de eficiência do mercado), quanto de falhas no modelo de precificação (o que não afeta a hipótese de eficiência do mercado) [é o que se chama de “*problema das hipóteses conjuntas*” (“*joint-hypothesis problem*”, no original)] (Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5. 1991, pp. 1.575-1.576). A ideia já estava presente em estudo anterior de Fama (Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2. 1970, pp. 413-414). Fama reconhece que a hipótese de eficiência do mercado é “*too general to be testable*” (*Foundations of Finance. Portfolio Decisions and Securities Prices*. New York: Basic Books. 1976, p. 134).

A resposta para a interação entre informações e precificação foi encontrada na hipótese de eficiência do mercado¹²⁸⁻¹²⁹. Sua proposição fundamental é a de que um mercado eficiente é aquele que sempre reflete a totalidade das informações disponíveis¹³⁰. O mercado *refletir* as informações significa, nesse caso, que o preço dos valores mobiliários negociados é influenciado (e, portanto, *reflete*) as informações

128 A hipótese de eficiência do mercado adquiriu seu formato teórico atual no estudo de FAMA (Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2. 1970, pp. 383-417) e foi posteriormente desenvolvida, pelo mesmo autor, em dois outros estudos (Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5. 1991, pp. 1.575-1.617; e Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, v. 49. 1998, pp. 283-306). Embora o referido estudo de FAMA de 1970 seja, comumente, considerado o trabalho que formatou, de forma definitiva, a hipótese de eficiência do mercado, há diversos predecessores. O próprio FAMA havia tratado dos efeitos da informação na precificação de valores mobiliários em estudo anterior, em que encontrou evidências que sustentam a teoria dos caminhos aleatórios no mercado de capitais (“random walks”, no original): “Over time the intrinsic value of common stock will change as a result of new information, that is, actual or anticipated changes in any variable that affects the prospects of the company” (The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, v. 38, n. 1. 1965, p. 38). É de se ressaltar, a esse respeito, que a teoria dos caminhos aleatórios propõe que o comportamento passado dos preços de valores mobiliários negociados em mercado não impacta os preços futuros desses ativos, cujas alterações de preço seguem caminhos independentes e com distribuições equivalentes de probabilidades de ocorrência [o termo “random walk” foi usado, pela primeira vez, por PEARSON (The Problem of the Random Walk. *Nature*, v. 72, n. 1867. 1905, p. 342)] Há quem defenda, contudo, que existiria uma dependência não linear (em lugar de, simplesmente, caminhos aleatórios) no mercado do capitais – conclusão que tornaria tanto o modelo de random walks, como a própria hipótese de eficiência do mercado, de pouca utilidade para os mercados reais [nesse sentido, cf. CUNNINGHAM, Lawrence A.. From Random Walks to Chaotic Crashes: the Linear Genealogy of the Efficient Market Hypothesis. *George Washington University Law Review*, v. 62. 1994, pp. 546-608]. Não cabe, nesse estudo, apresentar o histórico sobre a matéria (para revisão de literatura sobre o assunto, ver SEWELL, Martin. History of the Efficient Market Hypothesis. *Research Note 11/04*. University College London. 2011).

129 Cabe notar, a esse respeito, que o termo “hipótese de eficiência do mercado” foi usado pela primeira vez por ROBERTS (Statistical Versus Clinical Prediction of the Stock Market. *Center for Research in Security Prices*. University of Chicago. 1967).

130 A proposição foi apresentada por FAMA: “A market in which prices always ‘fully reflect’ available information is called ‘efficient’”, em estudo no qual propõe como definir o significado da expressão “fully reflects” na referida afirmação (Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2. 1970, p. 383). Em estudo posterior, FAMA afirma que: “I take the market efficiency hypothesis to be the simple statement that security prices fully reflect all available information” (Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5. 1991, p. 1.575).

disponíveis¹³¹. Os participantes do mercado, como agentes econômicos racionais, recebem e processam todo esse conjunto de informações, que passa a influenciar suas tomadas de decisão sobre quando, e em quais ativos, investir, desinvestir, não investir ou não desinvestir¹³².

O modelo é derivado em três possíveis formas de eficiência do mercado, conforme as informações efetivamente refletidas na precificação dos ativos: (i) fraca, em que o mercado reflete as informações pretéritas; (ii) semi-forte, em que o mercado reflete as informações públicas disponíveis; e (iii) forte, em que o mercado reflete toda e qualquer informação relevante para a formação do preço dos valores mobiliários, pública ou não¹³³⁻¹³⁴. A forma usualmente referida nos estudos sobre o assunto, quando não especificada,

131 Deve-se destacar que a afirmação de que o mercado reflete as informações é uma metáfora e simplificação do resultado das decisões individuais dos agentes do mercado. A precisão é bem formulada por Fama: “To say that ‘the market’ does something is just a convenient way of summarizing the decisions of individual investors and the way these decisions interact to determine prices” (*Foundations of Finance. Portfolio Decisions and Securities Prices*. New York: Basic Books. 1976, p. 135).

132 Como sintetizado por Comparato: “Ela [a hipótese de eficiência do mercado] supõe, antes de mais nada, que o investimento em valores mobiliários é um processo racional e que, por conseguinte, a sua cotação reflete o nível de informação disponível no mercado” (A Regra do Sigilo nas Ofertas Públicas e Aquisição de Ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 22, n. 49. 1983, p. 58).

133 Essa é sistematização inicial de Fama, que corresponde a testes para verificação de cada uma das formas da eficiência do mercado (Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2. 1970, p. 388). Em estudo posterior, o autor trata das seguintes categorias de testes da hipótese de eficiência do mercado: (i) testes de previsibilidade de retorno (“tests for return predictability”, no original), que correspondem aos testes de eficiência fraca (com relação a informações passadas), acrescidos de testes referentes a retornos esperados referenciados em dividendos e taxas de juros; (ii) estudos de casos (“event studies”, no original), que correspondem aos testes de eficiência semi-forte, sem alteração de escopo; e (iii) testes de informação privilegiada (“tests for private information”, no original), que correspondem aos testes de eficiência forte, sem alteração de escopo (Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5. 1991, pp. 1.576-1.577).

