

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

Felipe Guerra Acosta

**O Dano aos Investidores em Casos de Fraude ao Mercado de  
Capitais:**

Uma Análise da Jurisprudência Brasileira à luz da Teoria dos  
Mercados Eficientes

SÃO PAULO - SP

2016

Felipe Guerra Acosta

**O Dano aos Investidores em Casos de Fraude ao Mercado de Capitais:**

Uma Análise da Jurisprudência Brasileira à luz da Teoria dos Mercados Eficientes

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado como requisito para  
obtenção do título de bacharel em  
Direito pela Escola de Direito da  
Fundação Getúlio Vargas – FGV-  
EDESP.

Orientador: Viviane Muller Prado

SÃO PAULO - SP

2016

ACOSTA, Felipe Guerra.

O Dano aos Investidores em Casos de Fraude ao Mercado de Capitais: Uma Análise da Jurisprudência Brasileira à Luz da Teoria dos Mercados Eficientes / Felipe Guerra Acosta – 2016 40f.

Orientador: Viviane Muller Prado.

Monografia (bacharel) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

1. Teoria dos Mercados Eficientes. 2. Mercado de Capitais. 3. Valores Mobiliários. 4. Investidores. 5. Dano. 6. Indenização I. Prado, Muller, Viviane. II. Monografia (bacharel) – Escola de Direito de São Paulo. III. O Dano aos Investidores em Casos de Fraude ao Mercado de Capitais: Uma Análise da Jurisprudência Brasileira à Luz da Teoria dos Mercados Eficientes.

Felipe Guerra Acosta

**O Dano aos Investidores em Casos De Fraude ao Mercado de Capitais:**

Uma Análise da Jurisprudência Brasileira à luz da Teoria dos Mercados Eficientes

Monografia apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a conclusão do Curso de Graduação.

Campo de Conhecimento:  
Direito do Mercado de Capitais

**Data:** 30/11/2016

**Banca Examinadora:**

Prof. Viviane Muller  
Prado

---

---

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço em primeiro lugar a minha família, sempre presentes nos momentos de dificuldade e dúvida, essenciais para não só tornar possível a realização deste trabalho, como também colaborar com meu desenvolvimento até aqui, sendo responsáveis também, por mais esta etapa da minha vida.

Aos professores da Direito GV (SP) agradeço pela dedicação incondicional e pela competência, na busca por transmitir conhecimento e experiências, a fim de nos transformar em bons indivíduos, profissionais e cidadãos. Gostaria de reconhecer a relevante e essencial contribuição que tiveram para o meu desenvolvimento pessoal e profissional durante estes anos.

Agradeço a minha orientadora Viviane Muller Prado que me conduziu durante a elaboração deste trabalho, com a precisão e a pertinência que lhe são características, realizando-o com afinco.

Por fim, agradeço a todos aqueles que confiaram em mim durante minha jornada acadêmica, e que compartilharam também, de minhas decepções e conquistas.

## **O Dano aos Investidores em Casos De Fraude ao Mercado de Capitais:**

Uma Análise da Jurisprudência Brasileira á luz da Teoria dos Mercados Eficientes

### **Resumo**

A partir dos casos analisados no âmbito deste trabalho envolvendo pedidos de indenização por danos causados aos investidores decorrentes de fraudes ao mercado de capitais, ligadas a falhas informacionais, podemos inferir que o Poder Judiciário brasileiro não se revela como uma instituição constantemente procurada por investidores, tanto individualmente, quanto coletivamente, para solucionar controvérsias desse gênero. Ademais, de forma geral, o conteúdo das decisões tende a indicar pela não indenização dos investidores devido ao não reconhecimento do dano ou da responsabilidade das Companhias, de seus administradores ou controladores.

O correto entendimento da Teoria dos Mercados Eficientes<sup>1</sup> pelo meio jurídico, e por sua vez, a sua utilização no âmbito da argumentação jurídica por parte dos investidores nestes casos, tende a favorecer e facilitar a caracterização e o reconhecimento do dano aos investidores em casos envolvendo fraude ao mercado de capitais decorrentes de falha informacional. Consequentemente a adoção dessa teoria econômico-financeira no contexto desses casos pode contribuir de maneira decisiva para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro no longo prazo.

**Palavras-chave:** Teoria dos Mercados Eficientes; Mercado de Capitais; Valores Mobiliários; Investidores; Dano; Indenização;

---

<sup>1</sup> A Teoria dos Mercados Eficientes, inicialmente desenvolvida pelo prêmio Nobel Eugene Fama (2013)<sup>1</sup>, possui como hipótese principal o fato de que o mercado de valores mobiliários funciona de maneira eficiente, devido à competição entre os diversos agentes racionais participantes do mercado, isto é, o preço de qualquer ativo mobiliário, em qualquer momento do tempo, reflete toda a informação disponível sobre ele, sendo considerado, portanto, a melhor estimativa de seu valor intrínseco.

<sup>1</sup>FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. American Finance Association. 28th Annual Meeting. New York. Journal of Finance. Vol. 25. (1970)

## **Abstract**

Based on the cases analyzed during this work involving damages claims due to frauds on market theory, we can infer that the Brazilian Judiciary does not reveal itself as an institution constantly sought by investors, both individually, and collectively, to resolve controversies of this kind. In addition, in general, the content of the decisions tend to indicate the non-indemnification of the investors due to the non-recognition of the damage or responsibility of the Companies, their administrators or shareholders.

The correct understanding of the Efficient Markets Theory by the legal community, and its use in the context of the legal argumentation in compensation claims, tends to favor and facilitate the characterization and recognition of the damages to investors in cases involving fraud in the financial markets due to informational failure. Consequently, the adoption of this economic theory by the legal world in the context of these cases can contribute decisively to the improvement and development of the Brazilian financial market over time.

**Key Words:** Efficient Markets Theory; Financial Markets; Securities; Investors; Damages; Compensation;

## Sumário

<b>1</b>	<b>Introdução.....</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>O Funcionamento do Mercado de Valores Mobiliários e a Teoria dos Mercados Eficientes (<i>Efficient Markets Theory</i>).....</b>	<b>12</b>
2.1	A Variação dos Preços dos Ativos Mobiliários e a Hipótese do “ <i>Random Walk</i> ” ....	12
2.2	A Teoria dos Mercados Eficientes – <i>Efficient Markets Theory</i> .....	17
<b>3</b>	<b>A Regulação da Informação: O Regime Informacional e o Regime de Responsabilidade por Falha Informacional e a sua Relação com a Teoria dos Mercados Eficientes.....</b>	<b>22</b>
3.1	O Regime Informacional e a Teoria dos Mercados Eficientes.....	22
3.2	O Regime de Responsabilidade por Falha Informacional.....	27
<b>4</b>	<b>Uma Análise da Jurisprudência Brasileira: Os Casos de Fraude ao Mercado de Capitais.....</b>	<b>29</b>
4.1	O Caso do Banco Panamericano: Fraude Contábil.....	30
4.2	Caso OGX: Falhas Informacionais.....	35
<b>5</b>	<b>Conclusão .....</b>	<b>39</b>
<b>6</b>	<b>Referências bibliográficas .....</b>	<b>40</b>



# 1 Introdução

The Stock Market is a wonderfully efficient mechanism for transferring wealth from the impatient to the patient – Warren Buffet

O presente trabalho se propõe a discutir a caracterização do dano aos investidores relacionado a casos de fraude ao mercado de capitais decorrentes de falhas informacionais. A análise construída a seguir foi feita à luz do arcabouço teórico elaborado a partir da Teoria dos Mercados Eficientes (1970), desenvolvida principalmente por Eugene Fama, professor da Universidade de Chicago, e relacionado à própria lógica de funcionamento dos mercados de valores mobiliários, vista partir da esfera de conhecimento das Finanças Corporativas.

Além disso, foram exploradas as determinações estabelecidas pelo regime jurídico informacional existente no Brasil, dadas principalmente tanto pela Lei das S.A.<sup>2</sup>, quanto pela Lei do Mercado de Capitais<sup>3</sup> e pelas Instruções Normativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>4</sup>, aos quais estão sujeitos todos os agentes participantes do mercado de valores mobiliários.

Por fim, para que se pudesse ter uma visão mais clara e aplicada do problema da caracterização do dano aos investidores em casos de fraude ao mercado de capitais por falhas informacionais, por parte do Poder Judiciário, foram selecionados e analisados alguns casos considerados mais relevantes para o escopo deste trabalho<sup>5</sup>.

Com base nos casos buscou-se identificar (i) se e como a Teoria dos Mercados Eficientes é aplicada pelo Poder Judiciário brasileiro, (ii) qual o entendimento que o sistema jurídico brasileiro possui a respeito da teoria e da lógica de funcionamento do mercado de valores mobiliários, além de (iii) qual a relevância que a teoria possui no processo de caracterização e identificação do dano aos investidores. De maneira geral buscou-se, portanto, identificar qual a importância dessa teoria para o meio jurídico e qual a contribuição que ela pode dar no sentido de promover um melhor entendimento por parte dos juristas acerca da

<sup>2</sup>BRASIL. Lei 6.404/1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)

<sup>3</sup>BRASIL. Lei 6.385/1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm)

<sup>4</sup>Instrução CVM 358/2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>; Instrução CVM 400/2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst400.html>; Instrução CVM 480/2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>

<sup>5</sup> Os casos analisados foram: Banco Panamericano (TJSP, 2º Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.8.26.0100, Rel. Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015.); ABN/Banco Real (TJSP, 5ª Câmara de Direito Privado, Apelação Cível 9247433-87.2005.8.26.000, Rel. Christine Santini, j. 23.11.2011; Embargos Infringentes 9247433-87.2005.8.26.0000/50002, Rel. Moreira Viegas, j. 28.08.2013.); Cobrasma (TJSP, 1ª Câmara de Direito Privado, Apelação Cível 94/431-4/4, Rel. Des. Elliot Akel, j. 30.05.2000.); OGX (Decisão da 7ª Vara Empresarial da Justiça Estadual do Rio de Janeiro, Processo 0085670-76.2015.8.19.0001 (2015.8.19.0001), Sentença 15.05.2016, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana.); Arapuã (Ação Civil Pública 0015278-16.2004.403.6100 e Processo Administrativo sancionado da CVM: PAS 31/00.); LAEP (5ª Vara Cível da Justiça Federal de São Paulo, Ação Civil Pública 005926-19.2013.403.6100. Ressalta-se que o processo tramita em segredo de justiça.

lógica de funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Ao utilizarmos a Teoria dos Mercados Eficientes para melhor se compreender o funcionamento do mercado de valores mobiliários, devemos destacar certas premissas que necessariamente a acompanham, entre elas as de caráter mais geral, isto é, a de que todos os agentes participantes de mercado agem de maneira racional em busca do lucro<sup>6</sup>, a de que a competição entre eles é elemento inerente e necessário para a eficiência de mercado. Além das mais específicas, ligadas à própria Teoria dos Mercados Eficientes, e vistas em mais detalhe ao longo deste trabalho, isto é, as de que (i) não existem custos de transação no processo de compra e venda de valores mobiliários, (ii) toda informação disponível, está disponível sem nenhum custo e de maneira equitativa para todos os participantes de mercado e (iii) todos os participantes de mercado agem de maneira racional concordando com as implicações das informações correntemente disponíveis para o preço atual dos valores mobiliários, assim como, com a distribuição de preços futuros de cada ativo.

---

<sup>6</sup> Como corrente de pensamento discordante, existem economistas ao exemplo de Robert J. Shiller, ganhador do prêmio Nobel de Economia em 2013 e um dos responsáveis pelo desenvolvimento da Teoria das Finanças Comportamentais, *Behavioral Finance Theory*, do campo da psicologia econômica, que entendem que os agentes de mercado não necessariamente agem de maneira racional na condução de seus negócios, isto é, criticam a hipótese da racionalidade ilimitada, justificando-se por meio dos momentos de grande irracionalidade nos mercados, ao exemplo das bolhas especulativas que resultam em graves crises econômicas e financeiras. Esta corrente de pensamento critica a figura do *homo economicus*, isto é, o indivíduo racional que busca a maximização de sua utilidade, possui preferências estáveis, processa as informações de maneira ótima, entre outras características. Assim, a Teoria das Finanças Comportamentais visa desconstruir a lógica da eficiência de mercado defendida pela *Efficient Markets Theory*, desenvolvida principalmente por Eugene Fama.

Por outro lado, o entendimento aqui construído é o de que a Teoria das Finanças Comportamentais não é capaz de anular completamente a Teoria dos Mercados Eficientes, mas sim de relativizá-la, isto é, os mercados não seriam perfeitamente eficientes, tampouco completamente ineficientes. O nível ou grau de eficiência informacional tenderia a variar no espaço e no tempo, bem como de acordo com cada tipo de mercado, entretanto, à longo prazo a racionalidade e a eficiência de mercado tenderiam a prevalecer, ainda que interrompidas por alguns períodos de irracionalidade econômica.



