XXVIII ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI GOIÂNIA – GO

DIREITO EMPRESARIAL II

MARIA DE FATIMA RIBEIRO

VERONICA LAGASSI

Copyright © 2019 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
Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG – Goiás
Vice-presidente Sudeste - Prof. Dr. César Augusto de Castro Fiuza - UFMG/PUCMG – Minas Gerais
Vice-presidente Nordeste - Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS – Sergipe
Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa – Pará
Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos – Rio Grande do Sul
Secretário Executivo - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - Unimar/Uninove – São Paulo

Representante Discente – FEPODI
Yuri Nathan da Costa Lannes - Mackenzie – São Paulo

Conselho Fiscal:
Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM – Rio de Janeiro Prof. Dr.
Aires José Rover - UFSC – Santa Catarina
Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado - UNIVEM/UENP – São Paulo
Prof. Dr. Marcus Firmino Santiago da Silva - UDF – Distrito Federal (suplente)
Prof. Dr. Ilton Garcia da Costa - UENP – São Paulo (suplente)

Secretarias:
Relações Institucionais
Prof. Dr. Horácio Wanderlei Rodrigues - IMED – Santa Catarina
Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UNIMAR – Ceará
Prof. Dr. José Barroso Filho - UPIS/ENAJUM– Distrito Federal
Relações Internacionais para o Continente Americano
Prof. Dr. Fernando Antônio de Carvalho Dantas - UFG – Goías
Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA – Bahia
Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA – Maranhão
Relações Internacionais para os demais Continentes
Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba – Paraná
Prof. Dr. Rubens Beçak - USP – São Paulo
Profa. Dra. Maria Aurea Baroni Cecato - Unipê/UFPB – Paraíba

Eventos:
Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch (UFSM – Rio Grande do Sul) Prof. Dr.
José Filomeno de Moraes Filho (Unifor – Ceará)
Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta (Fumec – Minas Gerais)

Comunicação:
Prof. Dr. Matheus Felipe de Castro (UNOESC – Santa Catarina
Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho (UPF/Univali – Rio Grande do Sul Prof. Dr. Caio
Augusto Souza Lara (ESDHC – Minas Gerais

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

---

D597

Direito empresarial II [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI/ UFG / PPGDP

Coordenadores: Maria De Fatima Ribeiro

Veronica Lagassi – Florianópolis: CONPEDI, 2019.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-85-5505-824-0
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: Constitucionalismo Crítico, Políticas Públicas e Desenvolvimento Inclusivo

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Assistência. 3. Isonomia. XXVIII Encontro Nacional do CONPEDI (28 : 2019 : Goiânia, Brasil).

CDU: 34

Conselho Nacional de Pesquisa
Univeridade Ferderal de Goiás e Programa
e Pós-Graduação em Direito Florianópolis

Santa Catarina – Brasil
www.conpedi.org.br

de Pós Graduação em Direito e Políticas Públicas
Goiânia - Goiás
https://www.ufg.br/

XXVIII ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI GOIÂNIA – GO

DIREITO EMPRESARIAL II

Apresentação

A busca pelo desenvolvimento econômico sustentável é algo indubitável em qualquer país, quiçá no contexto em que a sua sociedade é preponderantemente desigual. Assim, o agente econômico torna-se peça fundamental para uma politica de inclusão social com vistas ao desenvolvimento econômico sustentável. Neste sentido, faz-se necessário e presente o papel da academia não só como fomentador ou meio propagador do conhecimento, mas também na função de análise das crises econômicas ou politicas pelas quais atravessa o país. Tal análise é essencial para a criação de caminhos ou diretrizes para a superação dessas crises. Foi a partir deste cenário que realizou-se em Goiânia – GO, entre os dias 19 a 21 de junho de 2019, o XXVIII Encontro Nacional do Conpedi, com o tema "Constitucionalismo Critico, Politicas Públicas e Desenvolvimento Inclusivo".

O evento foi possível a partir da participação ativa de professores, pesquisadores, mestres ou doutores de todo o país, os quais contribuíram significativa e democraticamente para a exposição dos trabalhos e para o desenvolvimento de debates acadêmicos consubstanciados nos resultados apresentados nas pesquisas realizadas atualmente pelos Programas de Pós-Graduação em Direito do Brasil.

Os artigos científicos apresentados relativos ao Grupo de Trabalho de Direito Empresarial durante o XXVIII Encontro Nacional do Conpedi, demonstraram não apenas o comprometimento dos pesquisadores brasileiros com o desenvolvimento do pensamento jurídico estratégico nas empresas para superação da crise, mas também com o fortalecimento da própria disciplina de Direito Empresarial ou o seu papel regulador de novas realidades sociais como, por exemplo, a criação de um contrato de namoro na família empresária. Assim, no âmbito do GT de Direito Empresarial foram apresentados e debatidos temas absolutamente relevantes ao contexto atual e indispensáveis para o desenvolvimento do Direito no Brasil, abordou-se assim desde um questionamento sobre a necessidade efetiva de um novo Código Comercial até a análise do desenvolvimento da regulamentação da EIRELI pelo DREI, perpassando por questões atinentes aos contratos empresariais, inclusive de franquia, construção ajustada ao de namoro na família empresária, bem como por questões sempre em voga como é o caso da desconsideração da personalidade jurídica, do nome empresarial como direito da personalidade ou de compliance como instituto indispensável à política pública. Mas, apesar da riqueza no que tange as apresentações e na abordagem destes temas, o GT de Direito Empresarial não se descuidou do mote que deu nome ao XXVIII

Encontro Nacional do Conpedi e também abordou temas correlacionados à superação da crise abordando temas correlatos à recuperação judicial e a falência, como foi o caso da legitimidade do rural na propositura do pedido de recuperação judicial ou da consolidação do ato revogável com vistas à Ação Revocatória ou ainda, uma preocupação com o conceito de mercado eficiente.

Desejamos a todos uma boa leitura!

Profa Dra. Veronica Lagassi – UFRJ / IBMEC-RJ / FACHA

Profa Dra. Maria de Fátima Ribeiro - UNIMAR

Nota Técnica: Os artigos que não constam nestes Anais foram selecionados para publicação na Plataforma Index Law Journals, conforme previsto no artigo 8.1 do edital do evento. Equipe Editorial Index Law Journal - publicacao@conpedi.org.br.

O FUNCIONAMENTO EFICIENTE DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: CONCEITUAÇÃO A PARTIR DA HIPÓTESE DO MERCADO EFICIENTE

EFFICIENT FUNCTIONING OF THE SECURITIES MARKET: A DEFINITION BASED ON THE EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

Resumo

O presente trabalho busca conceituar o termo "funcionamento eficiente do mercado", elencado pela Lei nº 6.385/1976 (artigo 4º, II e III) como um dos objetivos do quadro normativo do mercado de valores mobiliários. A análise será realizada à luz dos pressupostos da hipótese do mercado eficiente e das conclusões de trabalhos subsequentes que buscaram desenvolvê-los. Para este fim, o trabalho analisa o funcionamento do mercado, a partir do conceito de intermediação financeira, conceitua a eficiência segundo a hipótese do mercado eficiente, aborda os mecanismos de eficiência do mercado e aponta algumas consequências jurídicas da conceituação de funcionamento eficiente do mercado.