134 Mais do que as referidas formas básicas, a eficiência do mercado pode ser tida como um “continuum” entre os dois extremos, de total eficiência e de total ineficiência (Perrone, Andrea. *Informazione al Mercato e Tutele dell’Investitore*. Milano: Dott. A. Giuffrè. 2003, pp. 8-9).

é a de eficiência semi-forte, considerando todas as informações publicamente disponíveis no mercado¹³⁵.

Em teoria, um mercado perfeito – no qual (i) não há custos de transação; (ii) todas as informações estão imediatamente disponíveis para todos os agentes; e (iii) todos os agentes têm o mesmo entendimento a respeito dos impactos das informações divulgadas sobre os preços atual e futuro dos valores mobiliários – é eficiente¹³⁶. Como se pode notar, são condições que dizem respeito a um mercado ideal, sem refletir, exatamente, os mercados reais.

O modelo poderia parecer, por essa razão, de pouca utilidade para explicar o funcionamento dos mercados reais. A importância da hipótese, no entanto, é de que toma as condições acima apenas como *suficientes*, mas não *necessárias*, para a eficiência do mercado¹³⁷. Ou

135 A nota, com a qual se concorda, é ressaltada por Jensen (Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, v. 6. 1978, p. 97). É também a forma que mais se coaduna com o funcionamento do mercado de capitais, que internaliza e reflete informações na medida em que são levadas a público. Ver, a esse respeito, os comentários de Eizirik, que destaca que o modelo de eficiência semi-forte seria o ideal para o funcionamento do mercado: “Assim, o conceito de eficiência está diretamente relacionado à capacidade dos preços (cotações) de refletirem as novas informações sobre as empresas. Quanto mais rápida for a reação da cotação dos títulos às novas informações, mais eficiente será o mercado. O ideal, então, é que a cotação das ações reflita, apenas, todas as normas publicamente disponíveis” (“Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 22, n. 50. 1983, p. 44). Em outras palavras, como trata Angelici: “[...] nel presupposto tipico dell’ipotesi di ‘efficienza’ semi-strong che il prezzo di mercato non sia necessariamente ‘vero’ e che un’informazione, quando resa pubblica, lo modifica” (Su Mercato Finanziario, Amministratori e Responsabilità. *Università degli Studi di Roma “La Sapienza”*. 2009, p. 12).

136 As condições são indicadas por Fama (Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2. 1970, p. 387).

137 Cf., nesse sentido, Fama, Eugene Francis. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2. 1970, pp. 387-388. A conclusão não é isenta de críticas. Grossman e Stiglitz, por exemplo, reconhecem que, pelo fato de que a obtenção de informações tem custos, é impossível a existência de mercados eficientes, já que, neles, os agentes que despendessem recursos para obtenção de informações não teriam retornos correspondentes (o que é conhecido como o paradoxo de Grossman-Stiglitz, na literatura especializada) (On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, v. 70, n. 3. 1980, pp. 393-408). Esse paradoxo fica evidente na definição da hipótese de eficiência do mercado apresentada por Jensen: “A market is efficient with respect to information set θt [conjunto de informações disponíveis] if it is impossible to make

seja, um mercado pode ser eficiente, ainda que não seja um mercado perfeito¹³⁸. Dessa conclusão, reabrem-se as portas para a análise dos mercados reais. Seguindo essa linha, a hipótese de eficiência do mercado passa a encontrar, então, no mercado de capitais real, um mercado eficiente, que reflete todas as informações disponíveis, ainda que não reflita o modelo neoclássico perfeito¹³⁹.

Podendo ser aplicada a mercados reais, a hipótese de eficiência do mercado também é de utilidade para o Direito. A hipótese evidencia, em especial, que o preço dos ativos negociados no mercado de capitais é afetado, direta e imediatamente, pela divulgação de informações, de forma particular e distinta em relação a outros mercados.

Essa percepção tem duplo significado, na perspectiva jurídica. Em primeiro lugar, as negociações no mercado de capitais podem ser diferenciadas de outras relações de troca, tradicionalmente disciplinadas pelo Direito. Em segundo lugar, e como consequência da diferenciação anterior, os problemas relacionados à divulgação de informações e à precificação dos ativos no mercado de capitais podem receber enquadramento e tratamento próprios na perspectiva jurídica, diante de suas particularidades, ainda que se recorra à aplicação de regras gerais.

O resultado, portanto, são o enquadramento e o tratamento próprios às relações no mercado de capitais, inclusive no que se refere à responsabilização decorrente de falhas na divulgação de informações. É nesse ponto que a hipótese de eficiência do mercado,

*economic profits by trading on the basis of information set θt [mesmo conjunto de informações disponíveis]" (Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, v. 6. 1978, p. 96).*

138 Eficiente no sentido de que reflete toda a informação disponível no mercado, conforme proposto por Fama.

139 Como notam Gilson e Kraakman: "*What makes the ECMH non-trivial, of course, is its prediction that, even though information is not immediately and costlessly available to all participants, the market will act as if it were*" (The Mechanisms of Market Efficiency. *Virginia Law Review*, v. 70. 1984, p. 552).

ao evidenciar a relação entre informação e precificação de ativos, traz sua contribuição para o Direito¹⁴⁰.

O CONTRAPONTO DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL: OS ANIMAL SPIRITS¹⁴¹ DO MERCADO DE CAPITAIS.

A validade da aplicação da hipótese de eficiência do mercado, em qualquer de suas formas, aos mercados reais não é unânime. Diversas anomalias, que não correspondem ao esperado por sua aplicação, foram identificadas no funcionamento dos mercados reais¹⁴².