## 2 O Funcionamento do Mercado de Valores Mobiliários e a Teoria dos Mercados Eficientes (*Efficient Markets Theory*)

### 2.1 A Variação dos Preços dos Ativos Mobiliários e a Hipótese do *Random Walk*

Um dos primeiros trabalhos a ter voltado a sua preocupação para análise do comportamento mercadológico dos preços dos ativos mobiliários foi o escrito pelo britânico *Sir M. G. Kendall* em *The Analysis of Economic Time Series (1953)*<sup>7</sup>, enquanto professor do departamento de estatística da *London School of Economics*. Em sua produção acadêmica, *Kendall* buscava encontrar um padrão sistemático de movimentação dos preços dos ativos mobiliários no mercado.

Por meio da análise estatística de series temporais de preços de valores mobiliários, do mercado inglês, e de commodities, como trigo e algodão, no mercado americano, observadas em períodos temporais relativamente curtos e sucessivos, constatou que as variações marginais dos preços observavam um padrão muito menos sistemático do que até então se acreditava. Isto é, a mudança no valor do preço do valor mobiliário no período sucessivo era praticamente independente da mudança no valor do preço no período imediatamente anterior. Neste sentido, seria impossível tanto prever o preço futuro com base na variação do preço passado, quanto defender a existência de qualquer padrão sistemático ou cíclico na variação dos preços das series temporais.

Outro ponto, também relevante, observado pelo autor foi o de que as series temporais apresentavam uma baixa correlação dentro delas, ou seja, entre os dados que as compunham, e também entre elas como um conjunto de dados, indicando mais uma vez a ausência de um padrão sistemático de comportamento dos preços.

*Kendall* irá concluir, então, que os dados se comportavam praticamente a partir de uma lógica de aleatoriedade, ou no termo utilizado por ele, *wandering series*, na tradução literal, “series errantes”. Os resultados de suas análises irão causar certo desconforto nos economistas de sua época, o que resultará em um maior debate e mais pesquisas ligadas aos preços dos ativos e ao funcionamento do mercado de valores mobiliários, levando posteriormente ao desenvolvimento da *Random Walk Hypothesis* e da *Efficient Market Hypothesis*, que também serão analisadas a seguir neste trabalho.

Posteriormente aos primeiros estudos, por meio da análise de series temporais, relacionadas ao comportamento da variação dos preços dos ativos no mercado de valores mobiliários, o prêmio Nobel e economista americano Eugene Fama desenvolveu a *Random*

---

<sup>7</sup> KENDALL, Maurice. The Analysis of Economic Time Series. Journal of the Royal Statistical Society. Series A. (1953)

*Walk Hypothesis*<sup>8</sup>, ou na tradução livre, “Hipótese do Caminho Aleatório”, enquanto professor da escola de negócios da Universidade de Chicago.

A teoria do caminho aleatório ou *Random Walk Theory* parte da hipótese, que será discutida com profundidade adiante neste trabalho, de que o mercado de valores mobiliários funciona de maneira eficiente, isto é, o preço de qualquer ativo mobiliário, em qualquer momento do tempo, refletiria toda a informação disponível sobre ele, sendo considerado, portanto, a melhor estimativa de seu valor intrínseco, assim conforme afirma o autor, “em qualquer momento do tempo o preço atual de um valor mobiliário é a melhor, ou a mais adequada estimativa de seu valor intrínseco”<sup>9</sup>.

O valor intrínseco de um ativo mobiliário seria aquele que correspondesse ou refletisse o potencial ou a capacidade de geração de lucros daquela empresa ou negócio relacionado a aquele valor mobiliário no longo prazo, a partir de uma abordagem fundamentalista. A análise fundamentalista, de maneira geral, entende que o potencial ou a capacidade de geração de lucros de uma empresa ou negócio depende, por sua vez, de fatores fundamentais, como por exemplo, a qualidade das métricas financeiras, a qualidade da gestão, as perspectivas para o setor em que o negócio está inserido, as perspectivas para a economia, entre outros fatores.<sup>4</sup>

Como já ressaltado, em um mercado eficiente, a competição entre os diversos agentes racionais, levaria a uma situação em que em qualquer momento do tempo, os preços dos ativos mobiliários individuais refletiriam os efeitos de toda a informação disponível para os agentes, baseada tanto em eventos passados quanto em eventos os quais o mercado espera que venham a ocorrer no futuro. Assim, a hipótese do caminho aleatório consiste no fato de que neste mercado, o comportamento dos agentes racionais que buscam prever o valor de mercado desses ativos e ao mesmo tempo competem pelo lucro entre si, faria com que o preço atual dos valores mobiliários variasse de maneira aleatória em torno de seu valor intrínseco.

Por outro lado, o valor intrínseco de um ativo mobiliário não pode ser definido de maneira exata, uma vez que, em geral, não existe um consenso entre os diversos participantes de mercado quanto ao valor de um ativo mobiliário específico. Esta discordância entre os agentes quanto à exatidão do valor intrínseco de um ativo mobiliário, em conjunto com a competição existente entre eles, em um mercado eficiente, é o que faria com que os preços atuais ou de mercado, variem de maneira aleatória em torno do valor intrínseco do respectivo ativo mobiliário, desta maneira, os preços de mercado se tornam a melhor estimativa do valor intrínseco daquele ativo mobiliário.<sup>10</sup>

Os valores intrínsecos dos ativos mobiliários podem mudar ao longo do tempo devido a

<sup>8</sup> FAMA, Eugene. Random Walks in Stock Market Prices. Graduate School Of Business, University of Chicago. Journal of Business (1965).

<sup>9</sup> FAMA, Eugene. Random Walks in Stock Market Prices. Graduate School Of Business, University of Chicago. Journal of Business (1965). p. 4. No original: “at any point in time the actual price of a security will be a good estimate of its intrinsic value”

<sup>10</sup> FAMA, Eugene. Random Walks in Stock Market Prices. Graduate School Of Business, University of Chicago. Journal of Business (1965). p. 4.

novas informações de mercado que possam afetar fatores que regulam as perspectivas futuras daquele negócio ou empresa. Segundo Eugene Fama, “Em um Mercado Eficiente, na media, a competição entre os diversos agentes de mercado fará com que os efeitos das novas informações sobre o valor intrínseco de um ativo mobiliário sejam refletidos instantaneamente nos preços atuais de mercado”<sup>11</sup>. Isto é, a competição entre os agentes, em um mercado eficiente, faz com que os efeitos de novas informações mercadológicas no valor intrínseco de um ativo mobiliário sejam refletidos instantaneamente em seu preço de mercado. Por conseguinte, a propriedade de ajuste instantâneo nos mercados eficientes, às novas informações existentes, implica que as mudanças sucessivas de preços de mercado dos ativos mobiliários ocorram de maneira independente. Um mercado no qual as mudanças de preços dos ativos mobiliários se dão de maneira independente, é por definição um mercado em que a hipótese do caminho aleatório se evidencia. Nas palavras de Eugene Fama:

A “propriedade de ajuste instantâneo” de um Mercado Eficiente implica que as mudanças sucessivas de preços de cada valor mobiliário individualmente serão independentes entre si. Um mercado no qual as mudanças sucessivas de preços dos ativos mobiliários são independentes, é por definição, um mercado que segue a lógica da “Hipótese do Caminho Aleatório”.<sup>12</sup>

Desta maneira, a hipótese do caminho aleatório implica que uma série histórica de variações marginais dos preços dos ativos mobiliários não seria um bom preditor para as variações futuras nos preços destes mesmos ativos mobiliários, isto é, as variações nos preços passados não são uma boa maneira de se prever as variações nos preços futuros de um valor mobiliário. Ainda que as mudanças de preços dos ativos mobiliários não pudessem ser consideradas como movimentos totalmente independentes, o nível de dependência é tão pequeno que pode ser tido como não significativo para efeitos práticos.

Neste sentido, do ponto de vista da lógica dos investimentos, a premissa de independência entre variações sucessivas de preços de um ativo mobiliário, contida na hipótese do caminho aleatório desenvolvida por Eugene Fama, implica em que os retornos sobre o investimento (ROI), derivados de qualquer política de investimentos mais complexa ou sofisticada, baseadas nos padrões de variação de preços passados, como por exemplo, análise gráfica, não possam ser maiores do que os de uma simples *buy-and-hold policy*, isto é, uma política em que o investidor se mantém com o ativo mobiliário durante um período de tempo maior.

De acordo com Eugene Fama, durante muitos anos diversos estudos empíricos foram realizados para se testar a *Random Walk Theory*. Como já citado, estes estudos se preocupavam principalmente em observar se as mudanças sucessivas de preços dos ativos mobiliários eram

<sup>11</sup> No original: “In an efficient Market, on the average, competition will cause the full effects of new information on intrinsic value to be reflected instantaneously in actual prices” (1965, p. 5)

<sup>12</sup>FAMA, Eugene. Random Walks in Stock Market Prices. Graduate School Of Business, University of Chicago. Journal of Business (1965). p. 5. No Original: “This says that the “instantaneous adjustment” property of an efficient market implies that successive price changes in individual securities will be independent. A market where successive price changes in individual securities are independent is, by definition, a random-walk market.”

realmente independentes. Para se testar essa hipótese, acadêmicos como Kendall<sup>13</sup>, Cootner<sup>14</sup>, Moore<sup>15</sup> e mesmo inclusive Fama<sup>16</sup>, se utilizaram de ferramentas estatísticas, como por exemplo, análise de coeficientes de correlação e regressões, relacionadas às variações dos preços dos ativos mobiliários. A grande parte desses estudos produziu resultados consistentes, no sentido de corroborar com a propriedade de independência na variação de preços dos ativos mobiliários, e por consequência com a teoria do caminho aleatório. Em todos esses estudos, os coeficientes de correlação obtidos, relacionados às variações de preços sucessivas dos ativos mobiliários, se aproximavam de zero, assim como as regressões que não se mostraram significantes, o que se tornaram evidências importantes que se contrapunham à tese da dependência entre essas mesmas variações.<sup>10</sup>

Os estudos empíricos citados acima demonstraram, portanto, que a variação sucessiva de preços dos ativos mobiliários segue uma lógica de independência e que a “*random walk theory*” parece se evidenciar na prática. Desta maneira, a variação marginal dos preços passados dos ativos mobiliários não deve ser considerada como um fator determinante, muito menos como um bom preditor para a variação marginal dos preços futuros dos valores mobiliários, uma vez que as series temporais da variação marginal de preços seguem uma lógica ou um comportamento aleatório.

Por outro lado, do ponto de vista econômico, se a variação marginal dos preços passados pudesse ser utilizada para se prever as mudanças futuras no preço desses ativos, os investidores e participantes de mercado em geral, poderiam registrar lucros superiores de maneira relativamente fácil. Entretanto, devido à competitividade dos mercados estes lucros não se sustentariam no longo-prazo, uma vez que, assim que os participantes de mercado tentassem tirar vantagem das informações sobre a movimentação dos preços passados, os preços correntes se ajustariam imediatamente, eliminando qualquer oportunidade superior de lucro futuro, oriunda a partir do estudo da variação dos preços passados desses ativos.

Deste modo, toda a informação relativa à variação dos preços passados é imediatamente refletida nos preços correntes dos ativos, eliminando-se qualquer tipo de padrão de variação de preços. Isto faz com que a variação do preço em um período seja totalmente independente das variações sucessivas de preços nos períodos seguintes. Como consequência, grande parte das chances de lucros superiores são quase que instantaneamente neutralizadas pelo conjunto de investidores, e os preços dos ativos mobiliários tendem a seguir, portanto, um caminho aleatório.

Como já citado, a hipótese do mercado eficiente assume que devido à competição entre os agentes de mercado, os preços dos ativos mobiliários individuais refletiriam os efeitos de

<sup>13</sup> KENDALL, Maurice. The Analysis of Economic Time Series. Journal of the Royal Statistical Society. Series A. (1953)

<sup>14</sup> COOTNER, Paul. H. The Random Character of Stock Market Prices. Cambridge. MIT Press (1964).

<sup>15</sup> MOORE, Arnold. A Statistical Analysis of Common-Stock Prices”. Phd Dissertation, Graduate School of Business, University of Chicago (1962).

<sup>16</sup> FAMA, Eugene. The Behavior of Stock Market Prices. Journal of Business (38). (1965).

toda a informação disponível sobre eles, baseada tanto em eventos passados, quanto em eventos futuros. Assim, a partir dessa noção, o modelo de equilíbrio de mercado pode ser expresso em termos do retorno esperado de equilíbrio dos valores mobiliários, fator central para a formação do preço dos mesmos valores mobiliários. Os retornos dos ativos mobiliários são determinados, portanto, a partir do conjunto informacional disponível e da competição entre os agentes, e são também por sua vez uma função do seu risco. Conforme o entendimento desenvolvido por Eugene Fama:

Temos que ter em mente que as propriedades do modelo são implicações diretas da premissa de que (i) as condições de equilíbrio de mercado podem ser expressas em termos do retorno esperado de mercado, e que (ii) a informação é completamente utilizada pelo mercado na formação do retorno esperado de equilíbrio, e portanto, dos preços correntes<sup>17</sup>

Dessa maneira, Fama entende que a hipótese do caminho aleatório pode ser entendida como uma extensão do modelo geral de retorno de equilíbrio de mercado que é por sua vez central para a definição do comportamento dos preços dos valores mobiliários e para a teoria dos mercados eficientes. Segundo este modelo, *Fair Game or Expected Return Efficient Markets Model*, a diferença entre o preço observado, de um valor mobiliário, em um período ( $t+1$ ), e o valor esperado de equilíbrio desse preço em ( $t+1$ ), que foi projetado em ( $t$ ), com base em toda a informação disponível para o mercado naquele período, tende a zero. Isto quer dizer que, dado um determinado sistema de compra e venda de valores mobiliários, o valor de mercado em excesso desses ativos, ou seja, o valor do preço observado para além do preço de equilíbrio projetado pelo mercado, resultante da interação dos diversos agentes de mercado, do conjunto de valores mobiliários, tende à zero ao longo do tempo.