Palavras-chave: Funcionamento eficiente do mercado, Eficiência alocativa, Mercado de valores mobiliários, Intermediação financeira, Mecanismos de eficiência do mercado

Abstract/Resumen/Résumé

This study aims to define the "efficient functioning of the market", established by Law No. 6,385/1976 (article 4, II and III) as one of the goals of the regulatory framework of the securities market. The analysis will be based on the efficient market hypothesis and the conclusions of subsequent works on the subject. To that end, the study analyzes the functioning of the market as a form of financial intermediation, establishes the concept of efficiency according to the efficient market hypothesis, addresses the mechanisms of market efficiency and defines legal consequences of the definition of efficient functioning of the market.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Efficient functioning of the market, Allocative efficiency, Securities market, Financial intermediation, Mechanisms of market efficiency

1 INTRODUÇÃO

Este trabalho tem como objetivo conceituar o termo "funcionamento eficiente do mercado", elencado pela Lei nº 6.385/1976 (artigo 4º, II e III) como uma das finalidades das normas que regem o mercado de valores mobiliários. A análise será realizada à luz dos pressupostos da hipótese do mercado eficiente e das conclusões de estudos subsequentes que buscaram desenvolvê-los.

O desenvolvimento do trabalho é dividido em três partes. Na primeira parte, busca-se explicar o funcionamento do mercado, a partir do conceito de intermediação financeira. A segunda parte tem como objetivo conceituar a eficiência segundo a hipótese do mercado eficiente. A terceira parte aborda a operacionalização do funcionamento eficiente, analisando os mecanismos de eficiência do mercado. A quarta parte, por sua vez, busca delinear algumas consequências da conceituação de funcionamento eficiente do mercado para a regulação do mercado de valores mobiliários.

O método a ser utilizado neste estudo será dedutivo, utilizando-se a revisão documental da literatura econômica e jurídica sobre a eficiência do mercado de valores mobiliários para formular um conceito de funcionamento eficiente do mercado.

2 O FUNCIONAMENTO DO MERCADO: A INTERMEDIAÇÃO FINANCEIRA

O mercado de valores mobiliários, em conjunto com o mercado de crédito, mercado monetário e mercado cambial, compõe o sistema financeiro, pelo qual se opera a transformação da poupança em investimento[1] (EIZIRIK *et al.*, 2008, 7; COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES, 1983, p. 23-32). Os instrumentos financeiros de intermediação são essenciais para o desenvolvimento de uma economia. O mais básico deles, a moeda, permite que uma sociedade substitua a economia de escambo por um sistema de trocas intermediadas com um ativo homogêneo e divisível, eliminando o problema da dupla coincidência de

[1] O processo poupança-investimento ocorre por meio da abstenção de consumo presente em troca de consumo futuro, utilizando-se os recursos não consumidos de forma imediata para investimento em estoque de capital real, isto é, em meios de produção. "Quando um país desvia recursos da produção ou compra de vens de consumo para a produção de bens de capital, ele está poupando e investindo. Está aumentando o estoque de capital: capital real e não financeiro, capital no sentido de instrumentos de produção, utilizados pelo homem, ou da própria qualificação do homem para produzir; capital no sentindo de um bem, que não se destina ao consumo imediato, que não satisfaz diretamente necessidades humanas, mas que serve para produzir outros bens e serviços exigidos pela comunidade" (COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES, 1983, p. 23).

necessidades[2-3]. É este sistema de trocas viabilizado pelo uso da moeda (que em sua evolução passa a funcionar não só como instrumento de troca, como também como unidade de conta), que, conjuntamente com a divisão do trabalho e a especialização, permite a produção de excedente, a formação de poupança e o investimento em bens de capital (SAMUELSON, 1963, p. 82-84).

À medida que uma economia se desenvolve, a moeda torna-se insuficiente como único instrumento de troca. Outras formas de intermediação financeira devem surgir para permitir a realização de empreendimentos de grande escala, que necessitam de grande volume de capital[4]. A alocação de capital em empreendimentos de grande escala demanda a existência de instrumentos capazes de intermediar a alocação de capitais em atividades econômicas. Esta intermediação é necessária, visto que, em uma economia moderna, "a poupança e o investimento são geralmente realizados por pessoas diferentes, que obedecem a razões diversas" (SAMUELSON, 1963, p. 362).

Neste contexto, o mercado de valores mobiliários surge como um dos meios responsáveis por viabilizar a intermediação financeira entre agentes superavitários (poupadores, que dispõem de recursos excedentes) e agentes deficitários (investidores, que precisam de recursos para desenvolver sua empresa), viabilizando a alocação de capitais em empreendimentos conduzidos por empresários (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 2).

A existência de um sistema financeiro sólido é importante para o desenvolvimento econômico de um país, pois: (i) contribui para a expansão da poupança ao disponibilizar instrumentos para o seu investimento; e (ii) confere eficiência à transformação de poupança em capital produtivo (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 4).

A intermediação financeira instrumentalizada pelo mercado de valores mobiliários diferencia-se de outras formas de intermediação financeira – como, por exemplo, a intermediação de crédito[5] – pela sua sofisticação. Em um mercado financeiro incipiente, a

---

[2] Em uma economia de escambo, uma pessoa que queira vender nozes e comprar maçãs terá que encontrar alguém que esteja disposto a vender maçãs e comprar nozes nas mesmas quantidades desejadas. Assim, é necessário haver uma dupla coincidência de vontades (SAMUELSON, 1963, p. 75-77).

[3] O primeiro tipo de moeda foi a moeda-mercadoria, que eram bens passíveis de serem utilizados como meio de troca em função de suas características (por exemplo, homogeneidade e divisibilidade). Utilizava-se, por exemplo, sal, conchas do mar, vinho, metais e até bois como instrumentos de troca (NUSDEO, 2000, p. 48-49).

[4] "A própria origem das sociedades anônimas mostra que o mercado de ações nasceu quando o mercado de crédito deixou de ser suficiente para garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas, especialmente em termos de prazo e custo, oara a atividade produtiva. À medida que a economia cresce, não bastam pequenas unidades produtoras para dar conta da produção de alguns bens e serviços requeridos pela comunidade. Algumas atividades só são economicamente viáveis em grande escala" (COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES, 1983, p. 79-80).

[5] A intermediação de crédito é a forma clássica de atuação de instituições financeiras, que captam recursos de agentes superavitários para emprestá-los a agentes deficitários (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 2).

intermediação financeira ocorre pela emissão de obrigações primárias, isto é, emitidas diretamente pelos tomadores últimos de recursos (COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES, 1983, p. 29).

No entanto, à medida em que o mercado se desenvolve, haverá um natural desencontro entre as exigências de poupadores e as necessidades de tomadores de recursos com relação a "prazo, volumes, taxas de retorno e grau de risco" (COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES, 1983, p. 29). Para compatibilizar estas necessidades divergentes, a atividade dos intermediadores financeiros se sofistica e estes agentes, a partir de obrigações indiretas, emitidas contra si mesmos, tomam recursos de poupadores no mercado, oferecendo-lhes em troca um amplo espectro de títulos com diferentes características, de modo que a poupança seja canalizada "para os tomadores últimos em volumes e prazos adequados às suas necessidades" (COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES, 1983, p. 30).

