XXIX CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI BALNEÁRIO CAMBORIU - SC

DIREITO EMPRESARIAL

GIOVANI DA SILVA CORRALO

FABIANO PIRES CASTAGNA

ROBERTO EPIFANIO TOMAZ

Copyright © 2022 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – CONPEDI
Presidente - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC – Santa Catarina
Diretora Executiva - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - UNIVEM/FMU – São Paulo
Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa – Pará
Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG – Goiás
Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos – Rio Grande do Sul
Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio – Rio de Janeiro
Vice-presidente Nordeste - Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR – Ceará

Representante Discente: Prof. Dra. Sinara Lacerda Andrade – UNIMAR/FEPODI – São Paulo

Conselho Fiscal:
Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara – ESDHC – Minas Gerais
Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM – Rio de Janeiro
Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho – Ceará
Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva – UFS – Sergipe
Prof. Dr. Valter Moura do Carmo – UNIMAR – São Paulo
Secretarias
Relações Institucionais:
Prof. Dra. Daniela Marques De Moraes – UNB – Distrito Federal
Prof. Dr. Horácio Wanderlei Rodrigues - UNIVEM – São Paulo
Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - Mackenzie – São Paulo
Comunicação:
Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali – Rio Grande do Sul
Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB – Paraíba
Prof. Dr. Matheus Felipe de Castro - UNOESC – Santa Catarina
Relações Internacionais para o Continente Americano:
Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA – Bahia
Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM – Rio Grande do Sul
Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA – Maranhão
Relações Internacionais para os demais Continentes:
Prof. Dr. José Barroso Filho – ENAJUM
Prof. Dr. Rubens Beçak - USP – São Paulo
Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba – Paraná
Eventos:
Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec – Minas Gerais
Profa. Dra. Cinthia Obladen de Almendra Freitas - PUC – Paraná
Profa. Dra. Livia Gaigher Bosio Campello - UFMS – Mato Grosso do Sul

Membro Nato – Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UMICAP – Pernambuco

D597

Direito empresarial [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Fabiano Pires Castagna; Giovani da Silva Corralo; Roberto Epifanio Tomaz.

– Florianópolis: CONPEDI, 2022.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-65-5648-643-7
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: Constitucionalismo, Desenvolvimento, Sustentabilidade e Smart Cities

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito empresarial. XXIX Congresso Nacional do CONPEDI Balneário Camboriu - SC (3: 2022: Florianópolis, Brasil).

CDU: 34



Conselho Nacional de Pesquisa
e Pós-Graduação em Direito Florianópolis
Santa Catarina – Brasil
www.conpedi.org.br

XXIX CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI BALNEÁRIO CAMBORIU - SC

DIREITO EMPRESARIAL

Apresentação

O XXIX ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI sob tema "Constitucionalismo, Desenvolvimento, Sustentabilidade e Smart Cities", promoveu uma nova edição dentro das inovações criadas pela diretoria, com a divisão dos já tradicionais Anais do Evento em vários livros distintos, cada um para um Grupo de Trabalho.

No Grupo de Trabalho encontram-se as pesquisas desenvolvidas em vários Programas de Mestrado e Doutorado do Brasil, com artigos selecionados por meio de avaliação por pares, objetivando a melhor qualidade e a imparcialidade na divulgação do conhecimento e formação do estado da arte na área do Direito Empresarial.

Valorosas contribuições teóricas e relevantes inserções na realidade brasileira emanam da reflexão trazida pelos professores, mestres, doutores e acadêmicos de todo o Brasil. Os artigos demonstram que as relações empresariais sofrem um agravamento substancial e muito em razão do avanço das nas tecnologias e seus impactos nas relações do trabalho, bem como com as políticas adotadas para incentivo do empreendedorismo inovador aliado a forma de socialização do capital e ainda a necessidade de aprofundamento das questões relativas as inovações tecnológicas, aspectos que foram apresentados e discutidos no Grupo de Trabalho.

As pesquisas foram apresentadas em blocos e estão elencados a seguir: os principais fundamentos da recuperação judicial e a jurisprudência do superior tribunal de justiça, a reabilitação do falido em razão da extinção de suas obrigações: análise na perspectiva histórico-legislativa e as alterações promovidas pela lei n.º 14.112/20, axiomas da lei de recuperação judicial e falências: entre a preservação da empresa e a tutela do credito, fundos de venture capital e investimento em startups no Brasil, compliance e os programas de integridade no Brasil: aspectos conceituais – no Bloco 1; o contrato de vesting nas biostartups: riscos, desafios e ponderações, o direito do agronegócio transnacional e os códigos de conduta corporativos: a premência de uma heurística empresarial sistêmica a partir dos princípios de Ruggie, ESG e OCDE no agro brasileiro, um breve estudo sobre a cédula de produto rural, a publicização ao do direito privado e a liberdade empresarial: uma análise das condenações com base na LGPD – no Bloco 2; a extraconcursalidade do adiantamento sobre contrato de câmbio: uma discussão necessária – no último Bloco.

À Coordenação do GT de Direito Empresarial foi seguramente um momento ímpar, organizando a apresentação dos trabalhos, acreditamos que tem valor científico positivo, ao leitor ou leitora, para colocar à prova as várias teses defendidas durante as apresentações.

Divulgar a produção científica colaborativa socializa o conhecimento e oferece à sociedade nacional e internacional o estado da arte do pensamento jurídico contemporâneo aferido nos vários centros de excelência que contribuíram no desenvolvimento pessoal e profissional dos autores e autoras que se apresentaram no Grupo de Trabalho.

Por fim, nossos agradecimentos ao CONPEDI pela honra a que fomos laureados ao coordenar o GT e agora pela redação do Prefácio que possui a marca indelével do esmero, da dedicação e o enfrentamento a todas as dificuldades que demandam uma publicação de qualidade como a presente.

Balneário Camboriú, dezembro de 2022.