Desta forma, restringem-se quaisquer oportunidades superiores de lucro, prevalecendo como melhor estratégia para os investidores, em lugar de qualquer outra mais sofisticada, a já citada *Buy-and-Hold Policy*. Isto significa que é muito difícil para um investidor conseguir vencer o mercado em termos de retorno esperado, pois os preços dos ativos refletem tudo o que se sabe sobre o seu valor intrínseco, a partir de toda informação disponível ao mercado, não existindo predições ou barganhas fáceis e óbvias com relação a eles. Assim, encontrar ativos mobiliários que se valorizam rapidamente muito acima do preço de equilíbrio do mercado, sem o auxílio da aleatoriedade ou da sorte, se torna uma tarefa praticamente inexecutável. Logo, a partir desses aspectos teóricos e empíricos mencionados acima, a respeito do funcionamento dos mercados de valores mobiliários, iniciou-se o desenvolvimento da Teoria dos Mercados Eficientes, ou *Efficient Capital Markets Theory*, que será detalhada a seguir.

---

<sup>17</sup> FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. American Finance Association. 28<sup>th</sup> Annual Meeting. New York. Journal of Finance. Vol. 25. (1970) p.385. No original: “Keep in mind that the properties of the model are implications of the assumption that (i) the conditions of market equilibrium can be stated in terms of expected returns, and (ii) the information is fully utilized by the market in forming equilibrium expected returns and thus current prices”.



## 2.2 A Teoria dos Mercados Eficientes – *Efficient Markets Theory*

A Teoria dos Mercados Eficientes, inicialmente desenvolvida pelo prêmio Nobel Eugene Fama (2013)<sup>18</sup>, possui como hipótese principal o fato de que o mercado de valores mobiliários funciona de maneira eficiente, devido à competição entre os diversos agentes racionais participantes do mercado, isto é, o preço de qualquer ativo mobiliário, em qualquer momento do tempo, reflete toda a informação disponível sobre ele, sendo considerado, portanto, a melhor estimativa de seu valor intrínseco. A partir desta hipótese, as pré-condições vistas como suficientes para que o mercado de valores mobiliários funcione de maneira eficiente, de modo a se criar um modelo suficiente de equilíbrio de mercado, estão relacionadas a três premissas mercadológicas: (i) não existem custos de transação no processo de compra e venda de valores mobiliários, (ii) toda informação disponível, está disponível sem nenhum custo e de maneira equitativa para todos os participantes de mercado e (iii) todos os participantes de mercado agem de maneira racional concordando com as implicações das informações correntemente disponíveis para o preço atual dos valores mobiliários, assim como, com distribuição de preços futuros de cada ativo.<sup>19</sup>

Em um mercado sem ruídos e com essas condições, certamente os preços dos valores mobiliários refletirão toda a informação disponível sobre eles, porém um mercado em que toda a informação está totalmente disponível sem nenhum custo, no qual os investidores concordam com as suas respectivas implicações para os preços e no qual também não existem custos de transação, claramente não é um mercado que se assemelha ao observado na prática, mas sim a um tipo ideal. Entretanto, conforme observa Eugene Fama, estas condições são suficientes, mas não necessárias, isto é, basta que um número suficiente de investidores tenha acesso a toda informação disponível. Basta que os custos de transação e informacionais não superem os possíveis lucros disponíveis para os agentes de mercado. Assim como, a falta de consenso entre os investidores, por sua vez, quanto às implicações das informações para os preços dos ativos, não necessariamente torna o funcionamento do mercado ineficiente. A menos que existam muitos investidores que constantemente e de maneira consistente, consigam realizar melhores avaliações dos preços dos ativos, com base no conjunto informacional disponível, que estão para além do valor implícito pelo preço de mercado corrente.<sup>13</sup> Todos esses aspectos, de maneira geral, se evidenciam na prática, ainda que com diferentes intensidades, dado os diversos mercados de valores mobiliários conhecidos.

Deste modo, a partir dos estudos empíricos e das pesquisas realizadas sobre o funcionamento dos mercados de valores mobiliários, desenvolveu-se segundo os diferentes entendimentos sobre o conceito de “toda informação disponível”, uma categorização sobre os

<sup>18</sup>FAMA, Eugene. Two Pillars of Asset Pricing. Nobel Prize Lecture. (2013)

<sup>19</sup>FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. American Finance Association. 28<sup>th</sup> Annual Meeting. New York. Journal of Finance. Vol. 25. (1970) p.387.

diferentes níveis de eficiência dos mercados. A Teoria dos Mercados Eficientes, trabalha, portanto, com três níveis de eficiência de mercado, *Weak Form*, *Semi-Strong Form* and *Strong Form*, que se distinguem entre si pelo grau de informação que está refletido nos preços dos valores mobiliários.

No primeiro nível, *Weak Form*, ou hipótese fraca do funcionamento eficiente dos mercados, os preços dos valores mobiliários refletiriam somente toda a informação contida na variação dos preços passados. Isto significa que se todos os dados históricos de negociação, preço e volume, fossem levados em consideração, nenhum investidor conseguiria prever, de maneira superior e com mais precisão em relação aos demais participantes de mercado, qualquer variação de preços futura. Assim, se a eficiência de mercado se dá de maneira fraca, é impossível registrar lucros superiores de maneira consistente e constante, somente através do estudo do comportamento dos preços passados. A variação no valor dos ativos mobiliários segue uma lógica de aleatoriedade ou a *Random Walk Hypothesis*.

No segundo nível, *Semi-Strong Form*, ou hipótese semi-forte do funcionamento eficiente dos mercados, os preços dos valores mobiliários refletiriam não somente toda a informação passada sobre o comportamento do preço dos ativos mobiliários, como também, toda a informação pública disponível, seja ela divulgada pela companhia ou pela mídia. Assim, se a eficiência de mercado se dá de maneira semi-forte, os preços irão se ajustar imediatamente às informações públicas divulgadas, como por exemplo, os anúncios de resultados corporativos, a emissão de novas ações, a fusão ou aquisição de empresas, entre outras. Desta maneira, é impossível para um investidor encontrar oportunidades de investimento com lucros superiores, com base em novas informações, em relação aos demais agentes racionais de mercado, já que o mercado possui a propriedade de ajuste instantâneo ou imediato de preços às novas informações públicas.

No terceiro e último nível, *Strong Form*, ou hipótese forte do funcionamento eficiente dos mercados, os preços dos valores mobiliários refletiriam, além de toda a informação relacionada ao histórico de negociação dos ativos e de todo o conjunto informacional tornado público, as informações também ainda não divulgadas ou *Inside Information*. Assim, se a eficiência de mercado se dá da maneira forte, os preços irão refletir toda e qualquer informação, sendo ela pública ou não. Isto resulta na impossibilidade prática, para os agentes racionais de mercado, em obter qualquer tipo de ganho ou vantagem comparativa na negociação dos valores mobiliários, a partir da utilização de informações consideradas relevantes para a formação dos preços ou até mesmo como privilegiadas. Nestas condições, também não seria possível para nenhum investidor vencer o mercado de forma consistente, em termos de retorno esperado, a partir de qualquer estratégia de investimentos que seja desenvolvida.

Em um mercado totalmente eficiente, portanto, as oportunidades de lucros superiores, ou seja, acima do retorno esperado de mercado para os ativos são inexistentes. Neste contexto,

no qual a eficiência se dá de maneira absoluta, não é possível encontrar valores mobiliários com retornos esperados, acima ou abaixo, do nível do custo de oportunidade do capital ajustado pelo risco do ativo, ou *Risk-Adjusted Opportunity Cost of Capital*. Isto implica no fato de que cada valor mobiliário é negociado por um preço que está em consonância com a melhor estimativa do seu valor intrínseco, a partir de uma análise fundamentalista, que se baseia eminentemente na projeção de fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente pelo custo de oportunidade do capital, ou seja, ajustados pelo risco do ativo em questão. Por conseguinte, se o preço do ativo é a melhor estimativa do seu valor intrínseco, o retorno esperado para um valor mobiliário específico é exatamente o valor do custo de oportunidade de capital ajustado pelo risco desse ativo em questão. Assim, a única forma de se identificar situações em que os retornos são anormais ou superiores aos projetados pelo mercado, evidenciando uma possível ineficiência de mercado, é determinando qual é o *Risk-Adjusted Opportunity Cost of Capital*, ou retorno esperado normal para aquele ativo mobiliário.

Por isso, para determinar se o funcionamento do mercado se dá de uma forma completamente eficiente é necessária a adoção de um modelo de precificação de ativos que especifique e ilustre a relação existente entre o risco e o retorno, capaz por sua vez, de identificar qual o retorno “normal” esperado, dado o nível de risco do ativo analisado. Desta maneira, qualquer teste de eficiência de mercado, é também, um teste de precificação de ativos. O modelo de precificação de ativos mobiliários mais comumente utilizado é o CAPM<sup>20</sup>, ou *Capital Asset Pricing Model*<sup>21</sup>.

$$SML : E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_M) - R_f).$$

Segundo este modelo, o retorno esperado de um ativo mobiliário é igual a taxa livre de risco da economia ( $R_f$ ), em geral os juros pagos pelos governos em seus títulos da dívida pública, mais o prêmio de risco do ativo. O prêmio de risco do ativo é a resultante do produto da medida de dispersão do seu risco Beta ( $\beta_i$ ), ou seja, a covariância do retorno do ativo em relação ao retorno do mercado  $Cov(R_i/R_M)$ , dividido pela variância do retorno do mercado  $Var(R_M)$ , e o prêmio de risco do mercado, isto é, a diferença entre o retorno do mercado ( $R_M$ ) e o retorno livre de risco ( $R_f$ ). Deduz-se assim, que quanto maior o risco, ou seja, quanto maior o Beta do ativo, maior o retorno esperado. Da mesma maneira, quanto maior a taxa livre de risco ou quanto maior o prêmio de risco do mercado, maior também será o retorno esperado do ativo mobiliário. Neste sentido, a partir da comparação entre os retornos esperados, a partir dos modelos de precificação de ativos, e os retornos observados na prática, no mercado de valores mobiliários, é possível refutar a hipótese dos mercados eficientes, caso o mercado apresente retornos anormais, isto é, superiores ou inferiores aos dos modelos de precificação. Como

<sup>20</sup> Sharpe, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19 (3), pp. 425–442

<sup>21</sup> Lintner, John (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics*, 47 (1), pp. 13–37.

colocado por Eugene Fama durante o Prêmio Nobel:

Estava claro desde o começo que a questão central era se o preço dos ativos mobiliários refletiam ou não toda a informação disponível ao mercado – Isto é, o que eu denominei de Hipótese dos Mercados Eficientes (FAMA 1965). A dificuldade estava em tornar essa hipótese testável. Nós não podemos testar se o mercado faz o que é esperado que ele faça, a não ser que especifiquemos o que se espera que ele faça. Em outras palavras, precisamos de um modelo de precificação de ativos, um modelo que especifique as características do retorno esperado racional em um equilíbrio de mercado. Testes de eficiência basicamente testam se as propriedades do retorno esperado dadas pelo respectivo modelo de equilíbrio de mercado são observadas nos preços atuais ou correntes de mercado.<sup>22</sup>

Por outro lado, caso retornos anormais sejam observados incorre-se no problema da hipótese conjunta, ou *Joint Hypothesis Problem*, isto é, os retornos anormais podem ser tanto um problema de ineficiência de mercado, quanto fruto de um modelo de equilíbrio de mercado mal desenvolvido, ou um resultado da maneira como o modelo foi implementado aos dados. Segundo Fama:

Os testes incorrem diretamente no *Joint Hypothesis Problem*: retornos anormais registrados podem ser tanto um resultado da ineficiência de mercado, quanto de um modelo ruim para o equilíbrio de mercado, ou de problemas decorrentes da maneira com que o modelo foi implementado.<sup>23</sup>

Por fim, após todo o conjunto teórico e empírico desenvolvido até aqui, a respeito do funcionamento dos mercados de valores mobiliários e da precificação dos ativos, pode-se afirmar que a hipótese mais aceita pelos acadêmicos e pelo mercado quanto ao funcionamento eficiente dos mercados, é a hipótese de segundo nível de eficiência, semi-forte ou *Semi-Strong Form*. Conforme mencionado anteriormente, os preços dos valores mobiliários refletiriam não somente toda a informação passada sobre o comportamento do preço dos ativos mobiliários, como também, toda a informação pública disponível, seja ela divulgada pela companhia ou pela mídia. Assim, os preços irão se ajustar imediatamente às informações públicas divulgadas, como por exemplo, os anúncios de resultados corporativos, a emissão de novas ações, a fusão ou aquisição de empresas, entre outras.

