

# *Transparência no mercado de capitais: information overload, eficiência ou tutela dos investidores?*

DR.ª MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA

SUMÁRIO: §1. Apresentação do problema. A regulação europeia: entre políticas de transparência e soluções substantivas. §2. Obrigações de informar: a tensão entre o bom governo societário e a tutela dos investidores. §3. As falhas das políticas de transparência: informação complexa, information overload e matéria sensível. §4. A influência da informação no mercado de capitais: teoria do mercado eficiente, random walk e behavioral economics: 4.1. Teoria do Mercado Eficiente (TME); 4.2. Behavioral economics: refutação da TME?: 4.2.1. A “exuberância irracional” de Shiller; 4.2.2. O caso particular das bolhas: transparência vs. “phantastic objects”. §5. Conclusões.

## **§1. Apresentação do problema. A regulação europeia: entre políticas de transparência e soluções substantivas**

A transparência societária é, cada vez mais, considerada um elemento chave do mercado financeiro e uma peça decisiva no crescimento económico<sup>1</sup>. O aparecimento de mercados de capitais líquidos, desenvolvidos e sofisticados facilitou a angariação de capital. Porém, as virtualidades do mercado só podem ser atingidas mediante fortes exigências de transparência combinadas com um regime de responsabilidade civil eficiente e que constitua um verdadeiro incentivo à *compliance*. Por isso se tem afirmado a essencialidade da informação no sistema de governação dos emitentes<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Cf. MERRITT B. FOX, *Civil liability and mandatory disclosure*, Columbia Law Review, vol. 109, 2009, disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1115361](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1115361), 1.

<sup>2</sup> Cf. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 3.ª ed., 2016, 705.

Os escândalos financeiros, entre os quais se contam, a título de exemplo, o Worldcom, Enron e Tyco, deixaram os investidores e *players* no mercado desconfortáveis com a regulamentação existente. Os pedidos de mais transparência fizeram-se ouvir. Não é de estranhar: muitas das medidas regulatórias no sentido da *full disclosure* surgiram como reação a crises financeiras ou outras perturbações no mercado, demonstrando que “os grandes abalos provocam as grandes reformas do direito dos valores mobiliários”<sup>3</sup>. Nos últimos anos, a estratégia europeia tem ido no sentido de a regulamentação ser feita com base na divulgação de informação considerada relevante pelo legislador, solução, aliás, assimilada do contributo norte-americano<sup>4</sup>. Soluções substantivas para algumas práticas no mercado – como o *decoupling* entre direito de voto e interesse económico<sup>5</sup>, entre outras, – têm sido preteridas a favor de crescentes

<sup>3</sup> PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação e a formação de preços no mercado de valores mobiliários*, 2CadMVM 1998, 79-93 (83). O autor nota, entre outros exemplos, que o *Securities Act* e o *Securities Exchange Act* americanos surgem como reação direta à crise de 1929 e que a falência do Herstaat Bank espoletou a Concordata de Basileia.

<sup>4</sup> Neste sentido, cf. PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação* cit., 81-82. O autor assinala o contributo norte-americano no direito mobiliário nacional. O direito dos valores mobiliários terá bebido do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934 em três planos: (i) institucional, por via da existência de uma autoridade de supervisão especializada; (ii) na contraposição entre ofertas particulares e públicas, com regimes adaptados às diferentes necessidades de proteção dos investidores; e, por fim, (iii) na implementação de um sistema de “*deveres informativos particularmente densos em mercado: o full disclosure – visando eliminar assimetrias de informação, como modo de tutelar a confiança do investidor*”. Ainda assim, PAULO CÂMARA lembra que o sistema de *full disclosure* encontra raízes mais remotas e de tradição britânica (cf. nota 4 e, do mesmo autor, *Manual* cit., 703 e 704). Também KARSTEN ENGSIG SORENSEN (*Disclosure in EU corporate governance – a remedy in need of adjustment?*, *European Business Organization Law Review* 2009, 10(2), 255-283 (256)) acentua que historicamente a transparência assumiu mais importância nos Estados Unidos do que na Europa, embora nesta desempenhe um papel de importância em crescimento.