Organizadores:

Prof. Dr. Roberto Epifanio Tomaz

Prof. Dr. Fabiano Pires Castagna

Prof. Dr. Giovani da Silva Corralo

REGULAÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS: DO FULL DISCLOSURE ÀS SUITABILITY RULES

REGULATION OF INFORMATION ASSYMETRY IN CAPITAL MARKETS: FROM FULL DISCLOSURE TO SUITABILITY RULES

Gabriel Loretto Lochagin [1]
Victor Dantas de Maio Martinez [2]
João Vitor Calabuig Chapina Ohara [3]

Resumo

Todos os mercados privados apresentam, em alguma medida, falhas que impedem a plena eficiência alocativa dos recursos, razão pela qual o processo regulatório se justifica do ponto de vista econômico. Não diferente, o mercado de capitais é intensamente marcado pela assimetria de informações entre os emissores de valores imobiliários e os investidores, motivo pelo qual o presente artigo analisou este mercado a fim de se observar a forma regulação estabelecida para mitigar essa específica falha de mercado. Como resultados obtidos, pode-se verificar que a regulação de mercado de capital dá-se tanto na forma estatal, seja por leis ou pela atividade administrativa da Comissão de Valores Mobiliários, quanto pela autorregulação pactuada pelos próprios agentes de mercado, tais como o Novo Mercado, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Além disso, observou-se que as regulações se fundamentam em dois principais raciocínios: o full disclosure e as suitability rules. Enquanto o full disclosure busca disseminação total de informações entre os agentes de mercado, as suitability rules impõe que os agentes intermediários somente façam recomendações de investimento adequadas ao perfil de risco de seus clientes.

Palavras-chave: Mercado de capitais, Regulação, Assimetria de informações, Regras de full disclosure, Regras de suitability

Abstract/Resumen/Résumé

All private markets present, to some extent, failures that prevent the full allocative efficiency of resources, which is why the regulatory process is justified from the economic point of view. Not differently, the capital market is intensely marked by information asymmetry between issuers of real estate securities and investors. For this reason, the present article

[1] Professor Doutor da FDRP-USP, na área de Direito Econômico e Financeiro. Doutor (2016) e Mestre (2012) em Direito Econômico-Financeiro pela USP

[2] Mestrando em Direito pela FDRP-USP, graduando em Direito pela FDRP-USP, graduado em Comunicação Social – Jornalismo pela FAAC-UNESP e pesquisador bolsista do IPEA

[3] Graduando em Direito pela FDRP-USP

analyzed this market in order to observe the form of regulation established to mitigate this specific market failure. The results obtained show that the regulation of the capital market occurs both in the state form, either by laws or by the administrative activity of the Brazilian Securities and Exchange Commission, or by self-regulation agreed upon by the market agents themselves, such as the Novo Mercado, the Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e the Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Furthermore, it was observed that the regulations are based on two main rationales: full disclosure and suitability rules. While full disclosure seeks total dissemination of information among market agents, the suitability rules impose that the intermediary agents only make investment recommendations that are appropriate to the risk profile of their clients.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Capital markets, Regulation, Information assymetry, Full disclosure rules, Suitability rules

1. INTRODUÇÃO

No campo econômico, a expressão “falha de mercado” significa uma situação em que um mercado privado e desregulado não consegue alocar eficientemente os recursos nele colocados. Diversas são as falhas de mercado, destacando-se aqui a assimetria de informações, que consiste em uma situação na qual um agente possui mais informações relevantes do que o outro, desencadeando-se problemas de ineficiência alocativa em razão de seleção adversa e risco moral (MANKIW, 2021).

No mercado de capitas, a problemática da assimetria de informações é notável, pois existe um descompasso entre as informações disponíveis aos investidores e aquelas detidas pelos emissores de valores mobiliários, o que afeta diretamente os custos de transação do mercado, bem como ganhos econômicos dele advindos.

Nesse contexto, o presente artigo busca analisar o processo de regulação da assimetria de informações no mercado de valores mobiliários. Para tanto, trata-se inicialmente sobre a função econômica do mercado de capitais e a importância de sua regulação. Em seguida, traça-se a relação com a assimetria de informações. Por fim, expõe-se como se dá o processo regulatório do mercado de capitais, apontando-se as duas principais linhas de normatização, quais sejam, o *full disclosure* e as *suitability rules*.

2. MERCADO DE CAPITAIS: FUNÇÃO ECONÔMICA E IMPORTÂNCIA REGULATÓRIA

Diferentemente do mercado financeiro, em que as instituições financeiras, mediante uma taxa de *spread*, intermediam a transferência de capital da poupança popular para unidades tomadoras, no mercado capitais a transferência é realizada diretamente entre os investidores e os emissores de valores mobiliários, em um processo pelo qual os investidores adquirem títulos diante de uma promessa de remuneração por parte dos emissores (NODA, 2010).

Além dos clássicos valores mobiliários, tais como ações, debêntures e bônus de subscrição, o artigo 2° da Lei 6.385/76 (Lei de Mercado de Capitais) apresenta um conceito aberto para o instituto, classificando como valor mobiliário “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

Dessa forma, os valores mobiliários integram um sistema pelo qual o investidor disponibiliza diretamente seu capital a um empreendedor, tendo o seu retorno diretamente vinculado ao sucesso do empreendimento (EIZIRIK *et al*, 2011). No mesmo sentido, Zanotta (2005) define o mercado de capitais como um conjunto de operações econômicas em que empreendedores, por meio da negociação de valores mobiliários, recebem diretamente capital dos poupadores.

Assim sendo, o mercado de capitais pode ser entendido como um ambiente de trocas e negociações de valores mobiliários, pelo qual os agentes econômicos superavitários transferem sua poupança diretamente para as unidades empreendedoras deficitárias (DIAS, 2005).

A principal função econômica desempenhada pelo mercado de capitais é justamente a possibilitação do financiamento direto de empreendimentos, sem a intermediação das instituições financeiras, as quais geram custos de transação e aumentam o custo de capital (EIZIRIK *et al*, 2011). Em conformidade a isso, Noda (2010, p. 13) assinala que o mercado de capitais permite uma aproximação entre investidores e poupadores, gerando "ganhos de produtividade e aumento da eficiência da economia como um todo".

Jakobi e Ribeiro (2014, p. 95) ensinam, por sua vez, que o mercado de capitais amplia o fornecimento de crédito aos empreendimentos, possibilitando a inovação e o aperfeiçoamento tecnológico, "tendo em vista que é capaz de reunir condições para oferecer um volume adequado de recursos a custos satisfatórios, por meio de instrumentos atraentes aos investidores em termos de retorno, prazo, liquidez, garantia".

Indo além, Eizirik *et al*. (2011) apontam outras funções econômicas da estruturação do mercado capitais, tais como (i) a conciliação entre as expectativas temporais de retorno de capital entre os investidores e emissores, (ii) a canalização de pequenos montantes de investimento, quando considerados individualmente, em apenas um grande empreendimento, (iii) a diluição de riscos, transformando-se investimentos individuais em coletivos, (iv) a agilização do processo transferência de recursos, e (v) a disponibilização de mais informações sobre oferta e demanda de recursos.