E, como na prática os custos informacionais e de transação são positivos os mercados não podem ser absolutamente eficientes. Os preços refletiriam a informação, então, até o ponto em que, as possibilidades de lucro ou os benefícios marginais de se atuar com aquela

<sup>22</sup> FAMA, Eugene. Two Pillars of Asset Pricing. Nobel Prize Lecture. (2013). p. 366. No original: “It was clear from the beginning that the central question is whether asset prices reflect all available information – What I labeled the efficient markets hypothesis (Fama 1965). The difficulty is making the hypothesis testable. We can’t test whether the market does what it is supposed to do unless we specify what it is supposed to do. In other words, we need an asset pricing model, a model that specifies the characteristics of rational expected returns in a market equilibrium. Tests of efficiency basically test whether the properties of expected returns implied by the assumed model of market equilibrium are observed in actual returns.”

<sup>23</sup> FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets (II). The Journal of Finance. American Finance Association. Vol 46. (1991). p.1608. No original: “The tests thus run head-on into the joint-hypothesis problem: measured abnormal returns can result from market inefficiency, a bad model for market equilibrium, or problems in the way the model is implemented.”

informação, não superassem os custos marginais envolvidos na obtenção daquela mesma informação. Segundo Fama<sup>24</sup>,

Em suma, uma vez que a geração de informações tem custos, os investidores informados são compensados pelos custos incorridos para garantir que os preços se ajustem à informação. O mercado é então, menos que totalmente eficiente (pode haver informação privada que não está totalmente refletida nos preços), mas de uma forma que seja consistente com o comportamento racional por parte de todos os investidores

Neste sentido, um mercado eficiente necessita de investidores que buscam reunir informações ainda não conhecidas na tentativa de lucrar a partir delas. Assim, para que os investidores se sintam incentivados a reunir outras informações, os preços não podem refletir toda a informação existente, ainda que privilegiada ou não divulgada, deve haver algum excedente de valor (lucro) disponível no mercado de modo a permitir que os custos com essas informações possam ser recuperados pelos investidores. No entanto, se o custo adicional para obtenção dessas informações é relativamente pequeno se comparado com o valor total de mercado de todos os valores mobiliários correntemente negociados, então o mercado ainda assim, pode se aproximar da eficiência.

Em conclusão, os mercados não são completamente ineficientes, tampouco possuem uma eficiência absoluta. O nível de eficiência mais aceito pelo mercado e pela academia é o da hipótese semi-forte de Eugene Fama (1970). O grau de eficiência em que um mercado opera pode variar ao longo do tempo, de acordo com o número de participantes envolvidos, com a disponibilidade de informações públicas, com o regime informacional, e com a representatividade dos custos de transação e operacionais. O preço dos ativos, por sua vez, são a melhor estimativa do valor intrínseco dos ativos mobiliários, eles refletem não somente toda a informação passada sobre o comportamento do preço dos ativos mobiliários, como também, toda a informação pública disponível, seja ela divulgada pela companhia ou pela mídia. O preço é o referencial ou sinalizador principal construído e utilizado pelos investidores no processo de negociação dos ativos mobiliários, e em um mercado eficiente eles devem ser tidos como confiáveis, pois é a partir deles que os investidores tomam as suas decisões.

Por outro lado, cabe ressaltar que é impossível afirmar que o mercado como um todo está sendo corretamente avaliado, pois o valor intrínseco de cada ativo não pode ser medido por nenhum participante de mercado com absoluta certeza, o preço trata-se, como já afirmado, da melhor estimativa dada pela interação e competição entre o conjunto de investidores. A análise passível de ser realizada é a análise relativa de preços, isto é, aquela que compara o preço de um ativo em relação aos outros, verificando as diversas relações de risco e retorno

---

<sup>24</sup> FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets (II). The Journal of Finance. American Finance Association. Vol 46. (1991). p.1605. No original: "In brief, because generating information has costs, informed investors are compensated for the costs they incur to ensure that prices adjust to information. The market is then less than fully efficient (there can be private information not fully reflected on prices), but in a way that is consistent with rational behavior by all investors"

existentes em cada um deles, e, portanto, determinando a avaliação dos valores mobiliários entre si.

Como afirma Gustavo Franco, em seu trabalho *Leis Secretas da Economia*<sup>25</sup>: “o futuro está no preço (...) tudo o que se faz no mercado tem a ver com previsões sobre o futuro, sem as quais nada funciona (...) o preço é uma síntese dessas concepções sobre o futuro, ainda que de forma efêmera, emocional ou falsificada.”

### **3 A Regulação da Informação: O Regime Informacional e o Regime de Responsabilidade por Falha Informacional e a sua Relação com a Teoria dos Mercados Eficientes**

#### **3.1 O Regime Informacional e a Teoria dos Mercados Eficientes**

A Teoria dos Mercados Eficientes “*Efficient Capital Markets Theory*”, como já mencionado neste trabalho, assume a premissa de que o mercado de valores mobiliários funciona de maneira eficiente, isto é, o preço de qualquer valor mobiliário, em qualquer momento do tempo, refletiria toda a informação disponível sobre ele, sendo considerado, portanto, a melhor estimativa de seu valor intrínseco. Dessa maneira, a partir desta assertiva é possível concluir que para esta teoria, e por consequência, para o funcionamento do mercado de valores mobiliários, a regulação do regime informacional é um fator central e determinante tanto para a sua eficiência alocativa quanto de precificação.

A exigência da prestação informacional pelos agentes participantes do mercado de valores mobiliários trabalha com a premissa de que o investidor quando bem e corretamente informado está protegido, conforme André Pitta<sup>26</sup>:

Contra (i) uma tomada de decisão distorcida, principalmente com relação ao preço do valor mobiliário e aos aspectos qualitativos do emissor; (ii) práticas abusivas e desvios de condutas daqueles que se encontrariam em posição de superioridade informacional com relação ao investidor, caso a divulgação da informação não fosse obrigatória (como, por exemplo, da própria companhia, de administradores, de controladores, de intermediários ou até mesmo de investidores mais informados).

Esta premissa protetiva dos investidores que trabalha a partir do aspecto da utilidade da obrigatoriedade da prestação informacional, estaria evidenciando a importância da precificação eficiente dos valores mobiliários no mercado e por consequência sustentando uma alocação ótima de recursos dentre os diferentes ativos, dado as específicas relações de risco e retorno existentes entre eles. Isto é, o regime de prestação informacional possui como uma de suas maiores virtudes viabilizar o juízo objetivo a respeito dos valores mobiliários, afastando a implicação de qualquer análise subjetiva acerca da qualidade desses ativos negociados ou

<sup>25</sup> FRANCO, Gustavo. H. B. *As leis secretas da economia*. Rio de Janeiro: Zahar, 2012.

<sup>26</sup> PITTA, A. G. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. pp.84-85.

admitidos a negociação pública, conforme André Pitta<sup>27</sup>:

Deste modo o Estado não interfere restritivamente, assim, no juízo de valor a ser feito pelos investidores, mas apenas garante que o mesmo possa ser formado em condições adequadas, exigindo, para tanto, o cumprimento das obrigações informacionais pertinentes, por meio do registro da oferta pública ou da admissão à negociação de determinado valor mobiliário, procedimentos estes que possuem, então, caráter meramente instrumental.

Nesta perspectiva, a divulgação e o acesso dos investidores às informações relevantes permitem a eles avaliar os ativos a partir da formação de um juízo de valor adequado, analisar os riscos envolvidos e fundamentar as suas decisões de investimento. Uma vez garantido o adequado regime informacional, os investidores estarão aptos a tomar uma decisão criteriosa e consciente a respeito de seus investimentos. Este encadeamento culminará na formação eficiente dos preços mercadológicos dos ativos mobiliários, a partir dos incentivos dados aos agentes de mercados relacionados à competição pelo lucro, por meio da busca de oportunidades para exercer a arbitragem durante o processo de negociação. Aqui se justificariam, portanto, as exigências regulatórias existentes para os emissores de valores mobiliários, de serem obrigados a divulgar uma grande quantidade de informações de maneira periódica ao mercado, ainda que estas exigências tenham precedido a Teoria dos Mercados Eficientes, desenvolvida principalmente por Eugene Fama. Cabe ainda ressaltar, que essa obrigatoriedade de divulgação de informações cumpre um papel de transparência buscando viabilizar o supervisionamento do mercado pelos reguladores.<sup>28</sup>

Em suma, as funções exercidas pelo regime informacional estão relacionadas à alocação eficiente de capital no mercado, à diligente tomada de decisão dos investidores e à adequada precificação dos valores mobiliários negociados. Deste modo, as informações divulgadas pelos emissores viabilizam que os investidores avaliem os fundamentos econômicos dos ativos mobiliários ofertados e negociados publicamente. A avaliação realizada pelos investidores subsidia o processo de tomada de decisão dos investidores relativo à compra, à venda ou à manutenção dos valores mobiliários, assim como com relação ao exercício de determinados direitos políticos e econômicos nas companhias.<sup>29</sup>

Segundo o regime regulatório informacional do sistema do mercado de capitais brasileiro, as companhias emissoras de valores mobiliários possuem diversas obrigações de prestar informações. Assim, a decisão de optar por regular pela exigência de divulgação de informações relevantes por parte do emissor ao mercado, é o eixo principal do marco regulatório vigente no Brasil. Normas de caráter legal, administrativo e privadas estabelecem essas obrigações aos emissores de valores mobiliários de modo a viabilizar aos investidores a tomada de decisões de investimentos de maneira fundamentada e sólida. A estipulação geral do

<sup>27</sup> PITTA, A. G. O regime de informação das companhias abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2013. pp.84-85.

<sup>28</sup> MULLER, Viviane. P. *Não Custa Nada Mentir: Desafios para o ressarcimento de investidores*. 2016.

<sup>29</sup> PITTA, A. G. O regime de informação das companhias abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2013. e p.95.

dever de informar no ordenamento brasileiro está contida na Lei 6.404/1976<sup>30</sup>, conhecida como a Lei das S.A., e na Lei 6.385/1976<sup>31</sup>, conhecida como a Lei do Mercado de Capitais, além das normas emitidas pela própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM).<sup>32</sup>

A obtenção perante a CVM do registro de companhia aberta e do registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários está condicionada a obrigação de prestar informações relevantes por parte do emissor. Além disso, incluem-se as exigências de publicar, anualmente e trimestralmente, as demonstrações financeiras auditadas, de manter atualizadas as informações do Formulário de Referência e de divulgar qualquer ato ou fato relevante imediatamente ao mercado.<sup>33</sup>

Diversas modificações importantes foram realizadas no regime jurídico informacional do mercado de capitais brasileiro visando aperfeiçoá-lo. As mudanças estão relacionadas principalmente com a qualidade, quantidade e o padrão das informações prestadas pelos emissores de valores mobiliários. O movimento inicial partiu da iniciativa privada, a partir do desenvolvimento dos níveis diferenciados de governança corporativa por parte da BM&FBovespa<sup>34</sup>, à época Bovespa, em seguida vieram as mudanças da regulação administrativa da CVM e na legislação a respeito das demonstrações financeiras.<sup>26</sup>

A CVM regulamentou o dever de informar dos administradores<sup>35</sup>, já estipulado no Art. 157 da Lei das S.A., por meio da edição da instrução normativa CVM 358/2002. O Art. 157, §4º da Lei das S.A. estabelece que:

Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

A Instrução Normativa da CVM 358/2002<sup>36</sup>, em seu Art. 6º disciplina que:

Art. 3º Cumprir ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e,

<sup>30</sup> BRASIL. Lei 6.404/1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)

<sup>31</sup> BRASIL. Lei 6.385/1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm)

<sup>32</sup> PITTA, A. G. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. pp. 183-193 e pp.193-261.

<sup>33 26</sup> MULLER, Viviane. P. *Não Custa Nada Mentir: Desafios para o ressarcimento de investidores*. 2016.

<sup>34</sup> Para um histórico da criação dos segmentos de listagem da Bovespa e seu contexto, ver: SANTANA, M. H. The Novo Mercado. In: SANTANA, M. H.; PETRA, M. A.; YURTOGLU, A. B. B., CUNHA, M. R. *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*, 2008, p. 2-39. Disponível em: <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/e1162a8048a7e69ea787e76060ad5911/Novo%2BMercado%2Btext%2Bscreen%2B4-21-08.pdf?MOD=AJPERES>.

Para os requisitos de listagem, ver: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentosde-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentosde-listagem/novo-mercado/).

<sup>35</sup> Os administradores podem, entretanto, se negar a divulgar fatos e atos relevantes quando entenderem que a divulgação colocará em risco um interesse legítimo da companhia, como determina os Arts. 157, § 5.º, da Lei 6.404/1976 e do artigo 6.º da Instrução 358/2002.