140 Perrone nota, a esse respeito, que o modelo da eficiência do mercado é “*instrumento heurístico*” que permite que a análise jurídica se distancie dos esquemas básicos de relações de troca realizadas de forma individual (fora do mercado): “[...] *l’efficient capital market hypothesis appare, a questa stregua, un potente ‘strumento di euristica’ messo a disposizione anche del giurista: pur nelle inevitabili approssimazioni e nella necessità di un uso intelligente, la percezione della rapida incorporazione nel prezzo delle informazioni disponibili consente un’impostazione dei problemi adeguata alle caratteristiche della fattispecie, affrancando l’analisi da impostazioni teoriche modelate sul rapporto di scambio individuale e non aduse - di contro - a porre la questione nel contesto proprio del mercato regolamentato dei capitali*” (*Informazione al Mercato e Tutele dell’Investitore*. Milano: Dott. A. Giuffrè. 2003, pp. 9-10). A conclusão de que a hipótese de eficiência do mercado é um instrumento heurístico (i.e., um esquema que permite a análise, ainda que simplificada, de determinado fenômeno) é de Langevoort: “*Properly understood, efficiency remains a useful heuristic, in the analytical structure for thinking about markets*” (*Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 140. 1992, pp. 851-920, especialmente p. 913).

141 A expressão “*animal spirits*” é de Keynes, ao tratar da tomada de decisão dos agentes econômicos, criticando o modelo de racionalidade clássico: “*Most probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as a result of animal spirits—of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities*” (*The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Cham: Palgrave Macmillan. 2018, p. 141). Keynes é tido como um dos predecessores da economia comportamental, inclusive por Thaler, um dos principais autores da área (*Misbehaving. The Making of Behavioral Economics*. New York: W. W. Norton. 2015, p. 209).

142 Vide, i.a., os estudos de Shiller (Does Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *The American Economic Review*, v. 71, n. 3. 1981, pp. 421-436); De Bondt e Thaler (Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, v. 40, n. 3. 1985, pp. 793-805). Há, de outro lado, estudos que continuam defendendo a hipótese de eficiência do mercado, como Rubinstein (Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case. *Financial Analysts Journal*, v. 57, n. 3. 2001, pp. 15-29).

Uma das principais críticas à hipótese de eficiência do mercado provém de estudos de economia comportamental¹⁴³, que buscam apresentar como, de fato, os agentes tomam suas decisões no mundo real, incluindo os fatores psicológicos envolvidos nas tomadas de decisão¹⁴⁴.

Para a apresentação do contraponto, a hipótese de eficiência do mercado é, inicialmente, destrinchada em dois componentes¹⁴⁵: (i) a hipótese de que os preços dos ativos em mercado são corretos (*i.e.*, correspondem ao seu valor intrínseco)¹⁴⁶; e (ii) a conclusão de que não é possível superar o mercado (nem, portanto, ter lucros negociando em mercado), já que todas as informações disponíveis já estarão refletidas no preço dos ativos negociados¹⁴⁷⁻¹⁴⁸. Ambos os componentes são questionados por estudos de economia comportamental.

As críticas contra o primeiro componente da hipótese defendem que os preços dos ativos negociados em mercado não refletem, necessariamente, seu valor intrínseco¹⁴⁹. As evidências que as suportam são as largas variações que podem ser observadas

143 Para panorama sobre os principais temas de economia comportamental e seu desenvolvimento a partir da década de 1970, vide Thaler, Richard H.. *Misbehaving. The Making of Behavioral Economics*. New York: W. W. Norton. 2015.

144 Não se pretende, nesse estudo, abranger todas as críticas apresentadas à hipótese de eficiência do mercado, mas apenas ilustrar uma das correntes mais proeminentes.

145 A distinção é apresentada por Thaler, que designa o primeiro componente como “the price-is-right component”, e o segundo, “‘no free lunch’ principle” (*Misbehaving. The Making of Behavioral Economics*. New York: W. W. Norton. 2015, pp. 206-207).

146 Sendo uma hipótese, trata-se de uma afirmação não passível de testes empíricos.

147 O estudo de Jensen, no qual encontrou evidências de que, em média, fundos participantes do mercado não foram capazes de ter resultados significativamente superiores à política de investimento padrão, foi um dos que mais deu suporte a esse segundo componente (The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, v. 23, n. 2. 1967, pp. 389-416).

148 O segundo componente reflete lógica semelhante ao paradoxo de Grossman-Stiglitz. Ou seja, se o mercado reflete integralmente as informações disponíveis, não haveria razão para os agentes econômicos despenderem recursos com a obtenção de mais informações, da mesma forma que não haveria possibilidade de auferir ganhos com a negociação do ativo a um determinado preço (a menos que se alterasse o risco assumido), já que este preço refletiria toda a informação relevante disponível.

149 Cf. Thaler, Richard H.. *Misbehaving. The Making of Behavioral Economics*. New York: W. W. Norton. 2015, pp. 230-236.

na cotação de valores mobiliários negociados em mercado¹⁵⁰. Se os preços estivessem efetivamente certos, não haveria tamanha variação – qualquer variação, na verdade, distanciaria os preços do ponto correspondente ao valor intrínseco dos ativos e, portanto, tenderia a ser mínima¹⁵¹.

O argumento contrário ao segundo componente da hipótese é de que o mercado usualmente reage de forma exacerbada, e, posteriormente, os efeitos da reação tendem a ser minimizados¹⁵². Ao perceber essa tendência, os agentes podem negociar os ativos com a perspectiva de minimização de tais efeitos e, portanto, ter lucros nas negociações¹⁵³. Ou seja, poderiam superar o mercado. As evidências de reversão dos preços de ativos negociados a valores médios encontradas no mercado de capitais confirmam as críticas¹⁵⁴.

Como reconhecem os próprios defensores da hipótese de eficiência do mercado, no entanto, as características dos mercados reais fazem com que não seja integralmente verdadeira, quando aplicada ao mundo real¹⁵⁵. Mesmo diante das críticas, a hipótese

150 Vide, nesse sentido, Shiller, Robert James. Does Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *The American Economic Review*, v. 71, n. 3. 1981, pp. 421-436.