No campo das pesquisas econômicas, Harvey e Bekaert (1998) afirmam que o mercado de capitais desempenha importante papel no processo de crescimento econômico. Segundo os autores, a estrutura do mercado de capitais permite (i) a diversificação de investimentos, uma vez que induz o contato direto entre investidores e emissores, (ii) a diminuição dos problemas

de risco moral[1] dos administradores dos emissores, pois cria-se, a partir da comercialização dos valores mobiliários, um estrutura de dívida que desincentiva os administradores a tomarem atitudes imprudentes, (iii) a alteração do controle acionário na hipótese de má gestão, (iv) o aumento da inovação, posto que se facilita o acesso ao crédito por parte dos empreendedores, e (v) o aumento de transmissão de informações, o que possibilita alinhamento entre os interesses dos emissores e investidores.

Em pesquisa empírica conduzida em 47 países, Levine e Zervos (1998) também concluíram pela relação positiva entre a estruturação do mercado de capitais e o desenvolvimento econômico, visto que a liquidez do mercado de capitais está diretamente correlacionada com as taxas presentes e futuras de crescimento econômico, de aumento de produtividade e de acumulação de capital.

Nota-se, desta maneira, o importante papel desempenhado pelo mercado de capitais, o qual, além de beneficiar os seus agentes diretos, contribui positivamente para o desenvolvimento econômico como um todo (ANDRIES, 2009, p. 73-74):

> The importance of the financial market is given by the significant role it plays in the finances (financing) of the enterprises and of the state, by the percentage the direct financing has among the methods for financing. Beyond what is apparently important - the high volume of transactions on the stock market - what really counts is the place the (primary) market holds in the development first of the stock companies (direct financing), and this is sometimes forgotten, or appears secondary. The well functioning of the financial market is a strong fundament for ensuring a lasting growth, on the long term, of the national economy; the financial market and firstly the capital market represent in many countries – and could also represent in Romania – the engine for economic development[2].

Ressalta-se, entretanto, que apesar de gerar os benefícios econômicos, o mercado constitui uma estrutura extremamente complexa, de modo que apresenta diversas falhas e imperfeições que atrapalham a perfeita alocação de recursos, tais como os problemas de seleção adversa, risco moral e *enforcement* de contratos (STIGLITZ, 1989).

---

[1] Tradução utilizada para a expressão "*moral hazard"*.

[2] Em tradução livre: "A importância do mercado financeiro é dada pelo papel significativo que ele desempenha nas finanças (financiamento) das empresas e do Estado, pela porcentagem que o financiamento direto tem entre os métodos de financiamento. Além do que é aparentemente importante - o alto volume de transações no mercado de ações - o que realmente conta é o lugar que o mercado (primário) ocupa no desenvolvimento primeiro das empresas de ações (financiamento direto), e isto às vezes é esquecido, ou parece secundário. O bom funcionamento do mercado financeiro é um forte fundamento para assegurar um crescimento duradouro, a longo prazo, da economia nacional; o mercado financeiro e especialmente o mercado de capitais representam em muitos países - e poderiam também representar na Romênia - o motor do desenvolvimento econômico".

Diante dessas falhas de mercado, Coase (2017, p. 9-10) critica a idealização do mercado de capitais enquanto exemplo de concorrência perfeita, bem como rejeita aqueles que defendem a ausência de regulação no setor. De acordo com o economista, essas visões desconsideram a realidade econômica em que o mercado de capitais se insere, assim como a verdadeira função do processo regulatório, qual seja, a correção de falhas de mercado, de forma a se reduzir os custos de transação e aumentar a eficiência do sistema:

> Não é despido de significado o fato de que as bolsas, frequentemente usadas pelos economistas como exemplo de mercados perfeitos em perfeita competição, são mercados em que as transações estão fortemente reguladas (e isto ocorre muito além de quaisquer regulamentações governamentais existentes). Esta situação sugere - corretamente, eu acredito - que, para a existência de algo que se aproxime do conceito de concorrência perfeita, um intricado sistema de regras e regulamentos seria normalmente necessário. Os economistas que analisam a regulamentação das bolsas muitas vezes interpretam-nas como se representassem uma tentativa de poder monopolista e de restringir a concorrência. Não levam em consideração, ou, pelo menos, não enfatizam uma explicação alternativa para tal regulamentação: o fato de existirem com a finalidade de reduzir os custos de transação e, assim, aumentar o volume de negócios.

Assim, ao mesmo tempo em que o mercado de capitais constitui importante instrumento de crescimento e desenvolvimento econômico, também apresenta diversas falhas que afetam diretamente a sua eficiência alocativa, razão pela qual o processo regulatório busca identificar e corrigir tais falhas (FIGUEIREDO, 2014).

A importância da regulação, portanto, fundamenta-se no fato de que essa pode aumentar a eficiência do mercado, transformando-o em um ambiente mais seguro e transparente, visto que "ao estabelecer as 'regras do jogo', a regulação torna o sistema mais confiável, aumentando a segurança dos investidores, que se sentem mais incentivados a participar da compra e venda de valores mobiliários, além de reduzir os seus custos de transação e de informação" (JAKOBI; RIBEIRO, 2014, p. 99).

3. INFORMAÇÕES ASSIMÉTRICAS E O MERCADO DE CAPITAIS

A teoria geral do equilíbrio tratava a informação enquanto um dado de mercado plenamente disponível e acessível, de forma que os agentes econômicos tomariam suas decisões com base em um conhecimento perfeitamente informado. Essa percepção, no entanto, fora superada pela doutrina da "economia da informação"[3], a qual constatou que as informações disponíveis no mercado são imperfeitas e incompletas, possuindo consequentemente um custo de obtenção e

[3] Tradução utilizada para a expressão "information economics".

conhecimento, razão pela qual nem todos agentes de mercado transacionam em paridade informacional (FRIEDEN; HAWKINS, 2009).

Assimetria de informações, portanto, consiste em uma falha de mercado em que um agente econômico possui mais informações relevantes do que os demais, elevando-se invariavelmente os custos de transação e gerando-se ineficiências alocativas (MANKIW, 2021).