<sup>36</sup> Instrução CVM 358/2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>



se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

Posteriormente, uma nova instrução sobre oferta pública de distribuição de valores mobiliários foi editada pela CVM. A Instrução 400/2002 visou aperfeiçoar e padronizar as informações do prospecto<sup>37</sup> e do material publicitário da oferta. A função<sup>38</sup> do prospecto é garantir o tratamento equitativo aos investidores com a divulgação, ampla, transparente e adequada da informação. A partir do prospecto de emissão elaborado pelo coordenador líder da oferta em conjunto com a companhia, são fornecidas ao mercado todas as informações relevantes sobre a oferta, a companhia e todos os agentes envolvidos no processo.<sup>39</sup>

A modificação seguinte, no regime jurídico informacional do mercado de capitais brasileiro, ocorreu no ano de 2007, com a alteração da legislação societária que tratava das demonstrações contábeis das companhias<sup>40</sup>. As alterações exigiam a convergência das demonstrações financeiras das companhias brasileiras ao padrão ligado ao *International Financial Report Standards (IFRS)*<sup>41</sup> e a publicação dessas informações trimestralmente (ITR), conforme o Art. 21, V, da Instrução CVM 480/2009. Sob a redação anterior, segundo o Art. 176 da Lei 6.404/1976, as empresas já eram obrigadas a publicar demonstrações contábeis, isto é, o balanço patrimonial, demonstração de lucros ou prejuízos acumulados, demonstração do resultado do exercício, e a declaração das alterações em sua posição financeira, auditadas por empresas independentes, uma vez por ano.<sup>30</sup>

No ano de 2009, a modificação se deu por meio de uma nova Instrução da CVM que alterou as informações exigidas para o registro de companhia aberta e no decurso de toda a vida societária da companhia. Um novo documento denominado Formulário de Referência<sup>42</sup> passou a ser exigido. Assim, para que o emissor consiga obter da CVM o registro de companhia aberta, deverá fornecer ao mercado um conteúdo informacional mínimo, padronizado, para reguladores, investidores e para os demais agentes de mercado. Esse

<sup>37</sup> Conforme o Art. 38 da Instrução CVM 400/2002: Art. 38. Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”.

<sup>38</sup> Artigo 1º da Instrução CVM 400/2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst400.html>

<sup>39</sup> MULLER, Viviane. P. *Não Custa Nada Mentir: Desafios para o ressarcimento de investidores*. 2016.

<sup>40</sup> Modificação do Art. 177 da Lei das Sociedades por Ações, incluindo o § 5.º, disciplinando que a CVM regulamentasse o tema a partir dos padrões contábeis internacionais, pela Lei 11.638/2007.

<sup>41</sup> VILELA, R. *Conflito de interesses nas companhias de capital aberto e o novo padrão de transparência do IFRS: um estudo empírico dos mecanismos voluntários dedicados às transações entre partes relacionadas*. 2012. Dissertação (Mestrado) – FGV Direito, São Paulo. Disponível em: [http://sb.fgv.br/catalogo-sp/index.asp?codigo\\_sophia=83916](http://sb.fgv.br/catalogo-sp/index.asp?codigo_sophia=83916), p. 71.

<sup>42</sup> A partir da Instrução CVM 480/2009, se adotou o denominado *shelf registration system*, isto é, um único documento o qual fornecerá todas as informações exigidas para a oferta. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>

documento deverá ser atualizado de maneira periódica e regular, sendo obrigatório em períodos trimestrais e anuais, assim como sempre que houver um fato específico relevante, conforme determina o Art. 24 da Instrução CVM 480/2009.<sup>30</sup>

Conforme a regulação estabelecida pela CVM 358/2002, atualmente os fatos relevantes que devem ser divulgados pelas companhias abertas compõem inclusive, a assinatura de contratos para a transferência de controle da sociedade (ainda que esteja condicionada), mudanças no controle da companhia (inclusive pela execução ou alteração do acordo de acionistas), a autorização para que ações sejam emitidas (tanto nacionalmente quanto internacionalmente), alterações nos critérios de contabilidade e aprovação dos planos de opção de ações, entre outros. A CVM também entende como necessária a divulgação de informações sobre a venda de blocos de ações com direito a voto iguais ou superiores a 5% e alterações relacionadas a propriedade de ações por parte de algum investidor, de um mesmo tipo ou classe em um volume maior que 5% do total desse tipo ou classe.<sup>43</sup>

O regime jurídico informacional do mercado de capitais brasileiro não se limita a estabelecer somente a obrigação da divulgação de informações ao mercado e aos reguladores, este ordenamento jurídico estabelece também, qual deve ser o gênero e o tipo de informação a ser prestada, isto é, as próprias normas administrativas da CVM, Instrução CVM 358/2002, CVM 400/2002 e CVM 480/2009 qualificam a informação a ser prestada como: completa, ampla<sup>44</sup>, clara, precisa, atual, objetiva adequada, necessária, útil à avaliação<sup>45</sup>, verdadeira e consistente. Está presente também, certo cuidado com a extensão, quantidade, veracidade e adequação de linguagem nas informações que são prestadas aos agentes de mercado em geral, conforme o Art 38 da CVM 400/2002 e Art. 3.º, § 5.º, da Instrução CVM 358/2002.<sup>34</sup>

A exigência de que a informação seja dada de forma completa e ampla, caracteriza, a partir dessa sinalização do regulador, a omissão como um ilícito. Ao mesmo tempo, almeja-se evitar o excesso informacional, que também é negativo, motivo pelo qual se exige que a informação seja necessária e útil a tomada de decisão de investimento. A informação fornecida deve ser ainda, adequada, precisa, necessária e útil à avaliação, e sua linguagem deve permanecer acessível, simples, concisa, serena e moderada.<sup>46</sup>

As informações devem se manter atuais, precisas, verdadeiras e consistentes. Essas características da informação permitem aos investidores medir e correr os riscos do negócio investido, tentando afastar ou coibir as possibilidades ou as hipóteses de informações falsas ou imprecisas. As falhas informacionais, conforme estabelece a CVM, podem ser, a falsidade da informação, ou seja, uma informação necessariamente inverídica, mas também informações enganosas, imprecisas, inexatas, equivocadas, e até a omissão ou o excesso de informações.<sup>37</sup>

Necessário mencionar que as informações podem ser extrapoladas para além de fatos,

<sup>43</sup> MULLER, Viviane. P. *Não Custa Nada Mentir: Desafios para o ressarcimento de investidores*. 2016.

<sup>44</sup> Conforme os Arts. 1.º, 4.º e 38 da Instrução CVM 400/2002, e 14 da Instrução CVM 480/2009.

<sup>45</sup> Conforme os Arts. 38 da Instrução CVM 400/2002 e 17 da Instrução CVM 480/2009.

<sup>46</sup> MULLER, Viviane. P. *Não Custa Nada Mentir: Desafios para o ressarcimento de investidores*. 2016.

ao contemplar também, publicação de opiniões, projeções e estimativa de resultados. Deve haver a necessária e clara identificação de que se trata de “dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho”, necessária ainda a sua razoabilidade e que sejam acompanhados de “premissas relevantes, parâmetros e metodologias”.<sup>47</sup>

Como se vê o regime jurídico informacional do mercado de capitais brasileiro é bastante extenso, sendo composto por normas tanto de caráter legal, quanto administrativo e privado. Está prevista não só a obrigatoriedade de divulgação de informações relevantes como também o tipo e o gênero e a necessária confiabilidade das informações que devem ser prestadas, tanto pela companhia, quanto pelos seus administradores. Qualquer descumprimento relacionado à obrigação de divulgação de informações relevantes, como também quanto ao seu tipo, espécie e gênero, podem originar responsabilidades nas esferas civil, penal e administrativa, cumulativamente, ponto este que será analisado a seguir.

### 3.2 O Regime de Responsabilidade por Falha Informacional

O Regime de Responsabilidade por Falha Informacional estabelece que diferentes sujeitos que participam da elaboração, verificação, e publicação de informações podem ser responsabilizados, a depender do tipo de informação prestada: prospecto, demonstrações financeiras ou fatos relevantes.<sup>48</sup>

Assim, por exemplo, se a violação ao regime informacional se der no âmbito de uma oferta pública de valores mobiliários, no prospecto, é determinada a responsabilidade dos emissores, da instituição líder da oferta (*underwriter*) e dos seus administradores. O emissor pode ser responsabilizado conforme prevê o Art. 56 da CVM 400/2002, quanto à adequação, quantidade e qualidade da informação prestada. Quanto à instituição líder, sua possível responsabilização está prevista no Art. 37, assim como no Art. 56, § 1º, da CVM 400/2002. No que tange aos administradores as regras sobre deveres de responsabilidades estão previstas nos Arts. 56-A, 56-B, e 56-C da Instrução CVM 400/2002. Relevante mencionar que a CVM a partir do registro de uma oferta, não se torna responsável pela veracidade das informações ou viabilidade dos projetos mencionados, como define o Art. 56, §7º, da CVM 400/2002.<sup>39</sup>

Por outro lado, se a falha informacional for constatada nas demonstrações financeiras periódicas, tanto os auditores<sup>49</sup> quanto a companhia e seus administradores<sup>50</sup> poderão ser responsabilizados por eventuais danos causados, decorrentes de dolo ou culpa no exercício de suas funções.

Por fim, se a falha informacional ocorrer com relação à obrigação de se divulgar atos

<sup>47</sup> Regras sobre publicação de projeções estão previstas nos artigos 19 e 20 da Instrução CVM 480/2009.

<sup>48</sup> MULLER, Viviane. P. *Não Custa Nada Mentir: Desafios para o ressarcimento de investidores*. 2016.

<sup>49</sup> A responsabilidade dos auditores está prevista no Art. 26, §2º, da Lei do Mercado de Capitais, 6.385/76.

<sup>50</sup> Como já citado anteriormente o dever de informar dos Administradores está determinado no Art. 157 da Lei das AS, e o regime geral de responsabilidade no Art. 158 dessa mesma lei.

ou fatos relevantes, tanto a companhia quanto os acionistas, controladores e administradores, mas principalmente o diretor de relações com investidores poderão ser responsabilizados.<sup>51</sup>

No Brasil, não há nenhum tipo de previsão em legislação especial a respeito de indenização, na esfera civil, decorrente de dano gerado aos investidores por falha informacional no prospecto das companhias, muito menos nenhum regramento específico a respeito dos pressupostos da reponsabilidade civil, dos legitimados ativos e passivos, dos requisitos para a demonstração de dano, nexo de causalidade e culpa, para os casos em que os investidores são lesados no mercado de valores mobiliários. Deve-se recorrer, portanto, ao regramento geral do Código Civil, Lei nº 10.406/2002<sup>52</sup>, em seus Arts. 186, 187 e 927, em que está prevista a responsabilidade civil pelo dano causado por ato ilícito. Desta maneira, de acordo com o regime jurídico brasileiro, mais especificamente o regime da responsabilidade civil<sup>53</sup>, caso a falha informacional gerar danos a terceiros, surge o dever de indenizá-los.<sup>54</sup>

No Brasil, só são indenizáveis os danos que sejam consequência direta e imediata da conduta lesiva, conforme determina o Código Civil em seu Art. 402. Assim, caberá também ao lesado demonstrar que a atuação do autor do dano foi causal para o dano sofrido, isto é, para fins de responsabilidade pelas informações do prospecto, seria necessário demonstrar que a informação inexata não somente era apta a produzir o dano, mas que, na situação concreta, foi responsável pelo dano sofrido. Por fim, não há responsabilidade objetiva do emissor, uma vez que não há lei específica que a imponha, logo necessária se faz a demonstração da culpa no caso concreto.<sup>55</sup>

No âmbito administrativo, são consideradas infrações graves as contidas nos Art. 18 Instrução CVM 358/2002, Art. 60 Instrução CVM 480/2009 e Art. 59, V, da Instrução CVM 400/2002, e estão sujeitas às penalidades previstas no Art. 11 da Lei 6.385/1976, ou Lei do Mercado e Capitais. Entre as infrações graves está a falha informacional, isto é, a divulgação ou entrega à CVM de informações falsas, incompletas, imprecisas ou que induzam o investidor a erro. Nesse sentido, comete infração administrativa quem descumprir os preceitos da Lei 6.385/1976, ou qualquer uma das estipulações das Instruções da CVM.<sup>56</sup>

Na esfera criminal, a responsabilização por falha informacional pode configurar crime

<sup>51</sup> A Instrução CVM 358/2002, em seu Art. 3º, também determina regras e deveres de divulgação, além da possível responsabilização dos sujeitos envolvidos.

<sup>52</sup> BRASIL. Lei nº 10.406/2002. Institui o Código Civil. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm)

<sup>53</sup> Conforme disciplina o Art. 927 do Código Civil, “Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.”, Art. 186 “Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.”, e Art. 187 “Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.”

<sup>54</sup> Para que o regime da reponsabilidade civil possa incidir nestes casos, assumem-se certas premissas, a de que a relação entre o investidor a companhia e outros agentes responsáveis não se configura como uma relação contratual, a de que a responsabilidade não se dará de forma objetiva (sem verificação de culpa), e por fim não devendo haver a aplicação do CDC. Ver: BUSCHINELLI, G. S. K. In: CORDONIZ, G.; PATELLA, L. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. Lei 6.385/1976. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 407 e ss.

<sup>55</sup> BUSCHINELLI, G. S. K. In: CORDONIZ, G.; PATELLA, L. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. Lei 6.385/1976. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 410 e ss.

