

ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS

Maria Eugênia Finkelstein¹



ntes de passarmos propriamente ao estudo das assimetrias informacionais no mercado de capitais, faz-se necessário uma breve introdução sobre o mercado de capitais e sobre a informação como objeto de análise da teoria econômica. Para tanto, deveremos analisar, ainda que brevemente, o estudo da atividade econômica e da evolução da ciência econômica.

1.A ATIVIDADE ECONÔMICA

Direito e Economia encontram-se intrinsecamente ligados. Conforme lembra Fábio Nusdeo², 90% do conteúdo do Código Civil é constituído por normas de cunho econômico, tais como contratos, regime de bens no matrimônio e, mais recentemente, o próprio Livro de Empresa constante do Código Civil de 2002.

A principal característica da atividade econômica, como se sabe, é a satisfação das necessidades humanas. Assim, a atividade econômica representa, de certa forma, o esforço humano para satisfazer as crescentes necessidades da raça humana ou, em outras palavras, de vencer a escassez dos produtos

¹ Professora coordenadora do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw, mestre em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, doutora em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, professora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, professora convidada do Instituto de Empresa de Madrid, Espanha, advogada em São Paulo.

² F. Nusdeo. *Curso de Economia. Introdução ao Direito Econômico*, 4ª. ed, São Paulo: RT, 2005, p. 18

para que sua oferta satisfaça as necessidades humanas.

Deste modo, fácil é observar que a satisfação destas necessidades não é afetada por evoluções técnicas dos métodos de produção ou mesmo dos hábitos de consumo. Em realidade, necessidades humanas sempre irão existir. A maior complexidade da atividade econômica nada mais é do que um reflexo da maior complexidade das necessidades humanas. Essa maior complexidade, no entanto, acabou por gerar o que se chama de interdependência econômica entre os agentes de mercado. Em face desta interdependência, antes de ser tomada uma decisão econômica, o maior número possível de eventos que possam alterar o resultado econômico deve ser analisado.

Ao longo da história da Humanidade, várias previsões nefastas acerca de como a escassez acabaria com a Humanidade foram efetuadas³. Felizmente, porém, a adaptabilidade humana nunca deixa de surpreender a todos. Oras, se um recurso como o petróleo é naturalmente esgotável, novas formas de energia alternativa são pesquisadas e descobertas a cada dia⁴.

Claro está que, primariamente, a produção era voltada tão somente para a satisfação individual das necessidades humanas. Atualmente, no entanto, a crescente complexidade da civilização teve como consequência o surgimento de vários outros agentes econômicos cujas necessidades também precisavam ser satisfeitas. São de se mencionar assim, os municípios, as famílias, o Estado e as empresas, entre outros.

A atividade econômica é, assim, todo ato de produção e consumo de bens e serviços cuja finalidade é a satisfação das ilimitadas necessidades humanas. Claro está que caberá aos

³ “na década de 70 do século passado, o chamado Clube de Roma acolheu uma preocupação que então ganhava corpo na Europa e nos Estados Unidos quanto à possibilidade de virem a se esgotar os recursos naturais do planeta em virtude do saque desordenado sobre eles praticado pela moderna sociedade industrial.” F. Nusdeo. *Curso de Economia. Introdução ao Direito Econômico*, 4ª. ed, São Paulo: RT, 2005, p. 29

⁴ Basta lembrar a solução brasileira encontrada, o ethanol, ou álcool combustível, como o chamamos.

agentes econômicos decidir o que produzir e o que consumir sendo que, em função destas escolhas, algumas necessidades sempre deixarão de ser satisfeitas. Estas escolhas poderão ser livres - caso em que o mercado livremente orientará a decisão dos agentes - ou coordenada por algum ente que centralize todas ou parte das decisões econômicas.

Nas palavras de Fábio Nusdeo:

“A atividade econômica é, pois, aquela aplicada na escolha de recursos para o atendimento das necessidades humanas. Em uma palavra: é a administração da escassez. E a Economia, o estudo científico dessa atividade, vale dizer: do comportamento humanos e das relações e fenômenos dele decorrentes que se estabelecem em sociedade⁵.”

As decisões e escolhas dos agentes econômicos dependerão, pois, de uma análise econômica, análise esta que resulta dos fundamentos levados em consideração para sustentar a escolha realizada por um agente econômico. A análise econômica poderá ser:

- (i) microeconômica – desconsidera os possíveis efeitos da decisão aos outros agentes econômicos e a todo o sistema econômico;
- (ii) macroeconômica – considera as repercussões da decisão em face de todo o sistema, bem como em face dos demais agentes econômicos.

2. ECONOMIA NEOCLÁSSICA

É sabido que a teoria econômica tradicional, representada por Adam Smith, David Ricardo e Malthus foi influenciada pela visão humanista vigente por todo o decorrer dos séculos XVIII e XIX. Ocorre, no entanto, que a ordem social alterou-se e muito neste período, criando uma nova ordem econômica fundada em um sistema de produção e de trocas que

⁵ F. Nusdeo. *Curso de Economia. Introdução ao Direito Econômico*, 4ª. ed, São Paulo: RT, 2005, p. 30.

passaram a caracterizar o capitalismo.