A intermediação financeira, neste contexto, deixa de ser uma atividade de mera aproximação entre agentes superavitários e deficitários para se tornar uma verdadeira engenharia financeira que, ao oferecer opções tanto a poupadores, como empreendedores, viabiliza o fluxo e a alocação eficiente de recursos escassos (capital).

O mercado de valores mobiliários, portanto, apresenta-se como mecanismo complexo que tem a função de viabilizar a alocação eficiente da poupança em atividades produtivas, compatibilizando, por meio de títulos financeiros diversos, as expectativas de investidores quanto ao retorno e risco de suas aplicações e as necessidades dos empreendedores quanto ao custo e prazo do financiamento de suas atividades. Este mecanismo funciona por meio da atuação de diversos participantes do mercado que cumprem papéis distintos, mas complementares, como os próprios emissores de valores mobiliários (*e.g.* companhias abertas e fundos de investimento), as instituições financeiras, as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, as bolsas de valores e entidades de mercado de balcão organizado, as sociedades e agentes autônomos de investimento, os administradores de carteira de investimentos, as instituições de custódia de valores mobiliários, os consultores e analistas de valores mobiliários e as sociedades de auditoria independente.

Diz-se que os papéis dos participantes são complementares porque cada um, no seu respectivo campo de atuação, cumpre função que visa a garantir que o mercado funcionará de modo a promover a alocação de capitais de forma adequada[6]. O ambiente institucional é um

[6] Os participantes do mercado, embora ajam em interesse próprio, buscando o lucro por meio de suas comissões, taxas e remunerações, cumprem um importante papel na manutenção da higidez do mercado, seja verificando informações divulgadas ao mercado, realizando análises sobre emissores e valores mobiliários, reduzindo custos

dos principais fatores que influenciam no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários[7], em conjunto com a disponibilidade de poupança que possa ser orientada para o mercado e de empresários que necessitem de capital para seus empreendimentos.

A regulação do mercado de valores mobiliários deve garantir a existência de instituições e instrumentos capazes de permitir que o mercado cumpra a sua função alocativa de forma eficiente. É isto que determina o artigo 4º, II e III, da Lei nº 6.385/1976, ao dispor sobre a finalidade da atuação do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários:

> Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:
> [...]
> II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
> III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;
> [...]

A eficiência mencionada no artigo 4º da Lei nº 6.385/1976 pode ser entendida pelo viés funcional e alocativo: a eficiência funcional estaria relacionada à capacidade do mercado de liquidar os valores mobiliários, enquanto a eficiência alocativa estaria associada à capacidade de o mercado garantir a melhor alocação de recursos (CORDONIZ et al., p. 118). Seguindo esta definição, este trabalho preocupa-se com a eficiência alocativa, pois é esta eficiência que será influenciada pelas normas regulatórias e o ambiente institucional do mercado de valores mobiliários. Neste contexto, embora este artigo tenha foco na questão da eficiência, deve-se ressaltar que o legislador utilizou o termo "funcionamento eficiente e regular do mercado". Entende-se que o termo "regular" tenha sido empregado no sentido de "conforme

---

de transações ou de alguma outra forma. Por este motivo, estes agentes são muitas vezes chamados de gatekeepers, entendidos como "indivíduos ou instituições dotadas de qualificações especializadas (por vezes ligadas a uma profissão), que se valem da confiança e da reputação adquiridas para assegurar, ao mercado de valores mobiliários e aos investidores, a conformidade ao ordenamento jurídico das operações que passarem por seu exame. Tais indivíduos e instituições (a exemplo das instituições distribuidoras, das instituições intermediárias, dos analistas de valores mobiliários, dos auditores independentes das agências de rating e dos advogados) teriam, concomitantemente, o papel de auxiliares do poder regulador tanto no mercado primário quanto no secundário. A razão disso é que a própria existência e continuidade de seus negócios é colocada em risco ao assegurar, com garantia em sua reputação, questões como (i) a veracidade e correção das ofertas cujas informações chancela; (ii) a adequação das operações realizadas às normas vigentes; e (iii) a prestação de serviços de intermediação de maneira conforme à lei" (HAENSEL, 2014, p. 68-69).

[7] Bernard S. Black, em famoso trabalho sobre as condições necessárias para a construção de um mercado de valores mobiliários sólido, defende que as leis e instituições de um país que deseje desenvolver o seu mercado deve garantir a investidores minoritários (i) informações de qualidade sobre os emissores e (ii) confiança de que os controladores não serão capazes de trapaceá-los utilizando formas de extração de benefícios privados de seu controle (BLACK, 2001, p. 783).

as regras aplicáveis", tendo em vista os poderes de fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários. O termo eficiente, no entanto, não possui conteúdo tão bem delimitado, demandando esforço teórico para preenchê-lo. Por este motivo, este artigo preocupa-se apenas com o termo "funcionamento eficiente".

Adicionalmente, é importante ressaltar que o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários não é objetivo apenas da Lei nº 6.385/1976. A Lei nº 6.404/1976, que rege as sociedades por ações, também tem, dentre os seus objetivos, a busca de eficiência no funcionamento do mercado. Neste sentido, a exposição de motivos do projeto de lei que viria a se tornar a Lei nº 6.385/1976 deixou claro que a nova legislação, assim como do projeto de lei das sociedades por ações, tinha o objetivo de assegurar o funcionamento eficiente do mercado (BRASIL, 1976, p. 1):

> O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas.

É natural que a Lei nº 6.404/1976 também vise a assegurar a eficiência do mercado de valores mobiliários, muito embora o seu objeto seja o funcionamento das sociedades anônimas. Como ressaltado por Bernard S. Black (2001, p. 783), o desenvolvimento do mercado de capitais depende de regras que assegurem transparência no mercado e protejam investidores minoritários contra abusos de controladores e administradores. Neste contexto, enquanto a Lei nº 6.385/1976 assegura a transparência no mercado, a Lei nº 6.404/1976 estabelece mecanismos de proteção ao acionista minoritário.

Parece claro que o funcionamento eficiente do mercado é um dos objetivos do direito do mercado de valores mobiliários. Não obstante, dizer que a regulação deve garantir o funcionamento eficiente do mercado não é o suficiente. A eficiência é um conceito aberto, que deve ser preenchido em cada situação específica. Ainda que se restrinja o conceito de eficiência ao seu viés alocativo (o que se reputa adequado para os fins deste trabalho), deve-se esclarecer de que forma e por quais meios essa alocação eficiente ocorre.

Portanto, para fins de formulação, interpretação e aplicação de regras que sejam compatíveis com o objetivo de promover o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, é necessário que se conceitue e qualifique a eficiência, demonstrando-se por quais meios e mecanismos ela se manifesta na prática.

3 A EFICIÊNCIA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS SEGUNDO A HIPÓTESE DO MERCADO EFICIENTE

A questão sobre a eficiência do mercado não é trivial. Para que seja utilizada como fundamento na formulação de leis e políticas públicas, a eficiência deve ser devidamente qualificada e conceituada, sob pena de ser utilizada como mero instrumento de retórica.