<sup>56</sup> MULLER, Viviane. P. *Não Custa Nada Mentir: Desafios para o ressarcimento de investidores*. 2016. p. 11

contra o sistema financeiro nacional, conforme o Art. 6º da Lei 7.492/1986, “induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente à operação ou situação financeira, sonhando-lhe informações ou prestando-a falsamente”, e crime contra a economia popular, de acordo com o Art. 3º, VII, da Lei 1.521/1951, “dar indicação ou fazer afirmações falsas em prospecto ou anúncios, para fins de subscrição, compra ou venda de títulos, ações ou quotas”. Ainda, conforme o Art. 27-C da Lei do Mercado de Capitais, se o fim visado pelas informações divulgadas for a manipulação do mercado, esta prática também é considerada crime desde 2001. Por fim, de acordo com a mesma lei em seu Art. 12, a CVM possui a obrigação de informar ao Ministério Público as condutas consideradas como ilícitas desde a perspectiva criminal, para que este determina a propositura de ação penal.<sup>57</sup>

Em conclusão, desde o ponto de vista da responsabilização por falha informacional, o sistema jurídico brasileiro veda qualquer divulgação de informação considerada falsa ou problemática pelos emissores de valores mobiliários. Na ocorrência deste fato, estão previstas a responsabilização em três esferas, civil, penal e administrativa, competências essas que serão exercidas tanto pelo Poder Judiciário quanto pelo regulador de mercado, a CVM. Verifica-se, portanto, a existência de todo um arcabouço normativo e um conjunto de instituições competentes, que através de instrumentos jurídicos específicos, propõem-se a viabilizar a busca por ressarcimento por parte dos investidores e a punição dos autores dos ilícitos de mercado.

A seguir, pretende-se analisar com base na jurisprudência brasileira, construída a partir dos casos de fraude ao mercado de capitais, decorrentes de falhas informacionais, como o Poder Judiciário Brasileiro enfrentou a questão da caracterização do dano aos investidores e do direito à indenização, e como se deu o seu entendimento a respeito do funcionamento do mercado de capitais.

#### **4 Uma Análise da Jurisprudência Brasileira: Os Casos de Fraude ao Mercado de Capitais**

A seguir pretende-se analisar, à luz do disposto neste trabalho, a respeito da teoria dos mercados eficientes e do regime jurídico informacional vigente no Brasil, a posição jurisprudencial, em casos de fraude ao mercado de capitais decorrentes de falhas ou problemas informacionais, principalmente no que tange à caracterização do dano aos investidores e do próprio entendimento construído sobre o funcionamento do mercado de capitais como um todo. Para isso, de uma série de seis casos julgados<sup>58</sup>, sendo quatro decisões em ações individuais,

<sup>57</sup> MULLER, Viviane. P. *Não Custa Nada Mentir: Desafios para o ressarcimento de investidores*. 2016. p. 11

<sup>58</sup> Os casos analisados foram: Banco Panamericano (TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.8.26.0100, Rel. Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015.); ABN/Banco Real (TJSP, 5ª Câmara de Direito Privado, Apelação Cível 9247433-87.2005.8.26.000, Rel. Christine Santini, j. 23.11.2011; Embargos Infringentes 9247433-87.2005.8.26.0000/50002, Rel. Moreira Viegas, j. 28.08.2013.); Cobrasma (TJSP, 1ª Câmara de Direito Privado, Apelação Cível 94/431-4/4, Rel. Des. Elliot Akel, j. 30.05.2000.); OGX (Decisão da 7ª Vara Empresarial da Justiça Estadual do Rio de Janeiro, Processo 0085670-76.2015.8.19.0001 (2015.8.19.0001), Sentença 15.05.2016, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana.); Arapuã (Ação Civil Pública 0015278-16.2004.403.6100 e Processo Administrativo sancionado da CVM: PAS 31/00.); LAEP (5ª Vara Cível da Justiça

três em ações civis públicas ajuizadas pelo Ministério Público e duas em ações civis coletivas ingressadas por associações de investidores, foram selecionados dois para serem analisados, pois foram considerados os mais relevantes para o âmbito deste trabalho, o caso da fraude contábil no Banco Panamericano e o caso da Empresa OGX envolvendo a divulgação de informações falsas ao mercado. A partir daí, pretende-se desenvolver um entendimento de como o Judiciário julga esse tipo de caso, como se dá a caracterização do dano aos investidores, e de qual é a percepção construída jurisprudencialmente acerca do funcionamento do mercado de capitais.

#### 4.1 O Caso do Banco Panamericano: Fraude Contábil

O caso do Banco Panamericano<sup>59</sup> envolve uma ação declaratória visando o ressarcimento dos prejuízos incorridos por um investidor no mercado de ações, decorrentes de falhas informacionais apresentadas pela instituição financeira, mais especificamente, uma fraude contábil nos balanços e demonstrativos financeiros divulgados pelo banco ao mercado.

O investidor Min Namkeung<sup>60</sup> afirma ter adquirido as ações baseando-se unicamente na análise dos resultados apresentados pelo banco em seus demonstrativos contábeis, mas que em razão do golpe, ou seja, da fraude contábil e informacional praticada pela instituição acabou por liquidar suas ações com expressiva desvalorização, o que caracterizaria o prejuízo sofrido, ensejando o direito à reparação pelos danos materiais, morais e lucros cessantes incorridos. Os pedidos feitos pelo autor foram julgados improcedentes, tanto na primeira quanto em segunda instância, o investidor não recebeu, portanto, qualquer tipo de indenização pelos danos incorridos.

Deste modo, faz-se necessário analisarmos alguns argumentos, levantados pelos magistrados no âmbito deste caso<sup>61</sup>, que de certa maneira não se coadunam com o que se

Federal de São Paulo, Ação Civil Pública 005926-19.2013.403.6100. Ressalta-se que o processo tramita em segredo de justiça.

<sup>59</sup> TJSP, 2º Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.8.26.0100, Rel. Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015. Ainda a respeito desse mesmo caso, encontrou-se uma outra investidora também pleiteando perda e danos, mas neste caso foi deferida a realização de perícia. TJSP, 1º Câmara Reservada de Direito Empresarial, Agravo de Instrumento 2181084-12.2014.8.26.0000, Rel. Claudio Godoy, j. 29.04.2015.

<sup>60</sup> Em razão de haver adquirido sessenta e nove mil ações do Banco réu, Banco Panamericano S/A, (em 04/11/2010 e 09/11/2010) pelo valor unitário de R\$ 7,06 e R\$ 7,61, baseando-se na análise dos números apresentados oficialmente pelo banco em seus demonstrativos contábeis, e ter liquidado estes mesmos papéis (BNMP4) por R\$ 5,07 a unidade, devido a representativa queda em seu valor, decorrente da notícia ao mercado também em (09/11/2010), de que o Banco réu teria mascarado a sua concreta situação financeira, apresentando patrimônio e resultados irreais e fraudulentos, requereu pela via judicial a condenação do Banco Panamericano S/A ao pagamento de indenização pelos danos materiais e morais sofridos bem como por lucros cessantes. Em primeira instância o pedido foi julgado improcedente condenando o investidor ao pagamento das despesas processuais e dos honorários advocatícios. O investidor recorreu em sede de apelação e em decisão colegiada no TJSP, a 2º Câmara Reservada de Direito Empresarial negou provimento ao mérito do recurso.

<sup>61</sup> Conforme, TJSP, 2º Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.8.26.0100, Rel. Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015: O órgão colegiado entendeu, do ponto de vista processual, a partir do ordenamento jurídico vigente, que o Banco teria sido vítima da fraude contábil praticada pelos seus administradores, não sendo passível de punição dupla, tanto pela fraude, quanto pelo dever de indenizar os investidores. Ainda reiteram que o dano ao acionista teria sido somente de caráter indireto, e que a fraude não teria ocorrido na atividade desenvolvida pela instituição financeira, mas sim praticada por seus administradores,

conhece a respeito do funcionamento do mercado de capitais e da teoria dos mercados eficientes, elementos estes já abordados no escopo deste trabalho.<sup>62</sup>

Por exemplo, afirma-se que “o investimento em bolsa de valores mobiliários é negócio de risco, e no caso em questão o apelante arriscou, ainda que motivado em análise subjetiva dos resultados apresentados nos balanços contábeis”, isto é, a sua perda teria se dado em decorrência de uma análise subjetiva dos resultados apresentados nas demonstrações financeiras. Ora, todo e qualquer investimento ou negócio, ainda que não em bolsa de valores, implica em certo nível de risco, uma vez que, é a partir da percepção do empreendedor ou do investidor, a respeito de certa medida de risco que se estabelece ou se exige certo nível de retorno esperado para dado negócio ou investimento. Assim, conforme nos ensina a Teoria do Portfólio Eficiente<sup>63</sup>, *Efficient Portfolio Theory (1952)*, relacionada à Teoria dos Mercados Eficientes, trata-se da teoria do risco e retorno das finanças corporativas, balizadora das tomadas de decisões relacionadas a investimentos ou negócios em geral.<sup>64</sup>

Cabe aqui realizar certa distinção importante entre risco e incerteza, risco do ponto de vista econômico é o resultado de uma ação tomada ou não, em uma situação particular, que pode resultar em uma perda ou em um ganho financeiro. O risco pode ser medido, isto é, a probabilidade de ganho ou perda é passível de ser minimamente identificada, e em certa medida, em alguns casos, também controlada ou minimizada. Assim, quando um investidor ou empreendedor toma uma decisão de investimento, o risco envolvido pode ser quantificado ou precificado, não sendo, portanto, o risco, um fator completamente aleatório, já que a sua ocorrência pode ser racionalizada. A incerteza, por outro lado, é caracterizada por uma situação na qual os eventos futuros são incertos ou desconhecidos, isto é, a incerteza é um fator completamente aleatório, não pode ser quantificado, medido, controlado, muito menos racionalizado pelo próprio investidor. As probabilidades de sua ocorrência são necessariamente desconhecidas, isto é, as probabilidades de perda ou ganho não são minimamente

---

que teriam colocado em dúvida o mercado, quanto à higidez da instituição financeira, implicando no forte movimento de queda das ações, conforme trecho do acórdão<sup>61</sup>:

(...)A frustração do acionista com a queda do valor de suas ações, ainda que em decorrência de gestão ruínoza ou de conduta fraudulenta da administração da sociedade anônima, não torna a última responsável civilmente pelo prejuízo do acionista. A responsabilidade, no caso de dano direto, é do próprio administrado, conforme previsto no artigo 159, §7º da Lei nº 6.404/76. Os atos de gestão do administrador tendentes a causar danos sociais podem fundamentar a responsabilidade interna do primeiro perante a companhia ou a ação social. Tais danos sociais tendem a indiretamente causar prejuízos indiretos ao acionista, como no caso em comento, na hipótese na qual não tem o último a ação contra a sociedade anônima, igualmente lesada pela administração irregular, sob pena de se impor à companhia duplo prejuízo, isto é, além dos danos sentidos em decorrência da má gestão, também o dever de indenizar os acionistas por dano indireto.

Assim, a instituição indica que se deveria ajuizar uma ação social, e o acionista poderia apenas participar como substituto processual para pleitear excepcionalmente direito da sociedade. Desta maneira, decidiu-se pela ilegitimidade ativa do acionista, isto é, não foi reconhecido o seu direito de pleitear em nome próprio as perdas causadas ao seu patrimônio.

<sup>62</sup> Os argumentos que serão abordados a seguir são afirmações retiradas do acórdão TJSP, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.8.26.0100, Rel. Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015.

<sup>63</sup> Para maiores detalhes, conforme: H. M. Markowitz, “Portfolio Selection”, *Journal of Finance* 7. March, 1952. pp 77-91. A teoria do portfólio eficiente trabalha com a ideia da fronteira eficiente de mercado, isto é, o portfólio ótimo, aquele que maximiza a relação de risco e retorno, não havendo qualquer outra composição de ativos mais eficiente, ou seja, que tenha o maior retorno esperado dado certo nível de risco.

<sup>64</sup> EF Brigham, MC Ehrhardt. *Financial Management: Theory and Practice*. 13th Edition. Chapter 6, Part 3. Risk, Return and the Capital Asset Pricing Model.

identificáveis, e, portanto, passíveis de serem precificadas ou quantificadas.<sup>65</sup>

O investidor no momento em que tomou a sua decisão de investimento, apenas lidou com os riscos envolvidos nos valores mobiliários do Banco Panamericano S/A (BNMP4), expressos principalmente a partir da análise subjetiva das informações financeiras da instituição tornadas públicas até aquele momento.

O investidor não possuía instrumentos, muito menos seria minimamente viável ou plausível exigir que ele lidasse com a possibilidade de que os demonstrativos financeiros do Banco réu tivessem sido fraudados ou de que a informação ali contida era efetivamente verídica e representativa da realidade. Isto é, que o investidor balizasse sua tomada de decisão de investimento, não só pelo risco envolvido na operação da instituição financeira, mas também pela possível incerteza quanto à higidez do Banco réu, pois se trata de uma presunção comumente assumida no mercado.