Sabe-se que a atividade econômica, tal como a conhecemos hoje, iniciou-se com a chamada Revolução Industrial,⁶ ocorrida no século XVIII na Inglaterra. Esse *boom* da atividade econômica trouxe conseqüências muito desagradáveis, já que não havia regulamentação para conter o crescimento desordenado.

Hoje parece claro que o homem não estava preparado para identificar as conseqüências do crescimento e desenvolvimento da atividade industrial. As mudanças alcançaram desde a área da saúde, quanto de distribuição de riquezas, desde a insatisfação social à insuficiência legal, desde o direito do trabalho ao direito previdenciário e ambiental. Em verdade, mesmo o comportamento dos agentes econômicos que geraram as mudanças acabou sendo afetada pelas mudanças.

Durante a Revolução Industrial, a atividade econômica, a princípio, desenvolveu-se aviltando o trabalhador, o consumidor e o meio ambiente, preocupações estas que, à época, ficaram relegadas a segundo plano, mas que posteriormente se mostraram centrais para a manutenção de nossa civilização.

Comuns são as descrições de empregados que trabalhavam durante quatorze horas por dia, sem férias ou descanso de nenhum tipo, não tendo nem mesmo o direito de licença para tratamento de saúde. Mulheres muitas vezes davam à luz em seu imundo ambiente de trabalho, sem nenhum tipo de auxílio médico ou direito à licença-maternidade.

Descrições de fábricas que expeliam fuligem preta, sem nenhum tipo de tratamento que impedisse as agressões ao meio

⁶ “É importante compreender essa nova fase da organização industrial. As mercadorias, que antes eram feitas não para serem vendidas comercialmente, mas apenas para atenderem às necessidades da casa, passaram a ser vendidas num mercado externo. Eram feitas por artesãos profissionais, donos tanto da matéria-prima como das ferramentas utilizadas para trabalhá-las, que vendiam o produto acabado”. L. Huberman. *História da riqueza do homem*. 21. ed. Rio de Janeiro: Guanabara, 1986, p. 55.

ambiente, são freqüentes. Sabe-se que o rio Tâmis, da Inglaterra, só há algumas décadas voltou a ser propício para o desenvolvimento da vida.

Ocorre que por época da Revolução Industrial vigorava a máxima do “*laissez faire-laissez passer*” ou o entendimento de que o mercado seria regulado pela chamada mão invisível. Esse é o chamado Estado Mínimo⁷. Nos dizeres de Adam Smith, a função do Estado seria:

*“erigir e manter as instituições e obras públicas que, embora altamente vantajosas para toda a sociedade, são de natureza tal que os lucros jamais compensariam as despesas se estas estivessem a cargo de um indivíduo ou de pequeno número de indivíduos”*⁸.

Há quem chame este mercado de auto-regulado, pois que nasce da atuação de cada um de seus agentes na busca de seu próprio bem estar. Essa busca individual gera, assim, a feição econômica e social do próprio mercado.

Na segunda metade do século XIX, no entanto, surgiu a teoria neoclássica, fundada em outra metodologia de análise, bem como nos avanços matemáticos e estatísticos embasados na valorização das ciências exatas.

O marco inicial do programa neoclássico é a revolução marginalista, o que permitiu a incorporação da demanda ao processo de formação dos preços, de forma a possibilitar a visualização das forças da oferta e da demanda.

O comportamento dos agentes econômicos é, assim, fundamental para o entendimento do mercado, bem como para a análise neoclássica da economia. Essa afirmação é baseada no entendimento neoclássico de que os agentes individuais agem – sempre – de forma racional procurando satisfazer suas necessidades da melhor forma possível a partir do estado de

⁷ Remetendo à máxima do Marquês d’Argenson: “para governar melhor, é preciso governar menos”, vindo a criar o termo *laissez-faire, laissez passer*.

⁸ *The Wealth of Nations*, New York: Modern Library, 1937, *apud* HUNT, E. K. *História do Pensamento Econômico*, 7a. ed, Rio de Janeiro: Campus, 1989, p. 681

coisas que se lhe apresenta.⁹

Desta feita, a mão invisível do mercado, preconizada por Adam Smith acabou por ser substituída pelo conceito do equilíbrio de mercado, radicado nos padrões de representação das ciências exatas, mormente a matemática e a estatística. Em outros termos, se todos os agentes de mercado agem de forma racional, presume-se que em todas as operações econômicas obtenha-se o melhor resultado possível, o que tende ao equilíbrio em face da lei da oferta e da demanda. O equilíbrio é entendido como o resultado mais eficiente possível.

O critério de eficiência mais comum foi o criado por Pareto. Nele, uma situação será considerada mais eficiente que outra se, em razão dela, pelo menos um dos agentes estiver em melhor situação do que estava naquela outra (isto é, se ele tiver um aumento de seu bem-estar), sem que nenhum outro esteja em pior situação – ou seja, não há como melhorar a situação para todos e, se ocorrer melhora para um participante, esta decorreria necessariamente do prejuízo de outrem¹⁰.