Como primeiro passo para qualificar o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, é preciso esclarecer que a análise aqui pretendida será feita a partir da premissa de que o mercado funciona com base em sistema de preços competitivo e descentralizado, tal qual aquele descrito por Friedrich Hayek em seu famoso trabalho sobre a função informacional do sistema de preços (HAYEK, 1945, p. 525-526). A razão para endereçar o significado de eficiência em um contexto de livre mercado é a inevitável constatação de que foi esse o sistema econômico estabelecido pela Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, ao elencar a livre concorrência e a livre iniciativa como valores da ordem econômica em seu artigo 170, IV e parágrafo único, respectivamente.

Em um mercado livre, a alocação de recursos escassos não é determinada por uma entidade central, mas sim pelas decisões de várias pessoas que usam o preço como referência para sua tomada de decisão[8]. Além de ser o produto de decisões descentralizadas de várias pessoas que detêm informações dispersas, o preço é também uma variável na tomada de decisão individual e, portanto, comunica informação na forma sintetizada (HAYEK, 1945, p. 526-527).

Uma das primeiras e mais relevantes tentativas de qualificar a eficiência do mercado de valores mobiliários foi realizada por Eugene Fama, que formulou a hipótese do mercado de capitais eficiente a partir de estudos empíricos acerca do impacto de informações na formação de preços de ativos negociados publicamente.

Em seus estudos, Eugene Fama buscou analisar a premissa de que o principal objetivo do mercado de capitais é promover a alocação da propriedade do capital e, para que esta finalidade seja alcançada, os preços dos ativos em negociação devem dar indicações seguras de alocação de recursos e devem incorporar as informações públicas a respeito do ativo em questão (FAMA, 1969, p. 383).

Os primeiros estudos de Eugene Fama acerca do funcionamento do mercado foram objeto de artigo publicado em 1965, no qual o economista analisou a validade empírica de duas

[8] "Fundamentally, in a system where the knowledge of the relevant facts is dispersed among many people, prices can act to coordinate the separate actions of different people in the same way as subjective values help the individual to coordinate the parts of his plan" (HAYEK, 1945, p. 526).

hipóteses, populares à época, que buscavam explicar as oscilações dos preços no mercado de capitais. De um lado estavam as teorias dos grafistas (*chartist theories*), que defendiam que os movimentos de preços se repetiam e, portanto, as oscilações de preços no passado indicariam o comportamento dos preços no futuro. Do outro lado estava a teoria do passeio aleatório (*theory of random walks*), que pregava que o comportamento passado dos preços não seria capaz de dar nenhuma indicação sobre o seu futuro (FAMA, 1965, p. 34).

Eugene Fama constatou que as evidências empíricas da teoria do passeio aleatório eram mais robustas que as das teorias dos grafistas[9] e arguiu que a teoria do passeio aleatório estaria fundamentada em duas premissas básicas: (i) mudanças de preços sucessivas são independentes entre si; e (ii) as mudanças de preço se conformam a alguma distribuição de probabilidade (FAMA, 1965, p. 35). A independência das variações de preços, segundo as conclusões de Fama, poderia ser resultado da atuação de investidores sofisticados capazes de influenciar a formação do preço de valores mobiliários[10]. A análise empírica da independência das oscilações de preço e da conformação dessas variações a alguma distribuição de probabilidade daria suporte à tese de que, em um mercado eficiente, o preço de ativos seria consistente com o valor intrínseco do ativo em questão (FAMA, 1965, p. 94).

Estes estudos iniciais de Eugene Fama foram reflexo do embate entre as teorias existentes à época, em que se opunham grafistas – que defendiam que as variações de preços se repetiam ao longo do tempo e, portanto, seguiam tendências cíclicas – e teorias fundamentalistas, que defendiam a ideia de que variações de preços estavam relacionadas ao valor intrínseco dos valores mobiliários (DELCEY, 2017, p.4).

Além de Eugene Fama, outro proeminente economista, Paul Samuelson, alinhou-se às teorias fundamentalistas em artigo publicado em 1965, no qual ele buscou demonstrar que preços futuros flutuariam de forma aleatória (SAMUELSON, 1965, p. 41-42). Em seus estudos, Samuelson partiu de premissas similares às do modelo teórico de Eugene Fama, assumindo que: (i) o mercado é competitivo; (ii) os investidores são racionais e buscam maximizar seus lucros; e (iii) todos têm acesso às mesmas informações (DELCEY, 2017, p. 15).

[9] "The main conclusion [of this paper] will be that the data seem to present consistent and strong support for the [random-walk] model. This implies, of course, that chart reading, though perhaps an interesting pastime, is of no real value to the stock market investor" (FAMA, 1965, p. 34).

[10] "We also saw that two factors that could possibly contribute toward establishing independence are (1) the existence of many sophisticated chart readers actively competing with each other to take advantage of any dependencies in series of price changes, and (2) the existence of sophisticated analysts where sophistication implies an ability both to predict better the occurrence of economic and political events which have a bearing on prices and to evaluate the eventual effects of such events on prices" (FAMA, 1965, p. 90).

Embora os modelos de Fama e Samuelson tenham partido de premissas similares, suas conclusões são diferentes: Fama defendeu a hipótese de que, em um mercado eficiente, o preço corrente de um ativo é a melhor indicação de seu valor intrínseco, enquanto Samuelson chegou à conclusão de que o preço corrente é a melhor indicação do preço futuro (DELCEY, 2017, p. 15)[11-12].

Ainda que os trabalhos de Fama e Samuelson tenham seguido caminhos diferentes, eles deram força às teses fundamentalistas de precificação de ativos no mercado de capitais e pavimentaram o caminho para trabalhos subsequentes sobre o funcionamento do mercado de capitais. No modelo teórico de Eugene Fama, no entanto, faltava aprofundar a análise da forma pela qual o mercado permitia o alinhamento entre o valor intrínseco e o preço de um ativo. Seu modelo teórico já sugeria que o funcionamento eficiente do mercado de capitais dependia da competição entre investidores sofisticados, que buscavam maximizar seus lucros, e o acesso comum a informações sobre os ativos transacionados. Era necessário, no entanto, comprovar empiricamente a premissa de que a conjugação da disponibilidade de informações e a competição entre agentes racionais sofisticados em busca da maximização de lucro resultaria no funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários.

A tentativa de confirmação dessas premissas deu origem aos trabalhos de Eugene Fama sobre a hipótese do mercado eficiente, nos quais o economista revisou dados e análises empíricas sobre a relação entre o comportamento de preços de ativos no mercado e a disponibilidade de informações sobre estes ativos.

No primeiro destes trabalhos, Fama estabeleceu o conceito básico que fundamenta a ideia de eficiência do mercado de capitais: em um mercado eficiente, os preços oferecem indicações seguras para a alocação de recursos escassos e os preços dos ativos financeiros refletem todas as informações disponíveis a seu respeito (FAMA, 1969, p. 383).