A presunção aqui realizada pelo investidor, decorrente da obrigação legal prevista no regime jurídico informacional brasileiro, é a de que a informação tornada pública pela companhia deve ser necessariamente completa, ampla<sup>66</sup>, clara, precisa, atual, objetiva adequada, necessária, útil à avaliação<sup>67</sup>, verdadeira e consistente, caracterizando-se como falha informacional, e, portanto, fraude sujeita a responsabilização nas esferas civil, administrativa e penal, a falsidade da informação, ou seja, uma informação necessariamente inverídica, mas também informações enganosas, imprecisas, inexatas, equivocadas, e até a omissão ou o excesso de informações. Assim, o regime jurídico informacional e de responsabilidade visa o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, e ao mesmo tempo viabiliza que o investidor presuma que a informação prestada é verídica e precisa, dando as condições para que ele tome o risco que julgar adequado às suas pretensões. Em conclusão, a perda aqui teria se dado, não pelo risco assumido pelo investidor, resultado da análise subjetiva dos dados financeiros do Banco réu, mas sim pelo ato ilícito cometido pelos administradores que colocou a higidez da instituição em jogo, gerando imprevisibilidade e incerteza no mercado.

Além disso, sustenta-se que “a cotação das ações de uma companhia na bolsa de valores não serve como critério para avaliar o perfil da empresa, eis que os parâmetros utilizados no mercado de ações são voláteis, sofrendo especulações de investidores e diversas influências externas”. De acordo com a Teoria dos Mercados Eficientes, já descrita no corpo deste trabalho, o mercado de valores mobiliários funciona de maneira eficiente, devido à competição entre os diversos agentes racionais participantes do mercado, isto é, o preço de qualquer ativo mobiliário, em qualquer momento do tempo, reflete toda a informação disponível sobre ele, sendo considerado, portanto, a melhor estimativa de seu valor

---

<sup>65</sup> EF Brigham, MC Ehrhardt. Financial Management: Theory and Practice. 13th Edition. Chapter 6, Part 3. Risk, Return and the Capital Asset Pricing Model.

<sup>66</sup> Conforme os Arts. 1.º, 4.º e 38 da Instrução CVM400/2002, e 14 da Instrução CVM 480/2009.

<sup>67</sup> Conforme os Arts. 38 da Instrução CVM 400/2002 e 17 da Instrução CVM 480/2009.



intrínseco.<sup>68</sup> Neste sentido não há dúvidas que o único parâmetro que reflete o perfil de uma empresa da maneira mais adequada é o preço ou cotação em bolsa de seus valores mobiliários, uma vez que este leva em consideração toda a informação disponível e as diferentes perspectivas dos diversos agentes de mercado sobre o mesmo ativo. Certo é que sempre haverá um componente de volatilidade no preço, principalmente no curto prazo, entretanto no longo prazo a tendência é que o preço do valor mobiliário de uma empresa convirja para os seus fundamentos e seja a estimativa mais adequada de seu valor intrínseco, conforme afirma a Teoria dos Mercados Eficientes.

Em seguida, os magistrados defendem que “tendo em conta que o valor das ações cotado em bolsa sofre oscilações significativas em um mesmo dia, esse parâmetro não pode servir como fundamento para verificar o valor mercadológico de uma empresa”, já que ademais “não estaria fundamentado no valor contábil patrimonial, mas por especulações financeiras, sendo passível de oscilações mercadológicas decorrentes de fatores externos.” Cabe aqui fazer outra colocação importante, existe uma distinção relevante a ser feita a respeito da diferença entre Valor Mercadológico de uma Empresa ou *Market Capitalization* e Valor Contábil Patrimonial. Ambas são medidas de valor financeiro ou econômico, entretanto, observam aspectos diferentes de uma companhia.

O valor mercadológico de uma empresa pode ser calculado com base no valor por ação corrente multiplicado pelo total de ações disponíveis ao mercado, esta medida denominada de *Market Cap*, no meio financeiro, possui como fundamento a percepção de todos os investidores a respeito da capacidade de geração de caixa futura da companhia decorrente de sua operação. Neste sentido, o Valor Mercadológico de uma empresa possui intrinsecamente uma medida de previsão de geração de valor futuro e de crescimento futuro da Companhia. Pode-se dizer que o *Market Cap* é uma medida de valor ou precificação que olha para a percepção dos investidores quanto à capacidade de geração de riqueza futura da Companhia. Assim, o valor de mercado de uma empresa é dado pelo montante representativo da geração de riqueza futura da empresa, segundo a percepção dos investidores, trazido a valor presente, a partir de uma taxa de desconto, geralmente dada pelo custo ponderado médio de capital da empresa, ou, *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).<sup>68</sup>

Por outro lado, o Valor Contábil Patrimonial é caracterizado pela diferença entre todos os Ativos e Passivos já assumidos pela empresa, isto é, ele é calculado com base no passado da companhia, trata-se de uma fotografia em algum momento do tempo a respeito da situação financeira da empresa. Ele não leva em consideração, portanto, a capacidade de geração de riqueza futura através de sua operação, logo, em muitos casos se trata de uma medida menos completa e precisa a respeito do valor total e real da Companhia.<sup>69</sup>

<sup>68</sup> FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. American Finance Association. 28<sup>th</sup> Annual Meeting. New York. Journal of Finance. Vol. 25. (1970) p.387.

<sup>69</sup> Bodie, Kane, Marcus, Investments, 7<sup>th</sup> edition. New York: McGraw Hill/Irwin, 2008. Chapter 18. p. 605 e ss.

Logo, ao contrário do que foi afirmado na decisão, é justamente o valor das ações multiplicado pelo total de ações que leva a verificação do Valor Mercadológico de uma Empresa ou *Market Capitalization*. As oscilações nesse valor são perfeitamente compatíveis e condizentes com o comportamento do mercado de valores mobiliários, uma vez que são fruto da alteração na percepção do conjunto dos investidores, quanto às perspectivas de geração de riquezas futuras a partir da operação de determinada empresa. Deste modo, contrariamente ao afirmado, não há nenhum motivo para se impedir a utilização do valor das ações como um parâmetro para se calcular uma possível indenização aos investidores.

Por fim, há a alegação de que pelo fato de o investidor ter vendido prematuramente as ações, teria optado por esse risco da perda, não permitindo que elas se recuperassem posteriormente com o saneamento da instituição, não tendo o banco, portanto, responsabilidade pela reparação dos danos sofridos pelo apelante. Nesse sentido, sustentam que também não haveria que se falar em lucros cessantes, uma vez que as perspectivas de mercado não seriam necessariamente atingidas. Há aqui claramente um deslocamento de causa quanto ao dano sofrido pelo investidor, da fraude perpetrada pelos administradores em nome da instituição Banco Panamericano S/A, para a venda supostamente prematura das ações. Isso é no mínimo irracional, incoerente e antijurídico. Ora, o dano sofrido pelo investidor indiscutivelmente teve origem no ato ilícito da fraude premeditada e levada a termo pelos administradores da instituição, dado o respectivo descumprimento do regime jurídico informacional existente, como já explicitado anteriormente. Claro que sua materialização no sentido monetário-financeiro, se dá efetivamente com a venda das ações por um valor menor do que o que foi pago pelo investidor, entretanto, isto não deve ser tido como um elemento de exclusão de responsabilidade ou legitimação da fraude perpetrada em relação aos demonstrativos financeiros do Banco réu que foram divulgados ao mercado.

Caberia ainda argumentar, que o dano pode se materializar não somente a partir da venda por um valor menor do que o de aquisição, mas também pela aquisição por um valor superior ao que o mercado teria estabelecido, se houvesse tido conhecimento da fraude previamente ao momento de aquisição dos papéis pelo investidor, nessa hipótese a esfera jurídico-patrimonial do investidor já teria sido lesada pela perda de valor de mercado, mesmo que o valor mobiliário não fosse alienado.<sup>70</sup> Além disso, devemos reconhecer que nenhum investidor racional opta por uma venda antecipada simplesmente por optar pela perda, mas sim para minimizar ou reduzir o risco de registrar um prejuízo ainda maior do que o já apurado, posto que é sabido que quando fatos como esses, envolvendo fraudes, vêm à tona ao mercado, a queda no preço dos valores mobiliários se dá de maneira acentuada e acelerada, sem perspectivas ou horizonte para recuperação, até que a dimensão de todos os acontecimentos seja completamente apurada.

---

<sup>70</sup> Conforme discutido também em: BUSCHINELLI, G. S. K. In: CORDONIZ, G.; PATELLA, L. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. Lei 6.385/1976. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 412 e ss.

Em conclusão, acredito que tanto a instituição financeira quanto os administradores deveriam ser responsabilizados pelos danos sofridos pelo investidor, com base tanto no regime jurídico informacional e de responsabilidade existentes, quanto na Teoria dos Mercados Eficientes e no regime geral da responsabilidade civil. Nesse caso, o preço de mercado seria uma função de todo o conjunto informacional disponível, razão pela qual seria possível presumir a existência do nexo de causalidade entre uma informação inexata e o dano sofrido pelo investidor, ensejando, portanto, o direito à indenização.<sup>71</sup>

#### 4.2 Caso OGX: Falhas Informacionais

O caso da OGX<sup>72</sup>, trata da defesa de direito individual homogêneo de um conjunto de investidores da Companhia, argumenta-se que o réu, Eike Fuhrken Batista quando encontrava-se no exercício de suas funções, teria causado prejuízos e danos aos acionistas da companhia. A Empresa OGX e o réu, “induziram seus investidores, mediante fraude, na negociação de suas ações, (OGXP3) na BM&F BOVESPA, a registrar prejuízos patrimoniais representados pela depreciação do valor dos títulos.”<sup>71</sup> Assim, o autor pede para que o réu seja condenado a pagar indenização por danos materiais e morais.

Dentre as práticas imputadas pelos investidores ao réu e a OGX, que são vedadas pelo Regime Jurídico Informacional Vigente<sup>73</sup>, e que teriam levado os investidores a registrarem prejuízos decorrentes da perda de valor das ações da companhia, durante o período de 2009 a 2014 estão, “(i) a divulgação pública de informações falsas sobre a companhia, (ii) omissão de informações importantes sobre as reservas petrolíferas da OGX, forjando um cenário de riqueza inexistente e (iii) a prática de *insider trading* por parte do réu, tendo este negociado ações com o conhecimento de fatos relevantes não divulgados ao mercado, com a obtenção de vantagem a partir de tal operação.”

Deste modo, a fraude por falha informacional teria sido levada adiante por meio da divulgação e veiculação de fatos relevantes e comunicados ao mercado, por parte da empresa, de autoria e responsabilidade do réu, que continham informações falsas sobre a companhia ou simplesmente omitiam informações importantes a respeito das reservas da OGX, criando um cenário de riqueza irrealista e inexistente.

<sup>71</sup> Conforme discutido também em: BUSCHINELLI, G. S. K. In: CORDONIZ, G.; PATELLA, L. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. Lei 6.385/1976. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 412 e ss.

<sup>72</sup> Conforme, Decisão da 7.<sup>a</sup> Vara Empresarial da Justiça Estadual do Rio de Janeiro, Processo 0085670-76.2015.8.19.0001(2015.8.19.0001), Sentença 15.05.2016, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana. O caso trata de uma ação civil pública movida pela autora, a Associação dos Investidores Minoritários (AIDMIN), que reúne tanto os acionistas minoritários quanto ex-acionistas da empresa Óleo e Gás Participações S/A – OGPar, em face de Eike Fuhrken Batista, Presidente do Conselho de Administração da referida sociedade. O réu exerceu as funções de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente da OGPar, durante o período em que os associados da autora adquiriram os valores mobiliários da empresa OGX (OGXP3). Além disso, Eike foi denunciado ao Ministério Público do Estado de São Paulo pela prática de insider trading, ocorrido em abril do ano de 2013, pelo fato do réu ter negociado suas ações (OGXP3) antes da divulgação de fatos relevantes.

<sup>73</sup> Refere-se aqui a Lei 6.404/76 e Lei 6.385/76, Lei das Sociedades Anônimas e Lei do Mercado de Capitais, além de todas as Instruções da (CVM) já citadas neste trabalho.

No Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, houve o julgamento da ação civil pública sendo esta extinta sem o julgamento do mérito, já que houve o acolhimento de preliminar de inadequação da via eleita pelo autor, formulada pelo réu em sua defesa, isto é, o acolhimento da afirmação da inexistência de direito homogêneo entre os associados do autor, a justificar o ajuizamento da ação civil pública. Ademais, conforme o respectivo juízo, não houve a demonstração nos autos por parte do autor, da relevante repercussão social dos atos imputados ao réu, seja pela sua natureza, seja pela sua dimensão, manifestando-se da seguinte maneira, “Não se está afirmando, com tal conclusão, que os fatos objetos do pedido inicial não tiveram repercussão social, mas sim que a natureza e a dimensão de tais fatos não autorizariam o ajuizamento de ação civil pública, já que restrito a seara de acionistas que, embora minoritários, conhecem os riscos do mercado de ações.”<sup>74</sup>

O primeiro ponto que aqui se faz importante analisar, a partir da decisão do Tribunal, é a efetiva existência ou não de direito homogêneo entre os diversos investidores e ex-acionistas que compõem a Associação dos Investidores Minoritários (AIDMIN), responsável por interpor a presente demanda indenizatória.