151 Outros estudos, que evidenciam a existência de descontos entre os valores esperados e os valores reais de negociação, também ajudam a embasar a crítica de que os preços de cotação de valores mobiliários não refletem, necessariamente, seu valor efetivo (ver, a esse respeito, Kraakman, Reinier H.. Taking Discounts Seriously: The Implications of “Discounted” Share Prices as an Acquisition Motive. *Columbia Law Review*, v. 88, n. 5. 1988, pp. 891-941).

152 Cf. Thaler, Richard H.. *Misbehaving. The Making of Behavioral Economics*. New York: W. W. Norton. 2015, pp. 216-229. No original, o termo usado pelo autor é “*overreact*” (que se pode traduzir como “*reação exacerbada*”).

153 O possível contra-argumento em favor da hipótese de eficiência do mercado, nesse caso, é de que eventuais ganhos auferidos são uma função do maior risco suportado, e não da antecipação de caminhos “*naturais*” do mercado no sentido de redução dos efeitos das reações excessivas.

154 O estudo é de De Bondt e Thaler (Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, v. 40, n. 3. 1985, pp. 793-805).

155 Nesse sentido, vide Fama, que reconhece que a hipótese de eficiência do mercado é extrema, e que, por essa razão, não é “*literalmente verdadeira*”: “*Though we shall argue that the model stands up rather well to the data, it is obviously an extreme null hypothesis. And, like any other extreme null hypothesis [sic], we do not expect to be literally true*” (Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*,

pode subsistir como modelo analítico útil para a representação do funcionamento do mercado de capitais – e, por consequência, manter sua contribuição para os estudos jurídicos relacionados –, ainda que comporte ponderações, como aquelas trazidas pelas investigações de economia comportamental.

EFEITOS DA INFORMAÇÃO NO FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS: UMA QUESTÃO DE QUANTUM.

A teoria da hipótese de eficiência do mercado e as críticas a ela apresentadas, em particular as trazidas pelos partidários da Economia Comportamental, ainda que caminhem em sentidos diversos, possuem, em última análise, um ponto de convergência. Nenhuma delas nega que as informações divulgadas sejam, em alguma medida, e ao menos em teoria, relevantes para a formação do preço de ativos no mercado de capitais.

Diverge-se, em verdade, sobre o quanto as informações são efetivamente importantes para a precificação de valores mobiliários pelos agentes econômicos, a rapidez com a qual podem efetivamente impactar o preço dos ativos negociados e o quanto outros fatores podem afetar esse processo, inclusive a racionalidade limitada dos agentes econômicos e elementos psicológicos que orientam sua atuação¹⁵⁶. Trata-se de dúvida a respeito do *quantum* dos efeitos das informações no funcionamento do mercado, e não da relação de causalidade de fundo.

Investigar, caso a caso, o *quantum* envolvido não é tarefa simples, nem precipuamente jurídica. Envolve avaliações econômicas

v. 25, n. 2. 1970, p. 388); e “*Since there are surely positive information and trading costs, the extreme version of the market efficiency hypothesis is surely false*” (Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5. 1991, p. 1.575).

156 A respeito da velocidade de reflexo, nos preços dos valores mobiliários, das informações divulgadas ao mercado, considerando-se as falhas e custos existentes no mundo real, ver, *i.a.*, Gilson, Ronald J.; e Kraakman, Reinier H.. Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs. *Virginia Law Review*, v. 100. 2014, pp. 326-331.

e múltiplos fatores e premissas que interagem simultaneamente, sem que possam ser isolados¹⁵⁷. Esta investigação, embora não jurídica, é de inegável relevância para o Direito.

A TUTELA DO MERCADO DE CAPITAIS: A IMPORTÂNCIA DA CONFIANÇA DOS INVESTIDORES.

Os agentes econômicos, ao adquirirem mais informações – sempre na medida em que possam efetivamente processá-las e incluí-las em sua tomada de decisão quanto a investir ou desinvestir em determinados ativos –, podem fazer previsões mais acuradas a respeito dos ativos negociados e das perspectivas do mercado. Podem, igualmente, mensurar melhor os riscos envolvidos nas negociações e determinar quais deles pretendem, conscientemente, assumir em suas estratégias. Trata-se do oposto do que ocorre em um contexto de desinformação, no qual imperam as incertezas, não mensuráveis, que põem freios à atuação dos agentes econômicos, por não saberem o que, nem quanto, está em jogo¹⁵⁸⁻¹⁵⁹.

Os investidores, contudo, somente poderão, de fato, pautar seu comportamento pelas informações divulgadas caso possam

157 É, por exemplo, a dificuldade imposta pelo “*problema das hipóteses conjuntas*”, tratado anteriormente nesse estudo (ver nota de rodapé n.º 37).

158 A importância da “*verdade*” nos negócios comerciais já era notada, entre nós, por Lisboa (Visconde de Cayru): “*Para crédito do Commercio seria bom, que reinasse sempre a pureza da verdade em todos os actos mercantis*” (*Princípios de Direito Mercantil, e Leis de Marinha, para Uso da Mocidade Portuguesa, Destinada ao Commercio. Dos Contractos Mercantis*, t. 5. Lisboa: Imprensa Régia. 1811, p. 63). A “*verdade*” referida por Lisboa (Visconde de Cayru) (ao tratar de simulação nos contratos comerciais), se trazida ao contexto do mercado de capitais, pode corresponder a metáfora para a adequada divulgação de informações.

159 Sobre o cálculo racional dos agentes econômicos, vide Forgioni: “*a calculabilidade assume, assim, uma dimensão toda própria: apanágio da racionalidade jurídica, significa a possibilidade de cálculo do resultado*” (A Interpretação dos Negócios Empresariais no Novo Código Civil Brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 42, n. 130. 2003, pp. 12- 14). No mesmo sentido, vide Leães, para quem: “*o sistema de mercado só funcionará se houver confiança nas regras do jogo e na conduta dos jogadores*” (*Mercado de Capitais e “Insider Trading”*. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1982, p. 194).

legitimamente confiar que são verídicas e que refletem a realidade. Do contrário, não se pode supor, de forma razoável, que serão tomadas como elementos relevantes para orientar as decisões negociais de participantes atuantes no mercado, que são agentes econômicos racionais (ainda que com limitações)¹⁶⁰. O regime de transparência está, dessa forma, diretamente relacionado à confiança dos participantes do mercado quanto ao funcionamento do mercado de capitais, especialmente no que diz respeito à validade da lógica subjacente à interação entre as informações divulgadas e a precificação dos valores mobiliários¹⁶¹⁻¹⁶²⁻¹⁶³.