É inegável que a incerteza pontua as decisões dos agentes econômicos, sendo este um fator que deve ser levado em consideração nas análises econômicas. Até a escola neoclássica, no entanto, a incerteza era desconsiderada. Na teoria neoclássica, três economistas se destacam por tentar trazer à economia a análise da incerteza. São eles:

(i) John Maynard Keynes – cuja obra “*The General Theory of Employment, Interest and Money*” (1936) fez nascer uma nova vertente econômica;

(ii) Frank Hyneman Knight – da Universidade de Chicago, cuja obra “*Risk, Uncertainty and Profit*” (1921) procurou atualizar o pensamento ortodoxo. Para Knight a incerteza está ligada à natureza antecipatória da atividade empresarial, que

⁹ Arrow (1984 a, 07) “behavior in accordance with some ordering of alternatives in terms of relative desirability”. (Alternative Approaches to the Theory of Choice in Risk-taking Situations, in COLLECTED PAPER OF KANNETH J. ARROW, vol 3: individual choice under certainty and uncertainty, Harvard University press, Cambridge (mass.)

¹⁰ O. Yazbek. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007, p. 13.

envolve esforços de previsão de produção, venda e alocação de recursos, entre outros. Knight diferencia, ainda, o risco da incerteza. Segundo ele, no risco há a possibilidade de distribuição de probabilidades. Já a incerteza não é passível de avaliação de probabilidades de ocorrência;

(iii) Friederich August von Hayek que escreveu dois artigos fundamentais à análise da incerteza: *“Economics and Knowledge”* (1937) e *“The Use of Knowledge in Society”* (1945). O estudo de Hayek encontra-se principalmente em questões relacionadas ao equilíbrio econômico, conhecimento econômico e da distribuição da informação entre os agentes. Assim, o modelo do equilíbrio econômico presume a consistência entre os diversos planos individuais e a definição dos projetos individuais pelos agentes. O problema se repete quando se compara o grau de conhecimento entre os agentes com os planos individuais. O conhecimento envolve não apenas os dados disponíveis mas, principalmente, o processo eminentemente individual pelo qual o agente recebe informações e as incorpora a suas experiências individuais.

Deixaremos de estudar Keynes, uma vez que os entendimentos de Knight e Hayek amoldam-se mais perfeitamente ao tema em comento. Apesar disto, destacamos a imensa importância de Keynes na análise econômica, sendo o seu brilhantismo indiscutível. Suas históricas desavenças com Sir Winston Churchill, com Hayek, bem como o acerto de suas análises econômicas, sem dúvida, moldaram a face atual da ciência econômica¹¹.

¹¹ debate entre Keynes e Churchill sobre a revalorização da libra, em 1925. No fim da Primeira Guerra Mundial, a moeda inglesa, que ocupava o lugar do dólar como a divisa internacional daquela época, tinha perdido metade do seu valor. Os detentores de títulos em libra tiveram o valor de seu capital reduzido pela metade. Os interesses financeiros clamavam por uma volta à paridade cambial de antes da guerra. Sem isso, alertavam, Londres perderia o posto de capital financeira do mundo, e a Inglaterra, uma fonte importante de negócios e rendas. Churchill, que era o ministro das Finanças à época, mostrava-se decidido a seguir esse caminho. Nesse momento, Keynes entrou no debate econômico como opositor à lógica financeira. Com um raciocínio claro, mostrou os efeitos da valorização da libra sobre a indústria inglesa e o equilíbrio no mercado de trabalho. A decisão de retornar a paridade anterior criaria uma recessão econômica muito forte, com exportações menores e as importações em alta. E o desemprego cresceria como resultado. Colocado de uma forma

3. DO RISCO E INCERTEZA

É inerente à atividade econômica lidar com riscos, não havendo como negar os efeitos da incerteza na conformação dos sistemas de mercado¹². É inegável que os agentes econômicos apresentam aversão ao risco, sendo que entre outros fatores, o risco será uma determinante do valor de determinado bem para o agente econômico. Assim, tendo em vista as formas de quantificação de riscos, pode-se verificar os efeitos da incerteza na tomada de decisões dos agentes econômicos. Esse estudo técnico levou ao surgimento de uma nova matéria, qual seja, a Administração de Risco.

Para tanto, é comum que o estudo do risco e da incerteza sejam divididos da seguinte forma:

(ii) custos de transação; e

(iii) falhas de Mercado, nas quais se insere a assimetria informacional.

3.1 MECANISMOS DE ALOCAÇÃO DE RISCOS

A intervenção do Estado na Economia visa minimizar as falhas de mercado. Na visão de North¹³, um dos principais papéis das instituições é reduzir o grau de incerteza. A atividade empresária tenta minimizar o grau de incerteza através da alocação de riscos via mercado (negocia-se riscos com terceiros) ou extramercado (os riscos são submetidos a mecanismos

mais cáustica, o que se verificava era um conflito de interesses do setor financeiro e dos setores produtivos e de grande parcela dos trabalhadores. E era esse o ponto que Keynes mais vigorosamente citava em seus artigos. A história é conhecida. Churchill venceu o debate, a libra foi valorizada e a economia inglesa entrou em uma profunda e longa recessão econômica, como previra Keynes.