O direito individual homogêneo é conceituado por aquele que decorre de uma origem comum. Caracteriza—se por ser divisível, isto é, ter por titular pessoas determinadas ou determináveis, sendo seu objeto divisível, e uma origem comum de natureza fática. Em suma, trata-se de um feixe de interesse individuais, agrupados por uma origem comum, e que por este motivo podem ser objeto de tutela coletiva.<sup>75</sup> Ainda, conforme citado no âmbito da própria decisão do Tribunal, “A homogeneidade e a origem comum são, portanto, os requisitos para o tratamento coletivos dos direitos individuais”, “Ora, quando se tem um interesse individual homogêneo é possível determinar quem foi ou será atingido pela conduta inquinada, por que ela tem uma origem comum. O seu objeto material é divisível, mas os seus interessados não tem entre si relação jurídica base, pois seu vínculo é apenas fático. O interesse não precisa ser indisponível, basta que tenha repercussão social, pela sua natureza ou dimensão.”<sup>76</sup>

Destarte, é evidente que há uma origem comum do direito a indenização pleiteado, que se manifesta a partir da prestação de informação relevante, de forma omissa, por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, a OGX, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa. Há aqui, portanto, uma evidente violação das obrigações e deveres presentes no Regime Jurídico Informacional Vigente<sup>77</sup>, caracterizando-se, portanto, um ato ilícito e um dano

<sup>74</sup> Decisão da 7.<sup>a</sup> Vara Empresarial da Justiça Estadual do Rio de Janeiro, Processo 0085670-76.2015.8.19.0001 (2015.8.19.0001), Sentença 15.05.2016, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana.

<sup>75</sup> GONÇALVES, Marcus Vinicius Rios. *Tutela de Interesses Difusos e Coletivos*. São Paulo: Saraiva, 2013. – (Coleção Sinopses jurídicas v.26). p. 17.

<sup>76</sup> Decisão da 7.<sup>a</sup> Vara Empresarial da Justiça Estadual do Rio de Janeiro, Processo 0085670-76.2015.8.19.0001 (2015.8.19.0001), Sentença 15.05.2016, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana.

<sup>77</sup> Refere-se aqui a Lei 6.404/76 e Lei 6.385/76, Lei das Sociedades Anônimas e Lei do Mercado de Capitais, além de todas as Instruções da (CVM) já citadas neste trabalho. Mais especificamente, a obrigação de prestar informações de forma, completa, ampla, clara, precisa, atual, objetiva adequada, necessária, útil à avaliação, verdadeira e consistente. Está presente também, certo cuidado com a extensão, quantidade, veracidade e adequação de linguagem nas informações que são prestadas aos agentes de mercado em geral, conforme o Art 38 da CVM

decorrente deste pela desvalorização das ações da companhia.

Outrossim, há manifesto desacordo com ou desconhecimento a respeito do que versa a Teoria dos Mercados Eficientes (FAMA), sobre o funcionamento do mercado de capitais. Como já reiterado algumas vezes, o preço dos valores mobiliários é a melhor ou a mais adequada estimativa do valor intrínseco de uma companhia, pois reflete toda a informação disponível ao mercado para os investidores. Quando este preço passa a ser manipulado por meio de falhas informacionais, resultando em uma prestação informacional fraudulenta, pode-se dizer que todos os investidores daquele valor mobiliário e de forma indireta, o mercado como um todo é afetado da mesma maneira, por uma ordem fática única, caracterizando-se a homogeneidade do direito. Isto é, nenhum agente participante de mercado ou investidor, poderá formular o seu juízo, negociar suas ações, ou tomar a sua decisão de investimento a respeito da Companhia, da forma mais eficiente e adequada possível, salvo aquele que possuía o conhecimento a respeito da falsidade das informações a sobre a OGX, neste caso aquele que cometeu o ato ilícito. Aqui estaria presente também a dimensão da repercussão social do fato, pois ainda que somente os investidores e ex-acionistas da OGX efetivamente tenham registrado danos ou prejuízos, a conduta da empresa vai contra a lei, prejudica a lógica do funcionamento eficiente e seguro do mercado de capitais, afetando a proteção aos investidores, já que mina a confiança no mercado e no fato de que as regras e o regime jurídico informacional existente serão necessariamente seguidos e respeitados.

Por fim, é importante ressaltar a existência no ordenamento jurídico brasileiro de uma lei de ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores do mercado de valores mobiliários desde 1989<sup>78</sup>. A lei define o Ministério Público como parte legítima para, de ofício ou por solicitação da CVM, adotar medidas judiciais com o objetivo de evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos investidores de mercado.<sup>79</sup> Esta legitimidade do MP não afasta, entretanto, a possibilidade de medida judicial individualmente utilizada por investidores prejudicados.<sup>80</sup> Os ilícitos definidos por essa lei são, “a omissão de informação relevante por parte de quem estava brigada a divulgá-la, assim como a prestação de informação incompleta, falsa ou tendenciosa”<sup>81</sup>. A sentença deverá conter uma condenação

---

400/2002 e Art. 3.º, § 5.º, da Instrução CVM 358/2002. Ademais, as falhas informacionais, conforme estabelece a CVM, podem ser a falsidade da informação, ou seja, uma informação necessariamente inverídica, mas também informações enganosas, imprecisas, inexatas, equivocadas, e até a omissão ou o excesso de informações.

<sup>78</sup>Trata-se da Lei 7.913/1989, segundo a qual também deverá haver aplicação subsidiária do disposto na Lei 7.347/1985 (Lei Ação Civil Pública). A menção a respeito dessa lei foi baseada em: MULLER, Viviane. P. *Não Custa Nada Mentir: Desafios para o ressarcimento de investidores*. 2016. p. 18.

<sup>79</sup>Artigo 1.º da Lei 7.913/1989.

<sup>80</sup>Artigo 1.º da Lei 7.913/1989: “Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliário (CVM), adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado [...]”.

<sup>81</sup>Conforme determina o artigo 1.º da Lei 7.913/1989, os danos pleiteados podem decorrer de: “I – operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; II – compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou

genérica, reconhecendo a responsabilidade do réu pelos danos causados e condenando a repará-los às vítimas.<sup>82</sup> Parte-se, então, para um processo de liquidação de sentença a título individual, em que caberá aos que se habilitarem, provar o dano pessoal e o nexo de causalidade entre esse dano e o dano geral reconhecido na sentença, além de qualificar os prejuízos. A indenização resultante de uma eventual condenação deverá ser revertida aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo.<sup>83</sup> Deste modo, cada investidor deverá habilitar seu crédito no processo, decaindo esse direito em dois anos.<sup>84</sup>

Em conclusão, no meu entendimento esta ação civil pública deveria ter sido julgada procedente, determinando-se uma indenização para os investidores e ex-acionistas da OGX, uma vez que está caracterizada, (i) a existência de um ato ilícito, (i) um dano aos autores decorrente deste, (iii) a existência de um direito individual homogêneo, e (iv) de uma repercussão social relacionada às possíveis consequências, e a representatividade da natureza do fato, para o adequado e eficiente funcionamento do mercado de valores mobiliários, conforme pretende assegurar o regime jurídico informacional e regulatório vigentes.

---

função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; III – omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa”.

<sup>82</sup> Ressalta-se que, de acordo com o artigo 3.º da Lei 7.913/1989, a Lei 7.347/1985 aplica-se subsidiariamente. Por sua vez, nos termos do artigo 21 desta Lei, há aplicação subsidiária do Código de Defesa do Consumidor. Artigo 95 do CDC.

<sup>83</sup> Artigo 2.º da Lei 7.913/1989.

<sup>84</sup> Artigo 2.º, § 2.º, da Lei 7.347/1985, com redação dada pela Lei 9.008/1995.

## 5 Conclusão

Primeiramente, pode-se dizer que a baixa quantidade de casos<sup>85</sup> encontrados envolvendo pedidos de indenização por danos causados aos investidores decorrentes de fraude ao mercado de capitais, ligadas a falhas informacionais, indica que o Poder Judiciário não se revela como uma instituição constantemente procurada por investidores, tanto individualmente, quanto coletivamente, para solucionar controvérsias desse gênero. Ademais, infelizmente, de forma geral, o conteúdo das decisões tende a indicar pela não indenização dos investidores devido ao não reconhecimento do dano ou da responsabilidade da Companhia.

O Judiciário não só demonstrou um total desconhecimento a acerca da Teoria dos Mercados Eficientes, como também assumiu diversas posições argumentativas que contrariam por completo a própria lógica de funcionamento do mercado de valores mobiliários brasileiro. Neste sentido, acredito que há muito a ser explorado pelo mundo jurídico a respeito da Teoria dos Mercado Eficientes, especialmente quanto às suas possíveis implicações para o regime da responsabilidade civil, no âmbito do mercado de valores mobiliários, e principalmente no que tange a discussão a respeito do requisito da comprovação do nexo de causalidades nesses casos.

A utilização dessa teoria econômico-financeira pelo mundo jurídico no contexto desses casos pode contribuir de maneira decisiva para o aprimoramento do funcionamento do mercado de valores mobiliários. Podemos elencar diversos benefícios relacionados ao próprio desenvolvimento do mercado, como por exemplo, uma maior eficiência na alocação de recursos por parte dos investidores, uma possível queda no custo de captação das empresas, e, portanto, um maior número de emissores, um aumento no número de investidores participantes deste mercado, um maior crescimento do mercado e consequentemente da própria economia do país, entre outros.

---

<sup>85</sup> Conforme já mencionado, foram selecionados seis casos, dos quais apenas dois foram considerados relevantes de modo a serem efetivamente detalhados para o âmbito deste trabalho.

## 6 Referências Bibliográficas

BUSCHINELLI, G. S. K. In: CORDONIZ, G.; PATELLA, L. Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei 6.385/1976. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

Bodie, Kane, Marcus, Investments, 7th edition. New York: McGraw Hill/Irwin, 2008.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova lei das S.A. São Paulo: Saraiva, 2002. Apud PROENÇA, José Marcelo Martins. Insider trading. Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

COOTNER, Paul. H. The Random Character of Stock Market Prices. Cambridge. MIT Press (1964).

EF Brigham, MC Ehrhardt. Financial Management: Theory and Practice. 13th Edition. Chapter 6, Part 3. Risk, Return and the Capital Asset Pricing Model.

EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e o Mercado de Capitais. Apud EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FAMA, Eugene. Random Walks in Stock Market Prices. Graduate School Of Business, University of Chicago. Journal of Business (1965).

FAMA, Eugene. The Behavior of Stock Market Prices. Journal of Business (38). (1965).

FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. American Finance Association. 28th Annual Meeting. New York. Journal of Finance. Vol. 25. (1970).

FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets (II). The Journal of Finance. American Finance Association. Vol 46. (1991).

FAMA, Eugene. Two Pillars of Asset Pricing. Nobel Prize Lecture. (2013).

FRANCO, Gustavo. H. B. As leis secretas da economia. Rio de Janeiro. Zahar, 2012.

GONÇALVES, Marcus Vinicius Rios. Tutela de Interesses Difusos e Coletivos. São Paulo:



Saraiva, 2013. – (Coleção Sinopses jurídicas v.26).

H. M. Markowitz, “Portfolio Selection”, Journal of Finance 7. March, 1952.

LINTNER, John (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, Review of Economics and Statistics, 47 (1).

MOORE, Arnold. A Statistical Analysis of Common-Stock Prices”. Phd Dissertation, Graduate School of Business, University of Chicago (1962).

MULLER, Viviane. P. Não Custa Nada Mentir: Desafios para o ressarcimento de investidores. 2016.

PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

PITTA, A. G. O regime de informação das companhias abertas. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SHARPE, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of Finance, 19 (3).

SANTANA, M. H. The Novo Mercado. In: SANTANA, M. H.; PETRA, M. A.; YURTOGLU, A. B. B., CUNHA, M. R. Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform, 2008. Disponível em:  
<<http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/e1162a8048a7e69ea787e76060ad5911/Novo%2BMercado%2Btext%2Bscreen%2B4-21-08.pdf?MOD=AJPERES>>.

SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012.

VILELA, R. Conflito de interesses nas companhias de capital aberto e o novo padrão de transparência IFRS: um estudo empírico dos mecanismos voluntários dedicados às transações entre partes relacionadas. 2012. Dissertação (Mestrado) – FGV Direito, São Paulo.  
Disponível em: [http://sb.fgv.br/catalogo-sp/index.asp?codigo\\_sophia=83916](http://sb.fgv.br/catalogo-sp/index.asp?codigo_sophia=83916)

KENDALL, Maurice. The Analysis of Economic Time Series. Journal of the Royal Statistical Society. Series A. (1953).

BRASIL. Lei 6.404/1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)

BRASIL. Lei 6.385/1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm)

BRASIL. Lei nº 10.406/2002.  
Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm)

BRASIL. Instrução CVM 358/2002.  
Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst358.html>

BRASIL. Instrução CVM 400/2002.  
Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst400.html>

BRASIL. Instrução CVM 480/2009.  
Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>

BRASIL. TJSP, 2º Câmara Reservada de Direito Empresarial, Apelação 1089065-29.2013.8.26.0100, Rel. Ramon Mateo Júnior, j. 10.04.2015.

BRASIL. Decisão da 7.<sup>a</sup> Vara Empresarial da Justiça Estadual do Rio de Janeiro, Processo 0085670-76.2015.8.19.0001(2015.8.19.0001), Sentença 15.05.2016, Juiz Fernando Cesar Ferreira Vian