Ao estudar o mercado de carros usados, Akerlof (1970) demonstrou que apenas os próprios vendedores possuem plena ciência do estado dos carros comercializados, de modo que os compradores não detêm informações suficientes para distinguir os bons dos maus produtos, o que os incentiva a nivelarem por baixo a qualidade dos automóveis, dispondo-se a pagar menos do que pagariam se tivessem toda as informações disponíveis. Em consequência disso, os bons vendedores são desincentivados a oferecerem seus produtos, vez que não serão recompensados adequadamente. Assim, tem-se uma grande ineficiência de mercado em razão da assimetria de informações, pois de um lado os compradores pagam um preço menor, porém têm disponíveis apenas bens de pior de qualidade, e de outro os vendedores recebem valores abaixo do que receberiam em um contexto de plena informação.

Como se vê, a assimetria de informações leva a um problema de seleção adversa, no qual, os agentes econômicos são levados a escolhas ineficientes em razão da falta de informações *ex ante* (HILLIER, 1997).

Outra ineficiência gerada pela assimetria de informações se dá quanto ao risco moral após a realização de transações, isto é, os agentes econômicos, dotados de uma intenção oportunística desconhecida da outra parte, passam a tomar atitudes contrárias àquilo que fora pactuado previamente, prejudicando, assim, o outro contratante. Nesse sentido, exemplifica-se (HILLIER, 1997, p. 4):

> We shall call the second type of information problem to be introduced the hidden action problem. In this case, we can imagine each entrepreneur being able to choose from several different investment projects, the return for each being a random variable drawn from a different probability distribution. The suppliers of funds may be said to face a hidden action problem if they are unable to observe in which project the entrepreneur invests funds made available, and yet would prefer to fund some types of project rather than others. The problem is very similar to the selection problem, but here the suppliers of funds cannot observe the investment choice made by entrepreneurs after the funds have been made available to them, rather than facing the

> selection problem of being unable to distinguish between different types of entrepreneur.[4]

Não diferente do narrado acima, a problemática da assimetria de informações também se faz intensamente presente no mercado de capitais. Assim como os proprietários de carros usados, os emissores dos valores mobiliários detêm muito mais informações sobre a qualidade e liquidez dos títulos que os compradores, o que se reflete diretamente no valor atribuído aos valores mobiliários, visto que a falta de informações aumenta o risco dos investidores, reduzindo-se os montantes transacionados (DIAS, 2005).

De maneira semelhante, Bhattacharya e Spiegel (1991) apontam que a existência de agentes mais informados ("insiders") espanta atores externos ao mercado ("outsiders"), que se recusam a negociar no sistema em razão da assimetria de informações existente, o que coloca em risco a própria estabilidade do mercado de capitais. No mesmo sentido, Fernando *et al*. (2008) admitem que o excesso de assimetria de informações pode gerar o colapso da estrutura do mercado de capitais.

Além disso, existem evidências de que a assimetria de informações impacta o mercado de capitais de tal forma que aumenta o custo de aquisição de capital das companhias, subvaloriza processos de IPO, bem como impõe períodos de *lockup* para esses procedimentos, afetando-se diretamente o desempenho dos emissores de valores mobiliários (KOMALASARI; NASIH, 2020).

Reconhece-se, desta maneira, que a circulação de informações é o fator de emergência, estabilidade e eficiência do mercado de capitais (FRIEDEN; HAWKINS, 2009), de modo que a regulação das informações disponíveis no sistema busca não somente equilibrar a relação dos agentes econômicos, mas também promover "a própria sobrevivência e higidez do mercado" (DIAS, 2005, p. 100). Como defendido por Coase (2017), portanto, o bom funcionamento do mercado acionário depende, em grande medida, da própria regulação desse, uma vez que é

[4] Em tradução livre: "Vamos chamar o segundo tipo de problema de informação de problema de ação oculta. Neste caso, podemos imaginar que cada empresário possa escolher entre vários projetos de investimento diferentes, sendo o retorno para cada um deles uma variável aleatória extraída de uma distribuição de probabilidade diferente. Pode-se dizer que os fornecedores de fundos enfrentam um problema de ação oculta se não forem capazes de observar em qual projeto o empreendedor investe os fundos disponibilizados, e ainda assim preferem financiar alguns tipos de projeto em vez de outros. O problema é muito semelhante ao problema de seleção, mas aqui os fornecedores de fundos não podem observar a escolha de investimento feita pelos empreendedores após os fundos terem sido disponibilizados a eles, em vez de enfrentar o problema de seleção por não serem capazes de distinguir entre os diferentes tipos de empreendedor".

preciso mitigar a assimetria informacional para que a plena eficiência seja alcançada (DIAS, 2005).

4. REGULAÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

Em perspectiva ampla, regulação consiste em um movimento normativo de restrição à atuação dos agentes nos mercados privados (EIZIRIK *et al.*, 2011). Assim, "o termo 'regulação' infere uma noção fundamental e genérica de limitação, ou seja, regular é limitar a liberdade dos agentes econômicos" (DIAS, 2005, p.118).

Já em seu sentido estrito, regulação remete a um processo eminentemente estatal, o qual, fundamentado no interesse público, prescreve o que os agentes privados podem ou não fazer (CHANG, 1997). A conceituação da regulação econômica, desta forma, é tida como "um conjunto de regras que limitam a liberdade de ação ou de escolha das empresas, dos profissionais liberais e/ou dos consumidores, e cuja aplicação é sustentada pelo poder de coerção que a sociedade concede ao Estado" (PINHERIO; SADDI, p. 254-255).

Em complemento à regulação estatal, tem-se também o processo de autorregulação, pelo qual os próprios agentes de mercado, de modo voluntário e contratual, estabelecem normas de conduta a si mesmos, tendo-se como objetivo a "manutenção de padrões éticos elevados" (ZANOTTA, 2005, p. 83). Nessa perspectiva, a autorregulação consiste em um processo de restrição de liberdades coordenado por instituições privadas, tais como associações, as quais visam um coletivo e não um indivíduo em específico (MOREIRA, 1997).

No âmbito do mercado de capitais, o processo regulatório se dá tanto por leis em sentido estrito, tais com a Lei de Mercado de Capitais e a Lei. 6.404/76 (Lei de Sociedade Anônimas), quanto por atos normativos editados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a autoridade administrativa responsável pela regulação do setor.

A autorregulação, por sua vez, é exercida por diversas instituições privadas que provêm normativas complementares à regulação estatal, podendo-se citar, por exemplo: (i) o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o qual tem publicado um Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa; (ii) a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que conta com diversos códigos de conduta e programas de certificação de participantes do mercado; e (iii) o Novo Mercado, o qual consiste em um listagem especial das companhias que participam da bolsa de valores (FINKELSTEIN, 2015).