¹² O. Yazbek. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007, p. 23.

¹³ Institutions, Institutional Change and Economics Performance, Cambridge University Press, New York, 1990, p. 6.

de controle).

Dentre os mecanismos via mercado, os mais relevantes são o contrato de seguro, os derivativos e o mercado acionário. Pode-se mesmo afirmar que – abstratamente – relações contratuais são, por definição, meios para a transferência e alocação de riscos. Porém, como nem todos os riscos são passíveis de transferência negocial, surgem os mecanismos extramercado.

3.2 CUSTOS DE TRANSAÇÃO

A base do estudo de Direito e Economia é o trabalho de Ronald Coase, prêmio Nobel da Economia, acerca de como a introdução de custos de transação na análise econômica determina as formas organizacionais e as instituições do ambiente social¹⁴.

Ronald Coase, em seu clássico estudo, “*The Nature of The Firm*”, procura explicar a escolha do agente econômico com base na teoria dos custos de transação. O artigo parte de uma investigação empírica, que analisa o porquê das decisões empresariais no sentido de buscar ou não a integração vertical. O contexto em que nasce o estudo é revelador do raciocínio utilizado por COASE: às vezes não é recomendável economicamente integrar verticalmente, porque um mecanismo de ordenação dos fatores alternativo, no caso o mercado, representa uma solução mais eficiente.

Por outro lado, a opção pelo mecanismo de hierarquia, com integração vertical de determinadas atividades ao objeto social do incorporador, só será adotada pelo agente econômico quando a opção representar um menor custo de transação relativamente ao mercado.

A idéia fundamental de COASE é, portanto, explicar a

¹⁴ Para um melhor entendimento, recomenda-se *Análise Econômica do Direito e das Organizações* in D. Zylbersztajn e R. Sztajn. *Direito & Economia*, Rio de Janeiro: Campus, 2005, in.

origem e a gênese das firmas, contrapondo-as ao mecanismo de preço do mercado. A coordenação do sistema econômico poderia realizar-se tanto internamente, na firma, quanto externamente, no mercado. As duas opções coexistem e são adotadas dependendo dos custos embutidos na transação.

Interessante observar que a análise desencadeada por COASE, conquanto considere a existência de mecanismos contratuais intermediários de coordenação, centra-se apenas nas duas formas já referidas (mercado e hierarquia). Os dois modos de coordenação trabalhados pelo autor não se excluem, porquanto não é possível determinar *a priori* qual das formas de orientação é a mais desejável em cada caso abstrato.

Fica claro, portanto, que a noção de custos de transação não se vincula apenas aos encargos financeiros embutidos na conclusão do contrato. Representa o conjunto de ações necessárias ao estabelecimento e à execução do negócio jurídico. Custos que podem ser identificados nas opções postas à disposição do empresário, no momento de estruturar sua atividade. A teoria dos custos de transação pressupõe que antes de concluir um contrato de fornecimento com cláusula de exclusividade, o agente econômico deve mensurar se não há uma opção mais eficiente no mercado ou mediante integração vertical do processo de produção do insumo sob sua hierarquia. A existência dos custos de transação é que orientará a decisão do agente em negociar e de qual forma coordenar suas ações.

3.3. FALHAS DO MERCADO

Entre as diversas formas de falhas do mercado¹⁵, interessa-nos, no momento, o estudo das chamadas assimetrias informacionais.

3.3.1 ASSIMETRIAS INFORMACIONAIS

¹⁵ Monopólio, concentração de poder nos mercados, externalidades e bens coletivos.

As questões pertinentes às assimetrias informacionais estão mais diretamente relacionadas com a temática do risco e da incerteza dos agentes econômicos, com o processo de tomada de decisões, bem como com a regulamentação de determinados mercados como o financeiro e de capitais. Na verdade, as assimetrias informacionais criam impedimentos ao equilíbrio econômico, fenômeno este estudado por Stiglitz¹⁶.

Assimetria de informações refere-se à desigualdade de acesso de diferentes indivíduos a uma mesma informação. Nas organizações onde a propriedade e o controle são separados, por exemplo, existe uma gama de investidores externos à empresa que dispõem de informações limitadas sobre as reais perspectivas da mesma e sobre as reais intenções de sua Administração¹⁷.

Como ensina Otavio Yazbek¹⁸:

“A informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presume que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade”.

As situações de acesso limitado ou indiscriminado à informação geram assimetrias informacionais especialmente no mercado de capitais, já que neste mercado a informação tem papel relevante e fundamental.

Sabe-se que as companhias abertas ou sociedades anônimas de capital aberto necessitam de autorização do Governo Federal para operarem. Essa autorização é concedida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada pela Lei nº 6.385/76, que, juntamente com o Banco Central do Brasil,

¹⁶ Information and the Change in the Paradigm in Economics, in Les Prix Nobel, Nobel Proze Lecture, Estocolmo, 2001.