<sup>5</sup> O caso da dissociação entre o direito de voto e o interesse económico por via da contratação de instrumentos financeiros derivados é um bom exemplo da opção europeia pela regulamentação por via da transparência, em detrimento de soluções substantivas. Já HU e BLACK, (*Empty voting and hidden ownership: taxonomy, implications, and reforms*, 60, disponível em <http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/PM-6-Bus-Law-Hu-Black.pdf>), notavam que, no caso dos votos vazios, as regras de transparência não serão mais do que um primeiro passo para a solução do problema. Assim, a obrigação de notificar as posições vazias, por si mesma, não resolve o problema. No entanto, na medida em que os votos são imputados ao titular da *long leg* podemos questionar se da norma de imputação é possível retirar qualquer solução substantiva. Trata-se de questão que deixamos para estudo posterior. Já os casos de *hidden ownership* que, tipicamente, apareciam como forma de defraudar as regras sobre OPAs obrigatórias foram resolvidos pela Diretiva Transparência. Em Portugal, de acordo com o artigo 20.º, e) e i) do Código dos Valores Mobiliários, passaram a ser considerados, no cômputo das participações qualificadas, os direitos de voto que o participante possa adquirir em virtude de acordo celebrado com os respetivos titulares ou de instrumento financeiro

deveres de informação ao mercado. Acentua-se, portanto, a vertente regulatória de proteção dos consumidores pela disseminação de informação, acompanhada pelo aprofundamento de estratégias repressivas ou sancionatórias, ao mesmo tempo que as opções *problem solving* têm vindo a recuar<sup>6</sup>. Os crescentes deveres de informação que vigoram no mercado transportam-nos para a ideia do *big brother* orwelliano, desta feita não em 1984, mas, sim, no mercado de capitais do século XXI<sup>7</sup>.

A Europa tem avançado no sentido da construção de um mercado único de serviços financeiros, o que, de acordo com o Conselho Europeu de Lisboa, de março de 2000, seguido pelo de Barcelona, de março de 2002, implica a necessidade de melhorar os requisitos em matéria de transparência. É neste contexto que surge, por exemplo, a Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004<sup>8</sup>, também conhecida como *Diretiva Transparência*. Esta traduz um reconhecimento a nível europeu da necessidade de proteção dos investidores e da importância da *disclosure* para alcançar esse objetivo. A divulgação de informação exata, completa e oportuna é tida como elemento essencial no reforço da confiança dos investidores o que, por seu turno, protege os investidores e a eficiência do mercado. A tendência europeia vai, aliás, ao encontro da orientação daqueles autores que afirmam a transparência como o bem mais relevante no Direito dos valores mobiliários<sup>9</sup>.

e ainda os inerentes a ações subjacentes a instrumentos financeiros detidos pelo participante, com liquidação financeira, indexados a ações referidos na alínea e) e com efeito económico similar à detenção de ações ou de instrumentos referidos nessa mesma alínea. Na medida em que estas participações passaram a ser consideradas para efeitos da constituição do dever de lançamento de OPA, o problema da titularidade oculta de participações sociais ficou assim resolvido. Sobre estes problemas, cf. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA/MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Derivados financeiros e governo societário: a propósito da nova regulação mobiliária europeia e da consulta pública da ESMA sobre empty voting*, RDS IV (2012), 1, 49-109; MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direito sociais*, RDS III (2013), 537-602.

<sup>6</sup> Cf. LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação: utopia, realidade e intervenção pública*, Direito dos Valores Mobiliários, X, 2011, 65-112 (74).

<sup>7</sup> Embora numa área do direito diferente, a analogia entre as recentes reformas legislativas e a sociedade vigilante de Orwell é ensaiada por MENEZES CORDEIRO (*Sigilo bancário: fica a saudade?*, Cadernos O Direito 8(2014), 11-57 (56)) a propósito dos inúmeros casos de derrogação do sigilo bancário e de troca automática de informações.

<sup>8</sup> Alterada por quatro diretivas, desde então: Diretiva 2008/22/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de março de 2008, Diretiva 2010/73/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de novembro de 2010, Diretiva 2010/78/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 24 de novembro de 2010, Diretiva 2013/50/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 22 de outubro de 2013.

<sup>9</sup> Cf. PAULA COSTA E SILVA, *Direito dos valores mobiliários. Relatório*, Lisboa, 2005, 202; A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito dos valores mobiliários*, vol. I, Coimbra, 2015, 274.

Os deveres de informação somam-se em diversas áreas dos serviços financeiros e, inclusivamente, alguns setores que tradicionalmente não eram regulados têm vindo a ser objeto de crescente atenção<sup>10</sup>. Cada vez mais se reconhece a existência de um conjunto de princípios que devem orientar a regulamentação mobiliária e que se pode dizer constituírem uma verdadeira *Ordem Pública Bolsista*. Entre eles encontra-se, naturalmente, a transparência, a par da eficiência, proteção do investidor e estabilidade<sup>11</sup>.

Um mercado transparente – i.e., um mercado informado – apresenta vantagens reconhecidas, que vão desde a diminuição do risco assumido pelos investidores, que estão informados sobre a estrutura financeira e de controlo das sociedades, a um aumento da liquidez, valorização dos títulos transacionados, ao mesmo tempo que capta o interesse do mercado e credibiliza a atividade prosseguida pelos emitentes<sup>12</sup>. Diz-se que o mercado apenas será eficiente se existir uma multiplicidade de intervenientes, a informação for simétrica e os bens e serviços forem produzidos a um custo justo<sup>13</sup>.