Não obstante as inerentes diferenças entre a regulação estatal e a autorregulação, é certo que ambos os processos de normatização buscam o estabelecimento de regras com a finalidade reduzir as falhas existentes e aumentar a eficiência do mercado de capitais. Especificadamente quanto à assimetria de informações, os processos regulatórios adotam duas principais linhas de normatização: uma delas baseada no princípio do *full disclosure*, e outra no *suitability*.

4.1. *Full Disclosure*

Até a década de 1930, a regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos era realizada eminentemente a partir de regras de mérito sobre os valores mobiliários ("Blue Skyes Laws"), de modo que a oferta pública prescindia de uma avaliação pelas agências reguladoras sobre a qualidade dos títulos emitidos. Após a crise de 1929, no entanto, editou-se o 1933 Securities Act, o qual rompeu com a regulação dos valores mobiliárias com base no mérito, passando-se para um regime de *disclosure* de informações relevantes. A disponibilização de ofertas públicas, desta maneira, passou a não depender de uma avaliação da qualidade do título ofertado, mas sim do cumprimento das obrigações de divulgação de informações (COLOMBO, 2013).

Acompanhando a tendência americana, a regulação do mercado capitais desenvolveu-se mundialmente de forma a promulgar normas que determinam o compartilhamento compulsório de informações, promovendo-se igualitarismo informacional entre os agentes de mercado (SARRA, 2006).

O que se pretende com a política do *full disclosure* é justamente colocar o investidor em um patamar de plena informação, para que assim possa tomar decisões racionais. Nesse sentido, Eizirik *et al*. (2011, p. 485) afirmam que o *disclosure* é essencial dentro da regulação do mercado de valores mobiliários, uma vez que "investidor estará protegido na medida em que lhe sejam prestadas todas as informações relevantes a respeito das companhias com os títulos publicamente negociados".

Sarra (2006), por seu turno, aponta que a regulação pelo *full disclosure* é um instrumento de política pública capaz de reduzir os custos de transação no mercado, vez que aproxima os investidores dos emissores, reduzindo-se os custos de acesso ao capital, bem como comunica aos agentes de mercado o nível de governança corporativa do agente emissor, trazendo-se maior segurança ao investidor.

Easterbrook e Fischel (1984) apontam, ainda, que além da tomada racional de decisões, o processo de divulgação de informações leva a uma melhor formação de preços dos valores mobiliários, o que resulta em benefícios gerais para a economia.

A regulação pelo *full disclosure*, portanto, visa a mitigação das assimetrias existentes no mercado mediante a divulgação forçada de informações por parte dos emissores de valores mobiliários. Este compartilhamento, por sua vez, deve ocorrer de maneira completa, verdadeira e simples, isto é, as informações divulgadas ao mercado devem ser integrais, corretas e honestas, assim como acessíveis e de fácil compreensão para o público geral (SARRA, 2006).

No Brasil, o regramento do *full disclosure* se faz presente no artigo 157, §4°, da Lei de Sociedades Anônima, o qual dispõe que os fatos relevantes ao funcionamento das companhias abertas devem ser imediatamente comunicados à bolsa de valores. Outra forma operacionalização do *full disclosure* é prevista nos artigos 155, §3° e 4°, e 157, §6°, da mesma lei, os quais coíbem a utilização de *insider tradings* – informações ainda não divulgadas ao mercado. O princípio também está consagrado nos artigos 4°, inciso VI, 8°, inciso III, 19, 20 e 22, §1°, da Lei de Mercado de Capitais (EIZIRIK *et al*., 2011).

Para além das previsões legais, a CVM desempenha importantíssimo papel na regulação das informações que circulam no mercado de capitais, pois é a entidade administrativa responsável pelo registro tanto das companhias emissoras quanto dos valores mobiliários transacionados, funcionando tal registro como um instrumento de operacionalização do *full disclosure*, vez que é por meio dele que as informações são canalizadas e selecionadas, para assim serem apresentadas aos investidores, motivo pela qual Eizerik *et al*. (2011, p. 142) afirmam:

> Os registros da companhia e da distribuição pública estão inseridos no contexto mais amplo da política de *disclosure*, que consiste exatamente na divulgação de informações amplas e completas a respeito da companhia e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados.

Assim, o registro não é um fim em si mesmo, mas um meio de se proceder à ampla divulgação de informações ao público. Daí segue que, em princípio, a aplicação de sanção disciplinar, pela CVM, não decorre, por exemplo, de mera realização de uma distribuição pública sem registro, mas sim de sua realização sem a prestação das informações necessárias para pleno conhecimento, por parte dos investidores, dos riscos do empreendimento.

Neste contexto, cita-se o exemplo da Instrução CVM 480/2009, a qual regulamenta o registro dos emissores de valores mobiliários. Segundo levantamento de Checon e Santana (2021), o diploma normativo estabelece a necessidade de divulgação de relatórios sobre ao menos 51 tipos diferentes de informações, destacando-se aquelas relacionadas a assembleias e

comunicados ao mercado, valores mobiliários negociados e detidos, aviso aos acionistas, calendário de eventos corporativos e dados econômico-financeiros.

Outro normativa importante é a Instrução CVM 358/2002, a qual define o conceito e o regime de publicação de atos ou fatos relevante relacionados às companhias abertas. O artigo 2° da Instrução define como informação relevante qualquer acontecimento relacionado à companhia que possa influir de modo considerável: (i) na cotação dos valores mobiliários; (ii) na decisão de negociação dos investidores sobre os títulos mobiliários; e (iii) na decisão dos investidores em exercer direitos dispostos pelos valores mobiliários. Já o artigo 3° da Instrução designa que o ato ou fato relevante, além de ser informado pelo portal eletrônico da CVM, da bolsa de valores e do balcão organizado, deve ser compartilhado por ao menos um jornal de grande circulação ou um portal de notícias eletrônico com acesso gratuito. Esta Instrução é de tamanha relevância que já fora considerada como parâmetro de qualidade até mesmo para Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) (JAKOBI; RIBEIRO, 2014).

Nota-se, desta forma, que o processo regulatório estatal tem como seu objetivo proteger os investidores por meio de um acesso amplo à informação, o que é instrumentalizado justamente pela imposição legislativa, seja no campo legal ou administrativa, da lógica do *full disclosure*, impondo-se aos emissores de valores mobiliários divulgações obrigatórias de informações.