¹⁷ In EIZIRIK, Nelson. *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 72.

¹⁸ O. Yazbek. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007, p. 42.

fiscaliza o mercado de capitais. É de se destacar que o interesse do governo federal na fiscalização das companhias abertas justifica-se pela necessidade de proteção de investidores populares.

Além disso, o mercado de capitais, quando verdadeiramente atuante em um país, normalmente reflete as expectativas econômicas e, portanto, é capaz de influenciar o desempenho da economia. Diante deste fato, é importante que a política de estímulo a esse mercado seja contínua e séria, na medida em que os prejuízos advindos dela são bastante graves para toda a sociedade.

Os benefícios gerados por um mercado de capitais bem estruturado representam uma excelente opção para impulsionar a economia nacional, uma vez que, ao aproximar o capital das oportunidades de investimentos, estimula a formação da poupança privada. Assim, havendo mais capital disponível para ser investido, a atividade econômica pode se fortalecer. Acrescenta-se que esse fato é de extrema relevância, na medida em que permite a participação imediata da sociedade nos resultados da economia nacional.

Adolf A. Berle e Gardner Means Junior¹⁹ explicam que em meados do século XX, as sociedades norte-americanas já adotavam como formas de aumento de capital o reinvestimento dos lucros, o levantamento de capital pela venda de ações na Bolsa e a incorporação de outras empresas.

O mercado de capitais pode ser entendido como o mercado no qual são distribuídos títulos de emissão de companhias abertas, chamados de valores mobiliários, de forma a viabilizar a captação de recursos para as companhias emissoras. O mercado de capitais é constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

Valores mobiliários não são conceituados pela Lei, sen-

¹⁹ Adolf A. Berle e Gardner Means Junior, *A Propriedade Privada na Economia Moderna*, Rio de Janeiro: Ipanema, 1957, p. 63.

do tão somente mencionados nos textos legais. Entretanto, como nos lembra Ilene Patrícia de Noronha Najjarian:

“em virtude da Medida Provisória em tela [MP 1742/99], o conceito de valores mobiliários, restou, finalmente, ampliado para considerar como valores mobiliários títulos negociáveis em massa, emitidos em série, por sociedades anônimas abertas, mediante registro de emissão na Comissão de Valores Mobiliários, fungíveis ou não, suscetíveis de negociação em bolsas de valores ou mercado de balcão, com cotação no mercado, arrolados no artigo 2º da Lei nº 6385/76, como valores mobiliários, cujo rol pode ser acrescido de quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo, quando ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços.”²⁰

Sabe-se que além da falta de cultura e de solidez de nosso mercado de capitais, uma das maiores dificuldade para o crescimento e fortalecimento do mercado de capitais brasileiros seja o conflito existente entre os acionistas majoritários e minoritários de uma empresa. Afinal, a atividade econômica do Brasil cabe, primordialmente, a empresas familiares. Desta feita, claro está que o grupo de controle não se sente confortável em conceder novos direitos aos acionistas minoritários e estes, por sua vez, temem que as decisões empresariais sejam eivadas pelos interesses dos controladores. Vale lembrar que esta situação, ainda, possibilita que o grupo de controle tenha acesso privilegiado a determinadas informações. Essa situação acarreta a assimetria de informação trazendo sérias distorções ao mercado.

Claro está que essa situação afasta do mercado de capitais potenciais investidores que acabam por se orientar a aplicações financeiras de baixo risco. A reversão de tal situação só será possível com a promulgação de uma legislação mais con-

²⁰ Ilene Patrícia de Noronha Najjarian. *Das ações de sociedades anônimas como originadoras de outros valores mobiliários*, in M.E.R. FINKELSTEIN e J.M.M.PROENÇA, *Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 2007, p. 145.

sistente e eficiente que forneça aos investidores:

- (i) segurança jurídica em caso de conflito;
- (ii) a criação de uma cultura e de normas que requeira o fornecimento de informação ao público investidor (*disclosure*);
- (iii) a adoção de práticas de governança corporativa, regulação que otimize o mercado de capitais;
- (iv) a existência de profissionais especializados que auxiliem no desenvolvimento efetivo do mercado

Vale lembrar, no entanto, foi implementada uma reforma de nosso mercado de capitais através da Lei n. 10.303/01, assim como pela Medida Provisória n. 08 (posteriormente convertida na Lei n. 10.411/2002) e pelo Decreto n. 3.995, também eles de 31/10/2001. Mesmo não sendo a legislação ideal e longe de ser satisfatória, podemos dizer que a Lei das S.As. atendeu, mesmo que parcialmente, à algumas exigências do mercado, possuindo inclusive dispositivos que objetivam a proteção dos minoritários, dos quais pode-se citar como exemplos:

- Alienação do controle: o adquirente deve se obrigar a fazer oferta pública de aquisição de ações com direito a voto dos demais acionistas, assegurando-lhes o pagamento mínimo igual a 80% do valor pago por ação do bloco de controle (*tag along*);
- Fortalecimento dos Conselhos Fiscais com atribuição do poder de fiscalização para qualquer um de seus membros;
- Novas e mais rigorosas regras para o fechamento do capital;
- Direito dos acionistas minoritários elegerem, em votação em separado, membro do conselho de administração e membro do conselho fiscal, desde que reúnam o percentual de ações com direito a voto exigido por lei (15% para eleger membro do Conselho de Administração e 10% para eleger membro do

Conselho Fiscal).