No entanto, as falhas da regulação por via da imposição de deveres de transparência são óbvias. A constatação de que não se pode legislar a honestidade<sup>14</sup> e garantir o cumprimento desses deveres, a divulgação de informação complexa e difícil de digerir pelo investidor médio, a divulgação de informação em excesso que permite “enterrar” a informação verdadeiramente relevante, bem como os conhecidos riscos de *information overload* levam a que surjam cada vez mais críticos desta estratégia regulatória. Ainda assim, tem-se afirmado que a regulação por via da transparência é aquela que melhor obedece ao princípio da proporcionalidade<sup>15</sup> e põe em prática o *better regulation action plan* da Comissão

<sup>10</sup> Pense-se, a título de exemplo, na Diretiva 2011/61/UE, que estabelece um quadro jurídico aplicável à autorização, à supervisão e ao controlo dos gestores de um conjunto de fundos de investimento alternativos (GFIA), incluindo fundos de retorno absoluto e fundos de capitais de investimento. Passam a ser regulados alguns aspetos relativamente aos *hedge funds* (fundos de retorno absoluto), que são qualificados como Fundos de Investimento Alternativo (FIA) e, em geral, são, *v.g.*, introduzidos requisitos específicos relativos ao efeito de alavanca, i.e., à utilização da dívida para financiar o investimento. Em Portugal, esta diretiva foi parcialmente transposta para a Lei n.º 18/2015, de 4 de março (regime jurídico do capital de risco, empreendedorismo social e investimento especializado).

<sup>11</sup> Cf. LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação cit.*, 68.

<sup>12</sup> Estas vantagens são apresentadas por A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito cit.*, 276.

<sup>13</sup> Cf. MAFALDA GOUVEIA MARQUES/MÁRIO FREIRE, *A informação no mercado de capitais*, 3 CadMVM 1998, 111-123 (113).

<sup>14</sup> A frase é da Investopedia (*what would full disclosure mean for the market?*), disponível em <http://www.investopedia.com/articles/stocks/09/full-disclosure-mean-for-market.asp>.

<sup>15</sup> Cf. KARSTEN SORENSEN, *Disclosure in EU cit.*, 256.

Europeia<sup>16</sup>. Também o *Winter Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*<sup>17</sup> recomendou a adoção preferencial de estratégias de transparência face à regulação substantiva. A justificação pode ser encontrada no facto de a primeira favorecer a responsabilização e transparência no governo das sociedades, prevenindo comportamentos ilícitos dos administradores e combatendo estruturas societárias que não correspondam às melhores práticas. Diz-se que os requisitos de transparência e prestação de informações podem ser mais eficazes, flexíveis e fáceis de aplicar, protegendo aqueles que negociam com as sociedades e, também, os acionistas, por via da criação de um mercado mais eficiente. Por isso, o Grupo de Especialistas recomendou<sup>18</sup> que a União Europeia, quando implementasse uma nova regulação no domínio societário (ou alterasse aquela já existente), ponderasse os benefícios de impor critérios de transparência face à regulamentação substantiva, na medida em que promove um ambiente regulatório mais ligeiro, flexível e adaptável. Embora os seus efeitos sejam mais indiretos, a sua aplicação é, normalmente, mais fácil. Deve, ainda assim, evitar-se automatismos na prestação de informação e assegurar que sejam divulgados conteúdos relevantes e significativos. Em suma, exigir a divulgação de informação pode ser uma “poderosa ferramenta regulatória”<sup>19</sup>.

## §2. Obrigações de informar: a tensão entre o bom governo societário e a tutela dos investidores

Já se defendeu que as vantagens retiradas das regras de transparência não se relacionam com a proteção dos investidores, mas, sim, com uma eficiente alocação de recursos resultante da melhoria da *corporate governance* e do acréscimo de liquidez no mercado. De facto, mais informação promove a diminuição dos custos de capital e dos recursos utilizados pelos investidores em mercado secundário que para ganharem vantagens concorrem na procura de informação ainda não divulgada<sup>20</sup>. São os benefícios associados à *disclosure* societária que

<sup>16</sup> Comunicação da Comissão, de 5 de junho de 2002, Plano de ação “simplificar e melhorar o ambiente regulador” (COM(2002) 278 final) e Comunicação da Comissão, de 6 de junho de 2002, intitulada “Governança Europeia: Legislar Melhor” (COM(2002) 275 final).

<sup>17</sup> Bruxelas, 4 de novembro de 2002.

<sup>18</sup> Recomendação II.3, disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf).

<sup>19</sup> *Winter Report* cit., 33.