Não diferente da regulação estatal, a autorregulação pactuada entre os agentes de mercado também visa a mitigação da assimetria de informações por meio da adoção da lógica do *full disclosure*. Exemplo notório disso se dá com a análise do Novo Mercado, que tem como uma de suas funções precípuas a informação completa, de modo que "os requisitos de informação previstos no regulamento vão muito além dos previstos na lei societária" (SALOMÃO FILHO, 2002, p. 58).

O Novo Mercado representa um segmento específico de listagem acionária criada pela B3, no qual as empresas, de forma voluntária, aderem a práticas mais rígidas de governança corporativa, existindo ainda os Níveis 1 e 2, os quais apresentam níveis de governança intermediários (CVM, 2009). A companhias listadas no Novo Mercado, por sua vez, devem: (i) disponibilizar demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais; (ii) conceder melhorias nas informações prestadas trimestralmente; (III) informar sobre negociações que tratam de ativos de derivativos emitidos pela companhia; e (IV) promover a demonstração do fluxo de caixa (ZANOTTA, 2005).

Outro exemplo de autorregulação marcada pela lógica do *disclosure* é o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2015, p. 20), em que se estabelece a transparência como princípio básico, devendo-se "disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos".

O princípio do *full disclosure*, portanto, permeia todo processo regulatório do mercado de capitais, desde a regulação estatal até a autorregulação dos agentes de mercados, constituindo-se como mecanismo essencial para a redução da assimetria de informações e consequentemente de elevação da eficiência do sistema econômico.

4.2. *Suitability*

A regulação do mercado de capitais pelo princípio do *full disclosure*, entretanto, não é livre de críticas, as quais apontam que a lógica da regulação se fundamenta em uma errônea premissa de prudência do investidor informado. Afirma-se, nesse sentido, que o investidor, em especial o de varejo, não tem a capacidade de agregar e compreender todas as informações divulgadas ao mercado, o que se agrava ainda mais com o constante aumento da complexidade dos produtos ofertados, motivo pelo qual se defende a irrealidade do *full disclosure* enquanto condutor de um ambiente em que os investidores tomam decisões unicamente racionais em razão da plena informação disponível (COLOMBO, 2013).

A propósito, no campo dos estudos comunicacionais, teorias da comunicação das últimas décadas foram gradativamente reconhecendo cada vez mais a importância do receptor da mensagem no processo comunicacional, em detrimento de uma perspectiva antes centrada na emissão. Nesse sentido, Dominique Wolton (2010, p. 15) destaca a distinção entre "informar" e "comunicar", ressaltando que "a diversidade dos receptores torna caducas as teorias dominantes. O aumento da circulação de informações, sempre mais rapidamente e da maneira mais igualitária, não aumenta a comunicação e a compreensão". Ademais, "não apenas informar é insuficiente para comunicar por haver cada vez mais mensagens e a comunicação exigir uma seleção, mas também por ter crescido o papel dos receptores" (WOLTON, 2010, p. 18).

De certa forma, percepção semelhante já existia no âmbito regulatório do mercado há algum tempo, considerando que Douglas (1934, p. 523-524), desde o início das regulações de *disclosure* nos Estados Unidos, já indicava a insuficiência do regramento:

> The truth about securities having been told, the matter is left to the investor. The Act presupposes that the glaring light of publicity will give the investors needed protection. But those needing investment guidance will receive small comfort from

> the balance sheets, contracts, or compilation of other data revealed in the registration statement. They either lack the training or intelligence to assimilate them and find them useful, or are so concerned with a speculative profit as to consider them irrelevant.[5]

Após a crise financeira de 2007/2008, tais críticas ganharam ainda mais força, pois restou demonstrado que os investidores não foram capazes de interpretar todas as informações divulgadas, tomando decisões ineficientes, as quais colocaram em risco todo o sistema de mercado de capitais. Em consequência disso, passou-se a defender que os agentes intermediários do mercado, tais como assessores de investimento, seriam importante mecanismo de combate à assimetria informacional, vez que deveriam como agir "verdadeiros filtros das informações para os investidores, verificando a adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente (*suitability*)" (WELLISCH, 2017, p. 72).

O papel dos assessores de investimento também pode ser considerado compatível com teorias comunicacionais recentes, a exemplo da leitura de Ciro Marcondes Filho (2012, p. 765) sobre o caráter determinante da proximidade, da confiança e do respeito para a consolidação da opinião, produzindo a "verdadeira" comunicação – que, para o autor, é aquela que efetivamente causa uma transformação no receptor:

> Veículos como a imprensa têm o poder de inundar com suas mensagens todos os canais de acesso à opinião pública. Os receptores, por seu turno, detêm a decisão de aceitá-las ou não. Aceitação ou não aceitação não depende somente da eficácia desses sinais e dos processos de manipulação de que ele se usa; nossa hipótese é que, mesmo diante da ação poderosa da comunicação em massa, a opinião só se consolida em círculos extracomunicacionais, a saber, no contato com pessoas próximas, com quem se tem relação de confiança e respeito a opiniões e posicionamentos.

Logo, essa racionalidade também se aplica às relações formadas entre investidores e assessores de investimento – que, a despeito de na essência caracterizarem uma prestação de serviços pautada por interesses de ambas as partes, deverá ser baseada em confiança e respeito.

Assim, desenvolveu-se o raciocínio regulatório das *suitability rule*s, pelas quais se transfere parte da responsabilidade de intepretação das informações disponíveis para os agentes intermediários, atribuindo-se a estes deveres de diligência sobre o conhecimento do perfil de

[5] Em tradução livre: "Tendo sido contada a verdade sobre os títulos, o mérito é deixado ao investidor. A lei pressupõe que a luz ofuscante da publicidade dará aos investidores a proteção necessária. Mas aqueles que precisam de orientação de investimento receberão pequeno conforto dos balanços, contratos ou compilação de outros dados revelados na declaração de registro. Ou lhes falta treinamento ou inteligência para assimilá-los e achá-los úteis, ou estão tão preocupados com um lucro especulativo a ponto de considerá-los irrelevantes".

dos próprios clientes, para que assim possam recomendar apenas investimentos que realmente se adequem a realidade de risco de cada investidor (COLOMBO, 2013, p. 11):