Essa relação entre a higidez das informações e a confiança dos agentes econômicos é uma via de mão dupla. De um lado, a utilidade das informações divulgadas ao mercado para a promoção da eficiência no funcionamento do mercado depende da confiança nelas depositada pelos agentes econômicos, já que, do contrário, não se pode esperar que sejam efetivamente consideradas por eles na definição de seu comportamento. De outro, a contínua divulgação de informações, corretas, verídicas e completas, tende a aumentar a confiança dos participantes do mercado, que podem calcular melhor as perspectivas e os riscos envolvidos em seus negócios¹⁶⁴. Quanto maior e mais

160 Nas palavras de Menezes Cordeiro, a confiança se coloca como “*aspecto essencial de todo o tráfico mercantil*” (Da Transmissão em Bolsa de Ações Depositadas. *O Direito*, v. 121, n. 1. 1989, p. 77).

161 Ressalta-se, a esse respeito, que o termo “*confiança*” não tem significado definido juridicamente. Sobre a interação entre confiança e o Direito, em discussão aprofundada, vide Frada, Manuel António de Castro Portugal Carneiro de. *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*. Coimbra: Almedina. 2007, pp. 17-19.

162 Nesse sentido, ver o Relatório da Comissão de Economia, Indústria e Comércio, de 26.08.1976, com relação ao projeto da Lei n.º 6.385/1976: “*Informações que só poderão contribuir para a crescente confiança no mercado mobiliário*” (p. 10).

163 Ver, ainda, sobre a confiança dos investidores nas informações divulgadas em mercado, Sartori, Filippo. La Responsabilità da Prospetto Informativo. *Rivista di Diritto Bancario*, n. 8. 2011 (no original, *affidamento*); e Ventoruzzo, Marco. *La Responsabilità da Prospetto negli Stati Uniti d'America tra Regole del Mercato e Mercato delle Regole*. Milano: EGEA. 2003 (no original, *affidamento e reliance*).

164 Como bem sumarizado por Oliveira e Oliveira: “*Uma divulgação rápida e leal da informação ao público reforça a integridade do mercado, ao passo que informação seletiva pode conduzir a perdas de confiança do investidor dos mercados financeiros*” (Derivados Financeiros e Governo Societário: a Propósito da Nova Regulação Mobiliária Europeia

duradoura a higidez do que é divulgado, tanto mais os investidores podem nisso confiar e tomar, racionalmente, suas decisões negociais.

Na lógica subjacente ao funcionamento do mercado de capitais, quanto mais confiantes os seus participantes, menores os custos de transação, e, conseqüentemente, maiores o volume de negociações, sua liquidez e sua eficiência. Em outras palavras, a confiança erige-se em antítese das incertezas que prejudicam a desenvoltura dos agentes econômicos e, por consequência, o desenvolvimento do próprio mercado¹⁶⁵.

A confiança dos agentes econômicos é, assim, essencial para o adequado funcionamento do mercado de capitais¹⁶⁶⁻¹⁶⁷. Por essa razão, está intimamente vinculada à construção do regime de transparência destinado a prescrever a divulgação de informações, corretas, completas e fidedignas, de acordo com parâmetros pré-determinados, com vistas a se maximizarem os efeitos positivos do mecanismo

e da Consulta Pública da ESMA sobre Empty Voting. *Revista de Direito das Sociedades*, v. 4, n. 1. 2012, p. 70). No mesmo sentido, cf. Pitta, André Grünspun. *O Regime de Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin. 2013, pp. 100-104.

165 Sob perspectiva semelhante, a confiança reduz a complexidade do funcionamento dos sistemas sociais. A lição é de Luhmann, que afirma, categoricamente: “*Ohne jegliches Vertrauen aber könnte er morgens sein Bett nicht verlassen. Unbestimmte Angst, lähmendes Entsetzen befielen ihn*” (em tradução livre: “*Mas sem qualquer confiança, ele [o homem] não conseguiria sair de sua cama pela manhã. Medo indefinido e terror paralisante apoderar-se-iam dele*”) (*Vertrauen. Ein Mechanismus der Reduktion Sozialer Komplexität*, 5ª ed.. Konstanz: UVK. 2014, p. 8).

166 Um dos objetivos da regulação é, exatamente, a proteção da confiança dos investidores, para que o mercado de capitais possa funcionar de forma eficiente e que justificou a reforma da legislação sobre as sociedades anônimas e o mercado de capitais em 1976, como reportado por Bulhões Pedreira e Lamy Filho, que registram a necessidade de “*companhias abertas confiáveis*” para o estabelecimento de um mercado de capitais “forte” (*A Lei das S.A.. Pressupostos, Elaboração*, v. 1, 2ª ed.. Rio de Janeiro: Renovar. 1995, p. 129). Retomam-se, ainda, as palavras de Eizirik sobre o assunto: “*É evidente que um dos objetivos básicos da regulação deve ser manter ou recuperar a confiança do público no mercado, basicamente no sentido de o investidor poder crer que seus retornos em aplicações no mercado de capitais estarão razoavelmente relacionados aos seus riscos. Deve também poder confiar na integridade financeira das instituições e nas informações divulgadas sobre os títulos e sociedades emissoras.*” (*O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC. 1977, p. 56).