Tais diplomas legais são responsáveis pela adoção de uma série de demandas relacionadas aos modernos movimentos de governança corporativa e ao aprimoramento da estrutura e das atividades da CVM.

Contudo, ainda que a obrigação de transparência tenha sido intensificada tal qual sua exigência das companhias abertas, a verdade é que a assimetria informacional ainda é um problema enfrentado pelo mercado de capitais. Neste sentido, Otávio Yazbek²¹:

“A informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presume que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade”.

Vale lembrar, no entanto, que apesar de termos desenvolvido melhor a Governança Corporativa no Brasil, os problemas que decorrem da assimetria de informações não são de fácil solução, como veremos. Esses problemas demandam frequentemente a criação de mecanismos que possam corrigir ou ao menos minimizar as falhas do mercado, em especial a criação de obrigações de *disclosure*, registro e divulgação.

Antes, porém, trataremos dos principais tipos de assimetrias informacionais.

3.3.1.1 RELAÇÃO PRINCIPAL-AGENT

Os agentes econômicos podem usar o conhecimento de que dispõem em benefício próprio em detrimento daqueles que têm conhecimento mais limitado.

Neste sentido, o agente (assim entendido o administrador ou o acionista controlador) tem acesso a informações que o *principal* (acionista minoritário) não possui. Esse uso assimé-

²¹ O. Yazbek. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007, p. 42.

trico de informações pode ocasionar conflitos de interesses e ações oportunistas, configurando o chamado conflito de agência²².

Essa situação pode ocorrer quando uma parte age como *agent* da outra, sendo aqui entendido *agency* como aquela relação em que uma das partes delega à outra poderes para agir em seu nome e benefício. Pode ocorrer, no entanto, que o *agent* – o detentor dos poderes – decida usar as informações a que teve acesso em benefício próprio e não em benefício de quem lhe outorgou poderes, aqui chamando de *principal*.

É o caso de assimetria informacional típico da relação empregador-empregado; acionista-administrador da companhia; segurador-segurado.

3.3.1.2 MORAL HAZARD (OU RISCO MORAL)

A problemática do risco moral é típica do setor de seguros. Esta situação de assimetria informacional ocorre, por exemplo, quando o segurado, sabedor que é que o bem encontra-se protegido por um contrato de seguros, decide deixar de tomar todos os cuidados com o bem que tomaria se este não estivesse segurado.

Os casos de *moral hazard*, assim, não envolvem – propriamente – a questão da assimetria informacional, mas, sim, a insuficiência de informações quando da contratação, bem como as dificuldades de acompanhamento das ações do *agent*.

Para Otavio Yazbek²³:

“Os casos de risco moral, assim, não envolvem propriamente a insuficiência de informações quando da contratação, mas muito mais dificuldades de acompanhamento das ações dos

²² “The manager of a corporation inevitably will know more about corporate affairs than outside shareholders or members of the public who may be interested in purchasing shares.” R. W. Hamilton, *Cases and Materials on Corporations*, St Paul: West Publishing, 5th edition, 1994, p. 900.

²³ O. Yazbek. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007, p. 44.

agentes pelo principal”.

3.3.1.3 SELEÇÃO ADVERSA

Os casos de seleção adversa são associados a caso de *hidden knowledge*, em que o *principal* não dispõe de toda a informação necessária acerca daquele com quem irá contratar. Nesse casos, o contratado tem um estímulo para beneficiar-se de tal situação, enquanto o contratante, sabendo deste estímulo, procura salvaguardas, ou deixa de contratar.

Deve ser citado aqui o famoso texto de Akerlof intitulado “*The Market for Lemons: Quality Unertainty and the Market Mechanism*”. Neste famoso texto, o autor explica como é difícil para os compradores de carros usados aferir as reais condições do bem, uma vez que a ânsia dos vendedores em vender o produto, faz com que eles disfarcem e escondam os defeitos.

3.3.1.4 SINALIZAÇÃO

A sinalização ocorre quando – deliberadamente – não há divulgação de informações. A despeito disso, sinais serão emitidos para possibilitar a venda de tais produtos. Usando uma comparação mnemônica, podemos dizer que as boas referências apresentadas por um candidato a emprego indicam que ele é um bom empregado.

Outras formas de emitir sinais residem no uso de uma marca, na efetivação de campanha promocional diferenciada, na extensão de prazos de garantias além dos ditames legais.