Para validar a tese de que um mercado eficiente é aquele no qual os preços dos ativos refletem todas as informações disponíveis a seu respeito, Fama abordou três grupos de evidências empíricas distintos. O primeiro grupo reúne os trabalhos que buscaram testar a eficiência do mercado em sua forma fraca (*weak form*), nos quais se analisou a conformação de preços às informações históricas de um ativo. O segundo grupo refere-se ao que Fama

[11] "However, while Fama argues that today's price is the best estimation of the FV, Samuelson's conclusion is less ambitious, arguing only that today's price is the best estimation of the tomorrow's price" (DELCEY, 2017, p. 15).
[12] Samuelson sugeriu que os preços correntes de ativos já incorporariam todas as expectativas sobre contingências futuras, embora isto não impedisse o preço futuro de flutuar aleatoriamente. "The market quotation (T,t) already contains in itself all that can be known about the future and in that sense has discounted future contingencies as much as is humanly possible (or inhumanly possible within the axiom of the model)" (SAMUELSON, 1965, p. 44).

denominou teste da forma semiforte (*semi-strong form*), que reuniu estudos nos quais se observou a reação de preços à divulgação de certas informações, como anúncios de resultados financeiros e operações societárias dos emissores dos ativos. Por fim, no teste da forma forte (*strong form*), Fama revisou estudos que buscaram determinar se grupos restritos de investidores possuíam acesso monopolístico a informações relevantes que não estavam refletidas no preço de um ativo (FAMA, 1969, p. 388).

Ao estabelecer estes três testes distintos, Fama foi capaz de analisar empiricamente a capacidade do mercado de ajustar o preço de ativos às informações disponíveis ao seu respeito em diferentes cenários de dispersão e distribuição informacional. Como resultado de seu trabalho, o economista concluiu que as evidências que dão suporte à hipótese do mercado eficiente são abundantes e as evidências contrárias são esparsas (FAMA, 1969, p. 416), validando, portanto, a sua tese de que, em mercados com funcionamento eficiente, o preço dos ativos transacionados reflete todas as informações disponíveis sobre o ativo em questão.

A hipótese do mercado eficiente foi abordada novamente por Eugene Fama em 1991, em estudo que revisou a literatura dos anos anteriores sobre a hipótese do mercado eficiente e buscou incorporar à análise um modelo de equilíbrio e de precificação de ativos (FAMA, 1991, p. 1575-1576). Neste estudo subsequente, Fama reconheceu que a hipótese do mercado eficiente deveria ser utilizada em conjunto com um modelo de precificação de ativos negociados no mercado, tendo em vista a existência de diferentes cenários de custos informacionais que são encontrados na realidade do mercado de capitais.

Na introdução deste trabalho, Fama deixa claro que a sua hipótese – de que o mercado é eficiente quando o preço dos ativos reflete todas as informações disponíveis a seu respeito – tem força mais teórica do que prática, visto que, na realidade, custos de informação e de transação podem dificultar o funcionamento eficiente do mercado (FAMA, 1991, p. 1575). Em função destes custos, o economista reconhece que a eficiência do mercado em si não pode ser testada isoladamente, pois a capacidade do mercado de incorporar as informações disponíveis sobre um ativo em seu preço de forma adequada só pode ser testada dentro de um modelo de precificação que defina o significado da expressão "forma adequada" (FAMA, 1991, p. 1576). Em outras palavras, seria preciso estabelecer um modelo de precificação e determinar a forma com que a informação deve ser incorporada ao preço dos ativos para determinar se o mercado está agindo de forma eficiente. Esta constatação é importante, pois demonstra que a eficiência do mercado é um conceito maleável. Não há uma eficiência única e absoluta que o mercado deve buscar independentemente das circunstâncias. Ao contrário, as circunstâncias de cada cenário de mercado poderão levar a um conceito de eficiência distinto, pois as formas com que

a informação será produzida, disponibilizada, disseminada, processada e interpretada poderão ser diferentes.

No estudo de 1991, Eugene Fama substituiu os testes das formas fraca, semiforte e forte por, respectivamente, teste de previsibilidade de retorno (*test for return predictability*), estudos de evento (*event studies*) e teste para informação privada (*test for private information*) (FAMA, 1991, p. 1576-1577). Ao revisar a literatura acerca do impacto da informação na precificação de ativos produzida desde seu primeiro artigo sobre a eficiência do mercado, Fama conclui que os estudos de evento fornecem o maior suporte à sua hipótese de que o mercado ajusta o preço de ativos a informações disponíveis a seu respeito, sendo que esta reação é mais rápida no caso de informações específicas sobre o emissor (*e.g.* decisões sobre investimentos, distribuição de dividendos, mudanças na estrutura de capital e alterações de controle) (FAMA, 1991, p. 1607). Com relação ao teste para informação privada, Fama destaca que os estudos sobre a eficiência do mercado sugerem que a quantidade de informação privada no mercado não é tão significativa quanto se pensava (FAMA, 1991, p. 1608). Por fim, com relação ao teste de previsibilidade de retorno, o estudo de Fama indica que previsões de curto de prazo são consistentes com a hipótese do mercado eficiente, enquanto os retornos de longo prazo oferecem maior desafio à teoria em função de variações de retornos esperados (FAMA, 1991, p. 1608-1609).

Em síntese, os estudos de Fama demonstraram empiricamente que o mercado busca ajustar os preços de valores mobiliários às informações disponíveis sobre estes ativos, sendo que esta reação pode ocorrer de diferentes formas dependendo do tipo de informação e de sua dispersão no mercado.

Assim, o conceito de funcionamento do mercado, segundo a hipótese dos mercados eficientes, está intrinsecamente ligado à forma pela qual o mercado incorpora as informações de um ativo financeiro em seu preço. Cumpre, portanto, analisar como ocorre, na prática, a incorporação de informações ao preço de ativos negociados no mercado. Para este fim, será relevante estudar os mecanismos de eficiência do mercado e como eles se relacionam com o conceito de eficiência formulado com base na hipótese do mercado eficiente.

4 A OPERACIONALIZAÇÃO DO FUNCIONAMENTO EFICIENTE: OS MECANISMOS DE EFICIÊNCIA DO MERCADO

Embora a hipótese do mercado eficiente sugira que a formação do preço de ativos financeiros é influenciada pela competição entre investidores sofisticados, conforme os modelos teóricos de Eugene Fama e Paul Samuelson, é preciso reconhecer que o funcionamento

do mercado comporta a participação tanto de investidores informados (e sofisticados) como de investidores não informados, sem que essa assimetria de informação impeça o mercado de funcionar de forma adequada.

Com base na ideia de que o preço em si agrega informação, Grossman e Stiglitz demonstraram empiricamente que investidores desinformados são capazes de tomar decisões racionais com base nas sinalizações proporcionadas pela oscilação do preço de um ativo (GROSSMAN; STIGLITZ, 1976, p. 246-250). Os investidores informados buscariam obter as informações relevantes para a formação do preço, enquanto investidores não informados tomariam suas decisões apenas com base no preço em si, confiando que o preço é justamente uma função das informações disponíveis no mercado (GROSSMAN, 1976, p. 573; GROSSMAN; STIGLITZ, 1976, p. 246)[13].

Assim, ao contrário do que a intuição possa indicar, um mercado eficiente não é perfeitamente simétrico do ponto de vista informacional. Não é apenas natural, mas também necessário, que diferentes investidores tenham diferentes níveis de informação para que o mercado exerça a sua função de alocação de recursos escassos (capital).