167 Como afirma Barbosa: “*Um dos principais critérios de aferição da qualidade de um mercado é o nível de confiança de seus participantes*” (*Algumas Notas sobre Insider Trading*. In Venancio Filho, Alberto; Lobo, Carlos Augusto da Silveira; e Rosman, Luiz Alberto Colonna (orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 Anos*. São Paulo: Saraiva. 2017, p. 278).

de retroalimentação existente na interação entre informações e funcionamento do mercado e, portanto, sua eficiência.

A lógica de proteção da confiança, que informa o regime de transparência, é diretamente atingida por eventuais falhas informacionais, que conduzem a efeitos inversos àqueles pretendidos pela regulação. Havendo tais violações, que podem atingir tanto interesses individuais como coletivos¹⁶⁸, podem-se cogitar sanções em diversas esferas para os agentes que deixaram de cumprir seus deveres de transparência, seja por meio da repressão administrativa ou penal, seja na perspectiva de reparação civil de eventuais prejudicados¹⁶⁹⁻¹⁷⁰,

168 A lógica de proteção de interesses tanto individuais, como coletivos, está presente na Lei n.º 7.913/1989, que dispõe sobre um mecanismo coletivo (ações civis públicas no âmbito do mercado de capitais) para a reparação de prejuízos individuais sofridos por cada investidor prejudicado. Ver, nesse sentido, sua Exposição de Motivos: *“Outrossim, os prejuízos causados esses investidores por infrações cometidas nesse mercado, embora atinjam imediatamente uns poucos identificados, imediatamente dizem respeito a toda uma massa de indivíduos que, embora igualmente lesada, desconhece o direito que possuem de exigir o ressarcimento de seus prejuízos”* (§2, da Exposição de Motivos n.º 359, de 31.10.1988).

169 Em julgamento de caso envolvendo o crime de manipulação de mercado, já se consignou que *“O bem jurídico tutelado no delito em apreço consiste na confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Ademais, a credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores de operar no mercado de capitais.”* (Tribunal Regional Federal da 3ª Região, 5ª Turma, Apelação Criminal n.º 0005123-26.2009.4.03.6181/SP, Rel. Des. Federal Luiz Stefanini, j. 04.02.2013, v.u., ementa do acórdão). Em sede de recurso especial, no mesmo caso, entendeu-se que sem a confiança, o mercado perde sua essência: *“Diante do quadro delineado na origem, constata-se que a conduta do recorrente se subsume à norma prevista no art. 27-D da Lei n. 6.385/76, que foi editada justamente para assegurar a todos os investidores o direito à equidade da informação, condição inerente à garantia de confiabilidade do mercado de capitais, sem a qual ele perde a sua essência, notadamente a de atrair recursos para as grandes companhias”* (Superior Tribunal de Justiça, 5ª Turma, Recurso Especial n.º 1.569.171/SP, Rel. Min. Gurgel de Faria, j. 16.02.2016, v.u.).

170 Os mecanismos de ressarcimento individuais, embora se voltem, de forma imediata, à proteção dos interesses dos sujeitos diretamente envolvidos, não deixam de ser um meio para incentivar o cumprimento das normas estabelecidas e, com isso, promover os objetivos regulatórios mais amplos de confiança no mercado e de seu funcionamento eficiente. Nesse sentido, ver, i.a., Leães, que ressalta a importância dos mecanismos de reparação civil como meios para a repressão de condutas que violam prescrições jurídicas: *“O melhor esquema repressivo, porém, destinado a compelir remissos e infratores ao cumprimento dos preceitos disciplinadores das atividades do*

buscando-se reverter os efeitos deletérios causados ao funcionamento do mercado, ou, ao menos, estancá-los.

NOTAS FINAIS

Tratou-se, nesse estudo, das interações estabelecidas entre a divulgação de informações e o funcionamento do mercado de capitais, em especial com relação à cadeia de efeitos gerados pelas informações disponibilizadas a público. Em síntese, o aumento e a melhoria da informação disponível ao mercado promovem a melhor precificação dos valores mobiliários, a redução dos custos de transação nas negociações, o aumento da liquidez, o aumento da competição por informações entre os participantes do mercado, que promove, novamente, o incremento do processo de formação de preço, realimentando esse círculo virtuoso. Efeitos positivos desse mecanismo são a promoção da eficiência do mercado e ad confiança dos agentes econômicos que nele atuam.

Essas interações fundamentam a lógica subjacente ao regime de transparência aplicável ao mercado de capitais, que tem por objetivos declarados os efeitos positivos de promoção de eficiência e de confiança mencionados acima. A melhor compreensão desse mecanismo pode contribuir, dessa forma, em uma primeira perspectiva, para a estruturação das normas que tratam da divulgação de informações por emissores de valores mobiliários e a calibração dos incentivos que se pretendem criar por meio delas. Ter em conta o processo pelo qual as informações divulgadas a público podem afetar o funcionamento do mercado de capitais pode auxiliar, ainda, de outra parte, a avaliação de violações, pelos participantes do mercado, das normas de divulgação de informações aplicáveis e da atribuição das responsabilidades correspondentes, em situações concretas.

mercado, reside no campo da sanção civil” (*Mercado de Capitais e “Insider Trading”*). São Paulo: Revista dos Tribunais. 1982, pp. 106-107).

A maior compreensão das interações entre o funcionamento do mercado e as informações divulgadas a público para a regulação do mercado de capitais pode contribuir, assim, tanto para a estruturação de um regime jurídico coerente e compatível com o comportamento real do mercado de capitais e de seus participantes e que, dessa forma, possa atingir os objetivos a que se propõe, quanto para orientar, de acordo com a lógica da regulação, a verificação de descumprimentos de suas normas e a aplicação de sanções aos infratores nessas situações.

* *

REFERÊNCIAS

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de Direito Comercial. Das Sociedades*, v. 2, 3ª ed.. Coimbra: Almedina. 2010.

AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado de. A Responsabilidade Civil pela Informação. *Informativo Jurídico da Biblioteca Min. Oscar Saraiva*, v. 8, n. 2. 1996.

AKERLOF, George Arthur. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3. 1970.