> Thus, suitability requires a broker to comprehend his or her client's financial situation ("investment profile") via the use of "reasonable diligence." Further, the broker must restrict his or her investment suggestions to those that are "suitable" to the client in light of the client's situation. Observe that what may or may not be suitable is not wholly determined by the client's own wishes, but rather takes into account certain objective factors ("the customer's age, other investments, financial situation and needs, tax status, investment objectives, investment experience, investment time horizon, liquidity needs, risk tolerance") that go well beyond a client's expressions of interest or desire. The broker is, therefore, expected to exercise a large degree of independent, professional judgment in determining whether to recommend a specific investment as suitable.[6]

Como forma de aprimorar esse tipo de regulação e promover uma maior proteção dos investidores, a IOSCO (2013) desenvolveu 9 princípios gerais sobre as *suitability rules* de produtos financeiros de alta complexidade, conforme a tabela a seguir:

Tabela 1

Princípio	Descrição
Classificação dos Clientes	Os agentes intermediários devem adotar critérios suficientes para distinguir seus clientes de varejo e não varejo.
Deveres Gerais do Intermediário	Independentemente da classificação do cliente, os intermediários devem agir de forma honesta, clara e profissional, bem como devem providenciar procedimentos diligentes para evitar conflitos de interesse na recomendação de produtos financeiros de alta complexidade. Além disso, o intermediário deve informar claramente os potenciais riscos que as operações envolvem.
Dever de Informar do Intermediário	O intermediário, de modo justo, claro, compreensivo e balanceado, deve comunicar seus clientes acerca de todos as informações atinentes às características, custos e riscos do produto financeiro.
Proteção dos Clientes para Produtos Não Assessorados	Quando um produto financeiro é adquirido por um cliente sem assessoria de um intermediário (gerenciamento, conselho ou recomendação), o sistema deve prever uma estrutura regulatória que resguarde o investidor sobre os riscos associados.

[6] Em tradução livre: “Assim, a adequação requer que um corretor compreenda a situação financeira de seu cliente ("perfil de investimento") através do uso de "diligência razoável". Além disso, o corretor deve restringir suas sugestões de investimento àquelas que são "adequadas" ao cliente, à luz da situação do cliente. Observe que o que pode ou não ser adequado não é totalmente determinado pelos próprios desejos do cliente, mas leva em conta certos fatores objetivos ("idade do cliente, outros investimentos, situação e necessidades financeiras, situação fiscal, objetivos de investimento, experiência de investimento, horizonte de tempo de investimento, necessidades de liquidez, tolerância ao risco") que vão muito além das manifestações de interesse ou desejo do cliente. Espera-se, portanto, que o corretor exerça um grande grau de julgamento profissional e independente para determinar se deve recomendar um investimento específico como adequado”.

Regras de *Suitability* para os Serviços de Assessoramento do Intermediário	O intermediário ao realizar uma recomendação de compra de produto financeiro de alta complexidade, deve se assegurar de que o investimento se adequa com a experiência do consumidor, o seu nível de conhecimento, objetivos apetite ao risco e capacidade de perda.
Adequação do Nível de Informações do Intermediário	Ao realizar a recomendação de investimento em um produto de alta complexidade, o intermediário deve se assegurar de que possuir o nível adequado de informações sobre o respectivo produto.
Deveres de Compliance e Regras Internas de *Suitability* do Intermediário	Os intermediários devem estabelecer uma área de compliance, bem como políticas internas em ralação aos procedimentos de *suitability*.
Incentivos Financeiros do Intermediário	Os intermediários devem estabelecer políticas financeiras as quais assegurem que apenas recomendações adequadas sejam realizadas aos clientes.
***Enforcement* da Agência Reguladora**	As agências reguladoras devem supervisionar continuamente os intermediários, para que possam garantir o cumprimento dos regramentos de *suitability.*

Fonte: Elaboração própria com base em IOSCO (2013).

Em conformidade às recomendações da IOSCO, editou-se a Resolução CVM 30/2021, em que impõe aos intermediários o dever verificação da adequação de produtos, serviços e operações ao perfil de risco dos clientes, sendo necessário para tanto assegurar-se que (artigo 2°): (i) a recomendação adequa-se aos objetivos de investimento do cliente; (ii) a realidade financeira do cliente é compatível com a recomendação; e (iii) o cliente compreende os riscos relacionados à recomendação. Os artigos 12 e 13 da Resolução instituem, ainda, os níveis de investidores profissionais e qualificados, os quais, por possuírem maior grau de conhecimento sobre o sistema do mercado de capitais, são menos tutelados quanto às regras de *suitability* dos intermediários.

No âmbito da autorregulação, pode-se citar o Código de Distribuição de Produtos de Investimento editado pela ANBIMA (2022), o qual estabelece que as instituições participantes não podem fazer recomendações de investimentos sem que verifiquem o *suitability* com o investidor. Além disso, cabe notar a Diretriz ANBIMA de *Suitability* (ANBIMA, 2018, p. 4), em que se determina que os agentes intermediários devem classificar seus clientes em três tipos diferentes de perfil, sendo eles:

> I. Perfil 1: investidor que declara possuir baixa tolerância a risco e que prioriza investimentos em Produtos de Investimento com liquidez;
> II. Perfil 2: investidor que declara média tolerância a risco e busca a preservação de seu capital no longo prazo, com disposição a destinar uma parte de seus recursos a investimentos de maior risco; e
> III. Perfil 3: investidor que declara tolerância a risco e aceita potenciais perdas em buscar de maiores retornos.

Recente pesquisa conduzida pela IOSCO (2019) indicou, ainda, que a regulação brasileira aderiu em grande parte aos princípios de *suitability* indicados anteriormente, estando plenamente consistente com 4 dos princípios (Deveres Gerais do Intermediário, Proteção dos Clientes para Produtos Não Assessorados, Regras de *Suitability* para os Serviços de Assessoramento do Intermediário, Deveres de Compliance e Regras Internas de *Suitability* do Intermediário), amplamente consistente com 3 (Classificação dos Clientes, Adequação do Nível de Informações do Intermediário e *Enforcement* da Agência Reguladora), parcialmente consistente com 1 (Dever de Informar do Intermediário) e não consistente com apenas 1 também (Incentivos Financeiros do Intermediário).