A necessidade da existência de investidores informados e desinformados decorre do simples fato de que, para que haja incentivos à busca da informação, é preciso que esta busca ofereça retorno financeiro. Se há perfeita simetria de informação no mercado e o preço dos valores mobiliários reflete todas as informações disponíveis a seu respeito, conforme pressupõe a hipótese do mercado eficiente, então os preços do mercado são perfeitamente arbitrados e não há oportunidades de lucros. A busca da informação (que é inerentemente custosa), nesse contexto, não ofereceria retorno algum. Se não há incentivos para a busca de informações, o mercado nunca poderá alcançar o patamar de perfeita precificação (GROSSMAN, STIGLITZ, 1976, p. 247-248)[14]. Esta constatação demonstra um paradoxo, pois mercados com perfeita simetria de informações eliminaria os incentivos para que os investidores se informem. Portanto, é inevitável aceitar que haverá sempre um grau de assimetria de informações no mercado de valores mobiliários. Em outras palavras, a informação nunca será perfeitamente

[13] "Uninformed traders form their beliefs about a future price from the information of informed traders which they learn from observing current prices" (GROSSMAN, 1976. p. 573).

[14] "If markets are perfectly arbitraged all the time, there are never any profits to be made from the activity of arbitrage. But then, how do arbitragers make money, particularly if there are costs associated with obtaining information about whether markets are perfectly arbitraged? The conventional answer is that, when markets are not arbitraged, there are profits to be made, and so equilibrium must entail perfect arbitrage; the profits accrue in the process of responding to some unspecified disequilibrium. A particular example of this classical conundrum is presented by the efficient market hypothesis, which argues the prices on capital markets reflect all relevant information instantaneously" (GROSSMAN, STIGLITZ, 1976, p. 247-248).

disseminada no mercado, sendo inevitável que alguns agentes tenham mais informações que outros.

Como efeito desta assimetria de informações, pode-se imaginar situações de mercados que são "eficientes demais", impedindo que investidores consigam obter retorno em seus investimentos em informação (GROSSMAN, 1976, p. 573).

Em função da impossibilidade de equilíbrio em mercados de valores mobiliários com perfeita simetria de informações, Grossman e Stiglitz (1980, p. 405) defendem que haverá um certo nível de ineficiência na incorporação de informações disponíveis no preço de ativos, isto é, um certo nível de "ruído" ("*noise*") na transmissão de informações de investidores informados a investidores não informados pelo sistema de preços do mercado, de modo a garantir retorno sobre o custo de obtenção de informações.

Os trabalhos de Grossman e Stiglitz demonstraram que, ao contrário do que uma análise superficial possa sugerir, algum grau de assimetria informacional no mercado é inevitável e necessário, pois permite que o custo de obter e processar informações sobre valores mobiliários seja remunerado, o que seria impossível em um ambiente informacional totalmente simétrico e com preços perfeitamente arbitrados. Por outro lado, a depender do nível de insuficiência de informações, as trocas no mercado serão desencorajadas, pois os preços não transmitirão qualquer informação útil sobre o ativo negociado.

Como conciliar, portanto, a hipótese do mercado de capitais eficientes e a impossibilidade de mercados perfeitamente simétricos do ponto de vista informacional? A conciliação destas duas constatações aparentemente conflitantes ajuda a conferir contornos mais exatos ao conceito de eficiência no mercado. Esta tarefa foi assumida pelos juristas norte-americanos Ronald J. Gilson e Reinier H. Kraakman, que analisaram os mecanismos de eficiência do mercado.

Em seu estudo, Gilson e Kraakman (1984, p. 549-550) partiram da premissa de que o estudo da eficiência do mercado deveria se pautar na hipótese do mercado de capitais eficiente, utilizada em qualquer discussão sobre regulação e quadro legal dos valores mobiliários. Os autores iniciam a sua análise com três constatações importantes: (i) a hipótese do mercado de capitais eficiente é válida ainda que se assuma a existência de custos informacionais; (ii) dentro do modelo teórico da hipótese do mercado de capitais eficiente, a eficiência é uma função da velocidade com que informações disponíveis são incorporadas no preço de um ativo (quanto mais rápido o mercado ajustar o preço dos ativos negociados às novas informações, mais eficiente ele é); e (iii) a hipótese do mercado eficiente carece de explicação acerca do vínculo entre o equilíbrio de preços existente de fato e o equilíbrio de preço em um mercado totalmente

informado, cuja equivalência definiria o mercado eficiente (GILSON; KRAAKMAN, 1984, p. 552-565).

Em outras palavras, partindo-se do pressuposto de que custos informacionais existem e o mercado eficiente reagirá a novas informações apesar destes custos, deve haver processos de negociação responsáveis por ajustar os preços para novos patamares de equilíbrio (GILSON; KRAAKMAN, 1984, p. 565). Assim, se o mercado eficiente é aquele que ajusta os preços de valores mobiliários a novas informações disponíveis a seu respeito, muito embora esse ajuste seja custoso, é necessário entender quais os mecanismos pelos quais essa eficiência se opera na prática.

O primeiro passo desta análise é levar em conta as várias formas pelas quais as informações são disponibilizadas ao mercado, como por exemplo a distribuição inicial de informações nas quais todos os agentes têm acesso aos mesmos dados ou a distribuição inicial que confere acesso a informações a apenas alguns investidores. Em seguida, é necessário entender como o mercado reage de formas diferentes a conjuntos de informações distintos, algo já previsto nos testes propostos por Eugene Fama (testes da forma fraca, semiforte e forte do mercado eficiente) (GILSON; KRAAKMAN, 1984, p. 565-566).

Gilson e Kraakman (1984, p. 566-567) apontam quatro formas de mecanismos presentes no mercado que foram identificados na literatura da economia financeira: (i) negociação universalmente informada ("*universally informed trading*"); (ii) negociação profissionalmente informada ("*professionally informed trading*"); (iii) negociação derivadamente informada ("*derivatively informed trading*"); e (iv) negociação não informada ("*uninformed trading*"). Todas estas quatro formas de processamento de informações no mercado estão presentes concomitantemente, mas cada uma funciona de forma independente para influenciar o preço dos ativos. A dispersão da informação no mercado determinará qual mecanismo irá processá-la e a velocidade com que o preço do valor mobiliário a incorporará.

A negociação universalmente informada é aquela que ocorre quando os investidores têm acesso às mesmas informações de forma pouco custosa e simultânea. Neste cenário, o preço dos valores mobiliários refletirá todas as informações divulgadas a seu respeito de forma rápida e dinâmica, reduzindo oportunidades para arbitragem (GILSON; KRAAKMAN, 1984, p. 568-569).

No caso da negociação profissionalmente informada, o mercado vale-se da atuação de participantes e intermediários para incorporar no preço dos valores mobiliários as novas informações divulgadas (ainda que de forma restrita) a seu respeito (GILSON; KRAAKMAN, 1984, p. 569).