ANGELICI, Carlo. Su Mercato Finanziario, Amministratori e Responsabilità. *Università degli Studi di Roma “La Sapienza”*. 2009.

ARROW, Kenneth Joseph. Information and Economic Behavior. *Technical Report No. 14. Harvard University*. 1973.

----- . *Exposition of the Theory of Choice under Uncertainty*. In ARROW, Kenneth Joseph. *Essays in the Theory of Risk-Bearing*. Amsterdam: North Holland. 1970.

----- . *The Theory of Risk-Bearing*. In ARROW, Kenneth Joseph. *Essays in the Theory of Risk-Bearing*. Amsterdam: North Holland. 1970.

ARROW, Kenneth Joseph; e DEBREU, Gerard. Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy. *Econometrica*, v. 22, n. 3. 1954.

BACHELIER, Louis Jean-Baptiste Alphonse. Théorie de La Spéculation. *Annales Scientifiques de l'É.N.S*, 3ª série, t. 17. 1900.

BARBOSA, Marcelo. *Algumas Notas sobre Insider Trading*. In VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; e ROSMAN,

Luiz Alberto Colonna (orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 Anos*. São Paulo: Saraiva. 2017.

BATOR, Francis Michel. The Anatomy of Market Failure. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 72, n. 3. 1958.

BERNOULLI, Daniele. *Specimen Theoriae Novae de Mensura Sortis*. In *Commentarii Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae*, v. 5. Petropoli [Sankt-Peterburg]: Typis Academiae. 1738. Trad. Ing. Louise Sommer. Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk. *Econometrica*, v. 22, n. 1. 1954.

BLACK, Fischer. Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *The Journal of Business*, v. 45, n. 4. 1972.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; e LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S.A.. Pressupostos, Elaboração*, v. 1, 2ª ed.. Rio de Janeiro: Renovar. 1995.

CAPURRO, Rafael. *Information: Ein Beitrag zur Etymologischen und Ideengeschichtlichen Begründung des Informationsbegriffs*. München: Saur. 1978.

CAPURRO, Rafael; e HJØRLAND, Birger. The Concept of Information. *Annual Review of Information Science and Technology*, v. 37. 2003.

CATALA, Pierre. Ebauche d'une Théorie Juridique de L'Information. *Informatica e Diritto*, v. 9, n. 1. 1983.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Comentários ao Art. 4º*. In CODORNIZ, Gabriela; e PATELLA, Laura (coords). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n.º 6.3855/76*. São Paulo: Quartier Latin. 2015.

COMPARATO, Fábio Konder. A Regra do Sigilo nas Ofertas Públicas e Aquisição de Ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 22, n. 49. 1983.

CUNNINGHAM, Lawrence A.. From Random Walks to Chaotic Crashes: the Linear Genealogy of the Efficient Market Hypothesis. *George Washington University Law Review*, v. 62. 1994.

DE BONDT, Werner Franciscus Marcel; e THALER, Richard H.. Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, v. 40, n. 3. 1985.

DRUEY, Jean Nicolas. *Information als Gegenstand des Rechts*. Zürich: Schulthess / Baden-Baden: Nomos. 1995.

EASTERBROOK, Frank Hoover; e FISCHER, Daniel Robert. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University. 1991.

EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro*, n. 50. 1983.

----- . *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC. 1977.

----- . Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 21, n. 48. 1982.

ENRIQUES, Luca; et al.. *Corporate Law and Securities Markets*. In KRAAKMAN, Reinier H.; et al.. *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed.. Oxford: Oxford University. 2017.

FAMA, Eugene Francis. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2. 1970.

----- . Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5. 1991.

----- . *Foundations of Finance. Portfolio Decisions and Securities Prices*. New York: Basic Books. 1976.

----- . Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, v. 49. 1998.

----- . The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, v. 38, n. 1. 1965.

FAMA, Eugene Francis; e FRENCH, Kenneth Ronald. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, v. 18, n. 3. 2004.

-----; e ----- . The CAPM is Wanted, Dead or Alive. *The Journal of Finance*, v. 51, n. 5. 1996.

FONSECA, Tiago Soares da. Sociedades Abertas e Contrato de Liquidez. Nótula sobre o Regime Legal. *Revista de Direito das Sociedades*, v. 1, n. 4. 2009.

FORGIONI, Paula Andrea. A Interpretação dos Negócios Empresariais no Novo Código Civil Brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 42, n. 130. 2003.

FOX, Merritt. Securities Class Actions Against Foreign Issuers. *Stanford Law Review*, v. 64, n. 5. 2012.

FRADA, Manuel António de Castro Portugal Carneiro de. *Teoria da Confiança e Responsabilidade Civil*. Coimbra: Almedina. 2007.

GEORGAKOPOULOS, Nicholas Leonidas. *The Logic of Securities Law*. Cambridge: Cambridge University. 2017.

GILSON, Ronald J.; e KRAAKMAN, Reinier H.. The Mechanims of Market Efficiency. *Virginia Law Review*, v. 70. 1984.

----- . The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias Journal of Corporate Law, v. 28. 2003.

GRAU, Eros Roberto. *Ensaio e Discurso sobre a Interpretação / Aplicação do Direito*. São Paulo: Malheiros. 2002.

GROSSMAN; Sanford Jay; e STIGLITZ, Joseph Eugene. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, v. 70, n. 3. 1980.

JANICH, Peter. *Was ist Information?*. Frankfurt am Main: Suhrkamp. 2006.

JENSEN, Michael Cole. Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, v. 6. 1978.

----- . The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, v. 23, n. 2. 1967.

KAHAN, Marcel. Securities Laws and the Social Costs of “Inaccurate” Stock Prices. *Duke Law Journal*, v. 41, n. 5. 1992.

KEYNES, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Cham: Palgrave Macmillan. 2018.

KNIGHT, Frank Hyneman. *Risk, Uncertainty and Profit*. New York: Augustus M. Kelley. 1964.