O trabalho precursor deste tema é o artigo de 1974 intitulado “*Market Signalling: Informational Transfer in Hiring and Related Processes*”, de Michael Spence.

4. GOVERNANÇA CORPORATIVA

O desenvolvimento de um mercado de capitais é fundamental para o desenvolvimento econômico de um país. Ocorre, no entanto, que em face do problema do controle majoritário em empresas familiares, que acaba por causar assimetrias informacionais entre os *players* do mercado, o mercado de capitais brasileiro não tem o mesmo grau de desenvolvimento de nossa economia, que ocupa atualmente a 6ª posição mundial.

Desta feita, fazia-se imperativo que essa assimetria fosse solucionado ou, ao menos, minimizada. Começou, assim, em nosso país um movimento para a criação dos chamados mecanismos de governança corporativa.

Segundo Mário Engler Pinto²⁴:

“A governança corporativa compreende o conjunto de instituições que disciplinam e influenciam as relações entre aqueles que investem recursos na companhia e os encarregados de sua gestão.”

Para a CVM:

“Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.”

Vários e Outros conceitos ainda existem^{25 26}. Mas a

²⁴ A *Governança Corporativa e os Órgãos de Administração*. in M.E.R. FINKELSTEIN e J.M.M.PROENÇA, *Gestão e Controle*, São Paulo: Saraiva, 2008, p. 78.

²⁵ “significa o estabelecimento do Estado de Direito na sociedade anônima, ou seja, refere-se à organização e à dinâmica dos poderes, ao estabelecimento da adequada definição dos órgãos sociais e das respectivas competências, assim como dos direitos e deveres dos vários acionistas. No fundo, significa a institucionalização da empresa, mediante a regulamentação de sua estrutura administrativa” In WALD, Arnaldo. *O Governo das Empresas*. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. Ano 5, nº 15. Jan-Mar 2002, p. 55.

²⁶ O IBGC, em seu Código de Governança Corporativa define como “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre

verdade é que a governança corporativa adquiriu tal relevância no mundo moderno que a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (“OCDE”), organização mundial que congrega os países de maior desenvolvimento econômico do mundo, desenvolveu uma lista de princípios globais de governança corporativa. Ademais, promove periodicamente, em diversos países, mesas de discussão e avaliação do desenvolvimento da governança. Também lançou, junto com o Banco Mundial, em setembro de 1999, o “Global Corporate Governance Fórum”.

A governança corporativa é, assim, vista como uma forma efetiva de minimizar o problema da assimetria informacional no mercado de capitais.

Neste sentido, especialmente no decorrer da última década, a lei das sociedades anônimas foi reformada, como visto acima e os principais órgãos reguladores e responsáveis pelo funcionamento do mercado de capitais aprimoraram suas regras de forma a possibilitar uma melhor governança corporativa, a saber:

4.1 CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS)

A CVM (Comissão de Valores Mobiliários) editou novas Instruções Normativas e adaptou as já existentes.

4.2. IBGC (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA)

O IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) publicou seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, documento este que trouxe inúmeras orientações.

4.3 ANBID (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS)

Na área de Auto-Regulação, a ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimentos) contribui constantemente para o aprimoramento da transparência e adequado funcionamento do mercado. A ANBID já editou vários códigos de auto-regulação, estabelecendo normas que atendem às constantes demandas do mercado. A ANBID conta com cinco Códigos de Auto-Regulação, a saber:

- (a) Oferta Pública de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários;
- (b) Fundos de Investimento;
- (c) Programa de Certificação Continuada;
- (d) Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais; e
- (e) *Private Banking* no Mercado Doméstico.

4.4 BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BMF & BOVESPA)

Também acompanhou a demanda do mercado e inaugurou o Novo Mercado cujo regulamento possui regras mais restritivas, visando oferecer uma proteção mais forte aos acionistas minoritários e minimizar o problema de assimetrias informacionais, fortalecendo a Governança Corporativa. Foram também inaugurados os níveis 1 e 2 de listagem, que se destinam a empresas que ainda não teria como atender às exigências do Novo Mercado.

Para participar do Novo Mercado a companhia tem de assinar um contrato de adesão, contrato este que será rígido e fiscalizado pela Bovespa. Ao mesmo tempo ao participar do Novo Mercado a companhia terá uma série de obrigações, dentre as quais pode-se destacar²⁷:

²⁷ dados obtidos no site www.bovespa.com.br

- somente poderá emitir ações ordinárias com direito a voto;
- manter em circulação (free-float) uma parcela mínima de ações que corresponda a 25% do capital;
- adaptar seu estatuto social às cláusulas mínimas definidas pela Bovespa;
- aderir à Câmara de Arbitragem;
- Prestar informações Periódicas Trimestrais (ITR) e Anuais (IAN);
- Realizar reuniões públicas com Analistas;
- Divulgar calendário anual;
- Alienação de controle atrelada à compra das ações dos minoritários nas mesmas condições (tag-along de 100%);
- proibição de venda por parte dos majoritários por determinado período (lock up);

Segundo CALIXTO SALOMÃO FILHO, tratando a respeito do Novo Mercado:²⁸

“A proposta do Novo Mercado repousa em três bases principais. Duas delas seguem a linha de tendência da lei societária e apenas a última apresenta princípios realmente inovadores. A primeira base sem dúvida e a informação completa. Os requisitos de informação previstos no regulamento vão muito além dos previstos na lei societária. A segunda vigia de sustentação e o reforço das garantias patrimoniais dos minoritários no momento de saída da sociedade – ainda aqui em linha com a evolução mencionada anteriormente. E só na terceira linha de sustentação que se nota algo de original. Trata-se das chamadas proteções estruturais, por modificar a própria conformação interna das sociedades.”