Percebe-se, portanto, um claro redirecionamento das normas regulatórias que visam corrigir a assimetria de informações no mercado de capitais, deslocando-se de uma lógica pura *full disclosure* para o reconhecimento dos deveres de *suitability* aos agentes intermediários.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Todos mercados privados apresentam, em alguma medida, falhas que impedem a plena eficiência alocativa dos recursos, razão pela qual o processo regulatório se justifica do ponto de vista econômico. Não diferente, no mercado de capitais a principal falha reside na assimetria de informações existente entre os emissores de valores mobiliários e investidores, sendo necessário, consequentemente, uma intensa regulação do setor para que um melhor desempenho econômico seja alcançado.

O processo regulatório do mercado de capitais, tradicionalmente, busca reduzir a assimetria de informações por meio da implementação da lógica do *full disclosure* em relação aos emissores, de modo que estes são compelidos disponibilizar aos investidores todo tipo de informação relevante. Com o advento da crise financeira de 2007/2008, contudo, a regulação do mercado deixou de ser focada apenas no *full disclosure*, determinando-se também aos intermediários do sistema deveres de diligência conquanto a verificação de *suitability* das recomendações de investimento.

No Brasil, pode-se verificar que ambas as lógicas regulatórias se fazem presentes, sendo o *full disclosure* o raciocínio fundamentador de todo o sistema, e as *suitability rules*, uma inovação da década de 2010, a qual já fora incorporada pelo setor em grande parte, mas que ainda apresenta problemas de implementação, em especial quanto a conciliação entre os incentivos financeiros dos agentes intermediários e seus deveres de diligência (ROCHA, 2022).

6. REFERÊNCIAS BIBLIGRÁFICAS

ANDRIES, Alin Marius. The importance of capital market in economy. **CES Working Papers**, v. 1, n. 2, p. 69-75, 2009.

AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Código de Distribuição de Produtos de Investimento**. 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/B6/66/2F/5F/20680810C15C26086B2BA2A8/1.%20Codigo_Distribuicao_Produtos_Investimento_05.01.22.pdf>. Acesso em: 23 out. 2022.

_____. **Diretriz ANBIMA de *Suitability***. 2018. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/23/33/A2/80/F71D3610214DEA36A9A80AC2/Diretriz-de-*Suitability*-20180622.pdf>. Acesso em: 23 out. 2022.

BEKAERT, Geert; HARVEY, Campbell R. Capital markets: An engine for economic growth. **The Brown Journal of World Affairs**, v. 5, n. 1, p. 33-53, 1998.

BHATTACHARYA, Utpal; SPIEGEL, Matthew. Insiders, outsiders, and market breakdowns. **The Review of Financial Studies**, v. 4, n. 2, p. 255-282, 1991.

CHANG, Ha-Joon. The economics and politics of regulation. **Cambridge journal of economics**, v. 21, n. 6, p. 703-728, 1997.

CHECON, Bianca Quirantes; DE FÁTIMA SANTANA, Verônica. **Relatórios Obrigatórios e Padrões de Divulgação no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2021. Disponível em: <https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/cp_8_bianca_evidenciacao_rev.pdf>. Acesso em: 23 out. 2022.

COASE, Ronald H. **A firma, o mercado e o direito.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2017.

COLOMBO, Ronald J. Merit Regulation Via the *Suitability rules*. **Journal of International Business & Law**, v. 12, p. 1-16, 2013.

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. História do Mercado de Capitais. **Portal do Investidor.** 2009. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Investidor_Estrangeiro/o_mercado_de_valores_brasileiros/Historia_Mercado_Capitais.html>. Acesso em: 23 out. 2022.

DIAS, Luciana Pires. **Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários.** Dissertação (Mestrado em Direito Comercial), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

DOUGLAS, William O. Protecting the investor. **Yale Review**, v. 23, n. 3, 1934.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia.; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais — regime jurídico**. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. Mandatory disclosure and the protection of investors. **Virginia Law Review**, p. 669-715, 1984.

FIGUEIREDO, Leonardo Vizeo. **Lições de direito econômico.** 7ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria de informações no mercado de capitais. **Revista Jurídica Luso Brasileira**, v. 1, n. 5, p. 1025-1049, 2015.

FRIEDEN, B. Roy; HAWKINS, Raymond J. Asymmetric information and economics. **Physica A: Statistical Mechanics and its Applications**, v. 389, n. 2, p. 287-295, 2010.

HILLIER, Brian. **The economics of asymmetric information**. Londres: Bloomsbury, 1997.

JAKOBI, Karin Bergit; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Análise Econômica do Direito e a Regulação do Mercado de Capitais.** São Paulo: Atlas, 2014, livro digital.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**.5 ed. São Paulo: IBGC, 2015.

KOMALASARI, Puput Tri; NASIH, Moh. Information asymmetry in capital market: What, why and how. In: **Advances in Business, Management and Entrepreneurship**. Londres: CRC Press, 2020. p. 347-352.

LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock markets, banks, and economic growth. **American economic review**, v. 88, n. 23, p. 537-558, 1998.

ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DE COMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS. ***Suitability*** **Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products**. 2013. Disponível em: < https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>. Acesso em: 23 out. 2022.

_____. **Thematic Review on *Suitability* Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products**. 2019. Disponível em: < https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD638.pdf>. Acesso em: 23 out. 2022.

MANKIW, N. Gregory. **Principles of Economics**. 19ª ed. Boston: Cengage Learning, 2013.

MARCONDES FILHO, Ciro. Por que a Nova Teoria é uma forma diferente de se pesquisar o jornalismo. **Revista FAMECOS**, Porto Alegre, v. 19, n. 3, p. 759-774, set./dez. 2012.

MOREIRA, Vital. **Auto-regulação Profissional e Administração Pública**. Coimbra: Almedina, 1997.

NODA, Margareth. **Acesso Eletrônico e Tendências Para A Intermediação No Mercado de Valores Mobiliários.** Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

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

SARRA, Janis. Disclosure as a public policy instrument in global capital markets. **Texas International Law Journal**, v. 42, p. 875-898, 2006.

STIGLITZ, Joseph E. Markets, market failures, and development. **The American economic review**, v. 79, n. 2, p. 197-203, 1989.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor Regulação do Mercado de Capitais Brasileiro. In: DOS REIS, Ana Paula Marques; NAMUR, Cassio Sabbagh; e VASCO, José Alexandre Cavalcanti. **Direito do Mercado dos Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

WOLTON, Dominique. **Informar não é comunicar**. Porto Alegre: Sulina, 2010.

ZANOTTA, Alexandre. **Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Capitais Brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial), Pontifícia Universidade Católica, São Paulo, 2005.