KRAAKMAN, Reinier. Taking Discounts Seriously: The Implications of “Discounted” Share Prices as an Acquisition Motive. *Columbia Law Review*, v. 88, n. 5. 1988.

LANGEVOORT, Donald C.. Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 140. 1992.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1982.

LINTNER, John. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, v. 47, n. 1. 1965.

LISBOA, José da Silva (Visconde de Cayru). *Principios de Direito Mercantil, e Leis de Marinha, para Uso da Mocidade Portuguesa, Destinada ao Commercio. Dos Contractos Mercantis*, t. 5. Lisboa: Impressão Régia. 1811.

----- . *Prefácio. Reflexões sobre o Commercio dos Seguros*. Rio de Janeiro: Impressão Régia. 1810.

LUHMANN, Niklas. *Eiführung in die Systemtheorie*, 2ª ed.. Heidelberg: Carl-Auer. 2004.

----- . *Vertrauen. Ein Mechanismus der Reduktion Sozialer Komplexität*, 5ª ed.. Konstanz: UVK. 2014.

MACHLUP, Fritz. *Semantic Quirks in Studies of Information*. In MACHLUP, Fritz; e MANSFIELD, Una (eds.). *The Study of Information: Interdisciplinary Messages*. New York: Wiley. 1983.

MARTINS-COSTA, Judith Hofmeister. *A Boa-Fé no Direito Privado: Critérios para a sua Aplicação*. São Paulo: Marcial Pons. 2015.

MARUYAMA, Magoroh. Morphogenetic Economics: Change-Amplification by Causal Loops. *Technological Forecasting and Social Change*, v. 29. 1986

----- . The Second Cybernetics: Deviation-Amplifying Mutual Causal Processes. *American Scientist*, v. 51, n. 2. 1963.

MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha e. *Da Boa Fé no Direito Civil*. Coimbra: Almedina. 2013.

----- . Da Transmissão em Bolsa de Acções Depositadas. *O Direito*, v. 121, n. 1. 1989.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. In MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética. 1999.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; e OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de. Derivados Financeiros e Governo Societário: a Propósito da Nova Regulação Mobiliária Europeia e da Consulta Pública da ESMA sobre Empty Voting. *Revista de Direito das Sociedades*, v. 4, n. 1. 2012.

OTT, Sascha. *Information. Zur Genese und Anwendung eines Begriffs*. Konstanz: UVK. 2004.

PEARSON, Karl. The Problem of the Random Walk. *Nature*, v. 72, n. 1867. 1905.

PERRONE, Andrea. *Informazioni al Mercato e Tutele dell'Investitore*. Milano: Giuffrè. 2003.

PITTA, André Grünspun. *O Regime de Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin. 2013.

RABIN, Matthew; e THALER, Richard H.. Anomalies. Risk Aversion. *Journal of Economic Perspectives*, v. 14, n. 1. 2001.

RENNER, Wolfgang. *Die Publikums-Aktiengesellschaft im Spannungsfeld von Markt- und Anreizstrukturen. Eine Neo-Institutionalistische Analyse*. Wiesbaden: Springer. 1999.

ROBERTS, Harry V.. Statistical Versus Clinical Prediction of the Stock Market. *Center for Research in Security Prices. University of Chicago*. 1967.

RUBINSTEIN, Mark. Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case. *Financial Analysts Journal*, v. 57, n. 3. 2001.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Informação Completa, Direito Societário e Mercado de Capitais*. In SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*, 5ª ed.. São Paulo: Saraiva. 2019.

----- . *Reflexões sobre a Disfunção dos Mercados*. In FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; e ADAMEK, Marcelo Vieira von (coords.). *Temas de Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros. 2014.

SARTORI, Fillipo. La Responsabilità da Prospetto Informativo. *Rivista di Diritto Bancario*, n. 8. 2011.

SAUSSURRE, Ferdinand de. *Cours de Linguistique Générale*. BALLY, Charles; e SECHEHAYE, Albert (eds.). Genève: Arbre d'Or. 2005.

SCHILLER, Robert James. Does Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *The American Economic Review*, v. 71, n. 3. 1981.

SEWELL, Martin. History of the Efficient Market Hypothesis. *Research Note 11/04. University College London*. 2011.

SHARPE, William Forsyth. Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, v. 19, n. 3. 1964.

SIMON, Herbert Alexander. A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 69, n. 1. 1955.

----- . Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science. *The American Economic Review*, v. 49, n. 3. 1959.

SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, v. 1. London: W. Straham & T. Cadell. 1776.

STIGLITZ, Joseph Eugene. Information and Economic Analysis: A Perspective. *The Economic Journal*, v. 95. 1985.

----- . Markets, Market Failures, and Development. *The American Economic Review*, v. 79, n. 2. 1989.

SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 126. 2002.

----- . Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 43, n. 135. 2004.

TANNOUS, Thiago Saddi. *Proteção à Liquidez no Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin. 2018.

THALER, Richard H.. Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, v. 12. 1999.

----- . *Misbehaving. The Making of Behavioral Economics*. New York: W. W. Norton. 2015.

----- . Toward a Positive Theory of Consumer Choice. *Journal of Economic Behavior and Organization*, v. 1. 1980.

THALER, Richard H.; e SUNSTEIN, Cass Robert. *Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, 2ª ed.. New York: Penguin Books. 2009.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7.12.89 – A Tutela Judicial do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 29, n. 80. 1990.

TUNC, André. *La Jurisprudence Française sur les Opérations d'Initi-és*. In TUNC, André. *Jalons. Dits et Écrits d'André Tunc*. Paris: Société de Législation Comparée. 1991.

TVERSKY, Amos; e KAHNEMAN, Daniel. Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, v. 5. 1992.

VENTORUZZO, Marco. *La Responsabilità da Prospetto negli Stati Uniti d'America tra Regole del Mercato e Mercato delle Regole*. Milano: EGEA. 2003.

WALRAS, Marie-Ésprit Léon. *Éléments d'Économie Politique Pure, ou Théorie de la Richesse Sociale*. Lausanne: L. Corbaz. 1874.

* *