Mostra-se, abaixo, os requisitos de listagem no Novo Mercado de Governança Corporativa²⁹:

²⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 2. ed. reformulada. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 58.

²⁹ In BOVESPA - *A bolsa do Brasil*. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>

- (i) Existência apenas de ações ordinárias (com direito a voto);
- (ii) Ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- (iii) Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- (iv) Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (“*Tag-Along*” rights);
- (v) Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- (vi) Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;
- (vii) Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- (viii) Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- (ix) Cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Abaixo os requisitos para o *Nível 1* de Governança Corporativa³⁰:

- (i) Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- (ii) Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- (iii) Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- (iv) Cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- (v) Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*; e
- (vi) Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

Abaixo os requisitos para o *Nível 2* de Governança

³⁰ In BOVESPA - *A bolsa do Brasil*. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>.

Corporativa³¹:

- (i) Mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- (ii) Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- (iii) Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- (iv) Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- (v) Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- (vi) Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

5. CONCLUSÃO

Tais iniciativas – entre inúmeras outras foram adotadas de forma a conferir maior confiabilidade ao mercado de capitais ao proteger os interesses de acionistas minoritários e investidores que - de outra forma – não deteriam o mesmo acesso a informações que os controladores. Em outras palavras a governança corporativa visa alcançar uma maior transparência das informações atinentes ao mercado de capitais, outorgando-lhe maior confiabilidade institucional. Desta feita, não será possível que alguns *players* do mercado encontrem-se municiados de mais informações que outros, o que geraria vantagens inadmissíveis, além de distorções no próprio mercado de capitais, que pressupõe que todos tenham o mesmo acesso a informações.

³¹ In BOVESPA - *A bolsa do Brasil*. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>.

Por outro lado, a adoção destes mecanismos permite que as companhias emissoras obtenham um melhor preço por seus valores mobiliários, fazendo com que o mercado de capitais apresente-se como uma alternativa mais atraente de captação de recursos.

Sem dúvida alguma, devem-se elogiar os progressos atinentes à Governança Corporativa tentados em nosso país em tão pouco tempo. A despeito, disso, no entanto, deve ser mencionado que ainda há distorções devidas – prioritariamente - ao conflito *principal-agent* que grassa nossa economia, uma vez que as companhias familiares ainda são a maioria no Brasil. Pode-se afirmar, assim, que além da necessidade de evolução da legislação atual e dos mecanismos de governança, a mentalidade empresarial deve evoluir também de forma a possibilitar que se alcance um mercado de capitais forte e com alto grau de confiabilidade, onde todos tenham acesso aos mesmos níveis informacionais.



6. BIBLIOGRAFIA

- ARROW, J.K. COLLECTED PAPER OF KENNETH J. ARROW, vol 3: individual choice under certainty and uncertainty, Harvard University press, Cambridge.
- BERLE, A. e MEANS, G. Junior, *A Propriedade Privada na Economia Moderna*, Rio de Janeiro: Ipanema, 1957.
- EIZIRIK, N. *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro: Forense, 1987.
- FINKELSTEIN, M.E.R. e PROENÇA, J.M.M, *Gestão e Controle*, São Paulo: Saraiva, 2008.

- FINDELSTEIN, M.E.R. e PROENÇA, J.M.M., *Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 2007.
- HAMILTON, R. W., *Cases and Materials on Corporations*, St Paul: West Publishing, 5th edition, 1994.
- HUBERMAN, L. *História da riqueza do homem*. 21. ed. Rio de Janeiro: Guanabara, 1986.
- NORTH, D.C. *Institutions, Institutional Change and Economics Performance*, Cambridge University Press, New York, 1990.
- NUSDEO, F. *Curso de Economia. Introdução ao Direito Econômico*, 4ª. ed, São Paulo: RT, 2005.
- SMITH, A. *The Wealth of Nations*, New York: Modern Library, 1937, *apud* HUNT, E. K. *História do Pensamento Econômico*, 7a. ed, Rio de Janeiro: Campus, 1989.
- STIGLITZ, J.E. *Information and the Change in the Paradigm in Economics*, in Les Prix Nobel, Nobel Proze Lecture, Estocolmo, 2001.
- WALD, A.. *O Governo das Empresas*. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. Ano 5, nº 15. Jan-Mar 2002.
- YAZBEK, O. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007.
- ZYLBERSZTAJN, D. e SZTAJN, R. *Direito & Economia*, Rio de Janeiro: Campus, 2005.