No caso de negociações derivadamente informada, a informação é disponibilizada para um grupo tão restrito de agentes, como administradores e outros *insiders*, ou mesmo especialistas que obtêm a informação de forma independente, que o mercado não é capaz de alcançar o equilíbrio nos preços de valores mobiliários de forma eficiente (GILSON; KRAAKMAN, 1984, p. 572). No entanto, à medida que as negociações ocorrem, agentes não informados notarão as mudanças nos preços negociados e deduzirão a existência de informações não públicas a partir destas variações. Dependendo do conjunto de informações e conhecimento que o investidor não informado possuir, ele poderá ser capaz de, por meio da decodificação de preço, inferir o conteúdo da informação ainda não divulgada (GILSON; KRAAKMAN, 1984, p. 573-576).

A negociação não informada, por fim, denota o mecanismo do mercado de incorporação, no preço dos valores mobiliários, do conjunto de previsões e estimativas feitas pelos diversos participantes do mercado. Neste sentido, o mercado é capaz de refletir no preço dos ativos informações sobre as quais os investidores não têm pleno conhecimento, podendo apenas tentar prever e projetar o seu conteúdo. Segundo Gilson e Kraakman (1984, p. 580-581), ainda que cada investidor tenha o seu próprio viés e falhas na formulação de projeções, os vieses e falhas de cada um servirá para ponderar os desvios causados, gerando uma única e mais bem informada estimativa agregada.

No contexto do mercado de capitais, no qual o acesso à informação é aspecto vital para a correta precificação de ativos e, consequentemente, adequada alocação de recursos, o custo da informação é uma variável relevante. Em outras palavras, a eficiência será uma função do custo da informação no mercado. Gilson e Kraakman (1984, p. 593-594) afirmam que os custos da informação podem ser divididos em custos de aquisição, processamento e verificação. Os custos de aquisição referem-se tanto ao custo de produzir a informação, como ao custo de adquiri-la do agente que a produziu. O custo de processamento, por sua vez, refere-se à necessidade de analisar e interpretar a informação, o que requer habilidades e conhecimentos técnicos específicos. A verificação, por sua vez, está relacionada à atividade de determinar a qualidade da informação.

A distribuição inicial da informação determinará o seu custo no mercado. O originador da informação pode dificultar o acesso de terceiros a ela ou simplesmente não se esforçar em distribuí-la, cabendo ao mercado reduzir o custo informacional nas etapas subsequentes da sua aquisição derivada, processamento, interpretação e verificação. A própria existência de intermediários que atuam na aquisição, processamento, interpretação e verificação de informações demonstra que há ganhos que podem ser captados nestas atividades, gerando

eficiência na redução do custo informacional do mercado (GILSON; KRAAKMAN, 1984, p. 598-600).

Após constatarem que a distribuição inicial da informação determina o seu custo, Gilson e Kraakman (1984, p. 609) traçam um paralelo entre os custos informacionais do mercado, nas etapas de aquisição, processamento e verificação, e as categorias de eficiência do mercado formuladas por Eugene Fama em seus estudos sobre a hipótese do mercado eficiente. Os autores chegam à conclusão de que a eficiência do mercado é uma função do seu custo informacional (GILSON; KRAAKMAN, 1984, p. 598-609). Assim: (i) na forma forte (ou teste para informação privada), o preço dos ativos reflete as informações privadamente detidas sobre eles e o custo informacional é alto, o que demonstra que, não obstante os esforços do originador das informações para que elas não fossem disseminadas, o mercado foi capaz de obtê-las, interpretá-las e verificá-las; (ii) na forma semiforte (ou estudos de evento), o maior nível de cooperação dos originadores das informações reduz o custo informacional do mercado, mas ainda é necessária a atuação de terceiros com reputação para processar e verificar os dados; e (iii) na forma fraca (ou teste de previsibilidade de retorno), os custos informacionais são baixos e isso se reflete na eficiência do mercado, que facilmente consegue incorporar as informações de baixo custo no preço dos ativos (GILSON; KRAAKMAN, 1984, p. 607-609).

Gilson e Kraakman (1984, p. 610) dão um passo a mais em sua análise e sugerem uma terceira correlação, comparando as categorias de eficiência do mercado sugeridas por Eugene Fama, as hipóteses de custos nas etapas de originação, processamento e verificação das informações e os mecanismos do mercado para negociação de valores mobiliários em diferentes cenários informacionais. Esta correlação releva que a distribuição de uma informação é determinada pelo seu custo, visto que informações menos custosas são disseminadas de forma mais ampla. Assim, a eficiência do mercado de valores mobiliários como um todo seria determinada pela distribuição inicial das informações entre os investidores, enquanto que, com relação a cada informação em particular, a eficiência seria determinada pelo custo da informação em questão. O fator em comum seria, portanto, o custo da informação (GILSON, KRAAKMAN, p. 610).

Gilson e Kraakman (1984, p. 612-613) concluem, portanto, que o custo da informação é determinante para a eficiência do mercado por que ele define não só a extensão da disponibilidade desta informação no mercado como também a extensão da sua distribuição inicial entre os investidores, o que por sua vez determina o mecanismo pelo qual o mercado irá operar.

Em 2003, Gilson e Kraakman revisitaram os seus estudos sobre os mecanismos de eficiência do mercado, testando suas conclusões à luz dos trabalhos desenvolvidos na área de finanças comportamentais desde a década de 1980. De forma resumida, os autores concluem que sua tese é compatível com os estudos e evidências empíricas desenvolvidas desde a publicação de seu artigo, o que, para eles, confirma sua validade teórica (GILSON; KRAAKMAN, 2003, p. 34-35). Por outro lado, os autores admitem que seu estudo subestimou a complexidade e os custos de agência internos aos quais os agentes de mercado – especialmente intermediários – estão sujeitos e que criam incentivos a comportamentos incompatíveis com o funcionamento eficiente do mercado (GILSON; KRAAKMAN, 2003, p. 35-37). Portanto, a tese de Gilson e Kraakman sobre os mecanismos de eficiência do mercado continuam a ter validade teórica, embora sua aplicação deva levar em consideração os custos internos aos quais os agentes de mercado estão sujeitos. As normas regulatórias e o ambiente institucional devem assegurar que estes custos sejam reduzidos, de modo a eliminar obstáculos ao funcionamento eficiente do mercado.

5 CONSEQUÊNCIAS PARA A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Como visto nos capítulos anteriores, Eugene Fama comprovou empiricamente a hipótese do mercado eficiente, segundo a qual, em um mercado eficiente, o preço de um valor mobiliário reflete todas as informações disponíveis a seu respeito. Grossman e Stiglitz, por sua vez, demonstraram que é impossível que um mercado seja perfeitamente simétrico do ponto de vista informacional, o que contesta a premissa de que os preços de valores mobiliários possam refletir plenamente o seu valor intrínseco. Em vista desta e de outras contestações à hipótese do mercado eficiente (não abordadas neste estudo em função da limitação temática), Eugene Fama revisou o seu estudo sobre a hipótese do mercado eficiente, defendendo o seu uso em conjunto com um modelo de equilíbrio e precificação capaz de determinar a forma adequada de incorporação de informações ao preço de um valor mobiliário.

O esforço para explicar qual seria a forma adequada de incorporação das informações ao preço de valores mobiliários negociados publicamente foi empreendido pelos juristas Gilson e Kraakman, que analisaram os mecanismos de eficiência do mercado, isto é, as formas de originação, processamento e verificação de informações disponibilizadas a investidores. Os autores concluíram, em síntese, que a eficiência do mercado está relacionada ao custo da informação, que por sua vez é determinado pela distribuição inicial da informação no mercado. Quanto menor o acesso à informação em sua distribuição inicial, maior será o custo de sua

obtenção, processamento e verificação. Em trabalho subsequente, Gilson e Kraakman apontaram que complexidades e custos de agência internos dos participantes do mercado podem influenciar o seu funcionamento eficiente.

Com base nestes trabalhos, é possível afirmar que o funcionamento eficiente do mercado está relacionado com os seguintes fatores: (i) a distribuição inicial das informações; (ii) a facilidade do fluxo das informações entre os agentes responsáveis pelo seu processamento e verificação; (iii) os custos de agência internos e incentivos econômicos dos participantes do mercado; e (iv) a qualidade das informações e a reputação dos agentes responsáveis por verificá-las (*e.g.* analistas ou agências de *rating*) ou punir aqueles que divulgam informações incorretas (*e.g.* ente regulador e Poder Judiciário). Estes fatores determinarão o custo da informação e a velocidade da reação dos preços a novas informações disponíveis sobre o valor mobiliário. Quanto mais rápido os preços reagirem a novas informações, e contanto que as informações sejam de qualidade suficiente para que a reação seja proporcional ao impacto esperado no valor intrínseco do ativo, mais eficiente será o mercado na sua função de alocação de recursos escassos.

Assim, propõe-se que o termo "funcionamento eficiente" do mercado de valores mobiliários seja entendido como a capacidade do mercado de fazer com que informações disponíveis sobre um ativo sejam incorporadas em seu preço ao menor custo possível, de modo que o preço do valor mobiliário negociado no mercado seja consistente com o seu valor intrínseco.

Do ponto de vista do quadro normativo, a regulação permitirá que o mercado seja eficiente se (a) a distribuição inicial das informações entre investidores for ampla e suficiente, (b) a regulação estabelecer padrões de conduta rígidos aplicáveis ao processamento e verificação de informações por agentes e intermediários do mercado de valores mobiliários, (c) houver concorrência na busca e processamento de informações e (d) houver mecanismos de punição capazes de dissuadir desvios e atos ilícitos na produção, processamento e verificação de informações, tudo isso a permitir que o custo da informação seja o mais baixo possível, as informações disponíveis sobre um valor mobiliário sejam rapidamente incorporadas ao seu preço e, consequentemente, o preço de um valor mobiliário seja consistente com o seu valor intrínseco.

Como consequência da definição acima proposta, sugere-se que a regulação do mercado de capitais tenha os seguintes focos: (i) seleção de um leque de informações a serem distribuídas inicialmente pelos emissores de valores mobiliários que não seja insuficiente a ponto de gerar sérias assimetrias informacionais, mas que não seja excessivo a ponto de

confundir os investidores, criar custos desnecessários nas etapas de verificação e processamento da informação e, assim, criar obstáculos à busca do equilíbrio pelo mercado; (ii) estabelecimento e aplicação de padrões rígidos de conduta e diligência a agentes e intermediários do mercado, em especial os "*gatekeepers*" que lidam diretamente com originação, verificação e processamento de informações, como as instituições financeiras intermediárias de emissões de valores mobiliários (*underwriters*), auditores independentes e consultores e analistas de valores mobiliários; e (iii) busca da punição ótima de desvios e atos ilícitos na produção, processamento e verificação de informações divulgadas ao mercado por emissores de valores mobiliários, assim como da não divulgação de informações relevantes.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou conceituar o termo "funcionamento eficiente do mercado", elencado pela Lei nº 6.385/1976 (artigo 4º, II e III) como um dos objetivos do quadro normativo do mercado de valores mobiliários. A análise empreendida levou em consideração os pressupostos da hipótese do mercado eficiente e as conclusões de trabalhos subsequentes que buscaram desenvolvê-los.

Neste sentido, verificou-se que: (i) segundo a hipótese do mercado eficiente, a eficiência ocorre quando os preços dos ativos negociados no mercado refletem todas as informações disponíveis a seu respeito, causando um alinhamento entre o preço de negociação e o valor intrínseco dos valores mobiliários; (ii) mercados perfeitamente simétricos do ponto de vista informacional são impossíveis, sendo inevitável e necessário que haja certo nível de assimetria de informações e possibilidade de ganhos com arbitragem de preços, de modo a remunerar o custo informacional; (iii) o mercado dispõe de mecanismos de aquisição, verificação e processamento de informações, que buscam reduzir o custo informacional do mercado; e (iv) quanto menor o custo da informação, maior é a eficiência.

Com base nestas constatações, este trabalho recomendou que a regulação do mercado de valores mobiliários deve ter como foco: (i) estabelecer um leque de informações a serem distribuídas inicialmente pelos emissores de valores mobiliários que não seja insuficiente a ponto de gerar sérias assimetrias informacionais, mas que não seja excessivo a ponto de aumentar o custo da informação, especialmente quanto à sua verificação e processamento; (ii) impor padrões rígidos de conduta e diligência a agentes e intermediários do mercado que lidam diretamente com informações; e (iii) buscar a punição ótima de desvios e atos ilícitos na produção, processamento e verificação de informações divulgadas ao mercado por emissores de valores mobiliários, assim como da não divulgação de informações relevantes.

REFERÊNCIAS

BLACK, Bernard S. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. **UCLA Law Review**, Los Angeles, vol. 48, p. 781-855, 2001.

BRASIL. **Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>. Acesso em 26 de março de 2019.

COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES. **Introdução ao mercado de ações**. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1983.

CORDONIZ, Gabriela et al. **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

DELCEY, Thomas. **Efficient Market Hypothesis, Eugene Fama and Paul Samuelson: A reevaluation**. Disponível em <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01618347v1/document>. Acesso em 03 de fevereiro de 2019.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, Nova Iorque, vol. 25, p. 383-417, 1969.

_____. Efficient capital markets: II. **Journal of Finance**, Nova Iorque, vol. 46, p. 1575-1617, 1991.

_____. The Behavior of Stock-Market Prices. **The Journal of Business**, Chicago, vol. 38, p. 34-105, 1965.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. **Virginia Law Review**, Charlottesville, vol. 70, p. 549-644, 1984.

_____; _____. **The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias**. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=462786>. Acesso em 14 de abril de 2019.

GROSSMAN, Sanford; STIGLITZ, Joseph E. Information and Competitive Price Systems. **The American Economic Review**, Pittsburgh, vol. 66, p. 246-253, 1976.

_____; _____. On the impossibility of informationally efficient markets. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v. 70, p. 393-408, 1980.

_____. On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information. **The Journal of Finance**, Nova Iorque, vol. 31, p. 573-585, 1976.

HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers**. São Paulo: Almedina, 2014.

HAYEK, Friedrich A. The Use of Knowledge in Society. **The American Economic Review**, Pittsburgh, vol. 35, p. 519-530, 1945.

NUSDEO, Fábio. **Curso de economia: introdução ao direito econômico**. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2000.

SAMUELSON, Paul A. **Introdução à análise econômica**. 5. ed. Rio de Janeiro: Livraria Editora Agir. 1963.

_____. Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly, **Industrial Management Review**, Cambridge, vol. 6, p. 41-49, 1965.