<sup>20</sup> Neste sentido, cf. MERRITT B. FOX, *Civil liability* cit., 16.

justificam a opção por esquemas de informação permanente e/ou periódica, independentes da oferta de valores mobiliários pelo emitente.

Diz-se que um dos grandes benefícios decorrentes da imposição de deveres de informação será a eliminação do risco não sistémico<sup>21</sup>, sem que se consiga suprimir o risco de mercado ou sistémico. Porém, pensando na diversidade de investidores que negociam no mercado, há que reconhecer que muitos se conseguirão proteger do risco não sistémico de formas mais eficientes e que comportam menos custos sociais por comparação com o aumento das obrigações de informação a cargo do emitente<sup>22</sup>. Por isso, já se entendeu que a *disclosure* não tem tanto impacto na tutela dos investidores, que conseguem proteção por outras vias, como terá no plano da melhoria do governo societário.

Não quer isto dizer que a informação não sirva, ainda, de forma intensa, uma função de proteção dos investidores. Tem-se considerado que a função da informação no mercado é quádrupla: (i) proteger os investidores<sup>23</sup>, (ii) fortalecer a governação, (iii) defender o mercado e (iv) prevenir ilícitos<sup>24-25</sup>. Diga-se, no entanto, que o objetivo de tutela dos investidores<sup>26</sup> apenas é prosseguido de

<sup>21</sup> O risco não sistémico (em inglês, como *unsystematic risk*, *nonsystematic risk*, *specific risk*, *diversifiable risk* ou *residual risk*) é o risco especificamente associado ao investimento numa sociedade ou indústria. São exemplos deste tipo de risco o aparecimento de um novo concorrente da sociedade participada, a alteração na legislação que regula a sua atividade ou no conselho de administração. São riscos que, por não afetarem todo o sistema de mercado, não devem ser considerados sistémicos.

<sup>22</sup> Cf. MERRITT B. FOX, *Civil liability* cit., 17.

<sup>23</sup> A informação justifica a confiança dos investidores, essencial para a manutenção do mercado. Já em 1989, MENEZES CORDEIRO (*Da transmissão em bolsa de ações depositadas*, n.º *O Direito* 121.º (1989), I, janeiro-março, 75-90 (77)) escrevia que a confiança “*apresenta-se hoje como um aspecto essencial de todo o tráfego mercantil. Na sua base está a ideia de que a pessoa, levada por outrem a acreditar em certo estado de coisas, tem direito à protecção do Direito*”. O autor identifica a confiança, a par da celeridade e do não-formalismo, como as três proposições básicas a que podem ser reconduzidos os vetores que animam o tráfego jurídico nas bolsas de valores.

<sup>24</sup> Cf. PAULO CÂMARA, *Manual* cit., 704. Esta é uma evolução da opinião do autor que anteriormente identificava uma dupla função da informação no mercado: assegurar (i) o esclarecimento das decisões de investimento e (ii) a regular formação dos preços (cf. PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação* cit., 82).

<sup>25</sup> A publicidade desencoraja operações fraudulentas. Tal como sugestivamente refere OSÓRIO DE CASTRO, *A informação no direito do mercado de valores mobiliários*, *Direito dos Valores Mobiliários* 1997, 333-347 337, “*people who are forced to undress in public will presumably pay some attention to their figures*”.

<sup>26</sup> Aqui considerados, tal como defende OSÓRIO DE CASTRO, *A informação* cit., 335, como coletividade, composta por um número indeterminado de pessoas, que corporiza a procura de valores mobiliários no mercado primário e a oferta e a procura desses valores no mercado secundário.

forma indireta por via da proteção dos mercados de capitais<sup>27</sup>, fazendo-se face aos riscos a que o investidor está sujeito quando negocia no mercado. Como ensina Assmann<sup>28</sup>, o investidor está sujeito a um risco de informação, que pode ser decomposto em quatro vertentes. A primeira é o *risco de oportunidade*, ou seja, o perigo de o investidor não tomar a decisão de investimento mais adequada. A segunda pode ser qualificada como *risco da conservação da substância e do rendimento*, i.e., que o emitente não faça a melhor utilização dos meios financeiros para conservar o seu valor, ao qual vem normalmente associado um *risco de administração* (que esta não seja suficientemente competente). Por fim, o investidor encontra-se, ainda, exposto ao *risco de liquidez*, que pode ser traduzido como a hipótese de (des)investimento a um preço desadequado, sem prejuízo de o investidor tomar as suas decisões próprias, ainda que inconvenientes<sup>29</sup>.

A imposição aos emitentes de deveres de informação habilita os investidores – atuais ou potenciais – a fazerem um juízo correto sobre os seus investimentos. Ou seja, possibilita que todos os investidores decidam com base nas mesmas premissas, sem prejuízo de fatores pessoais<sup>30</sup>, eliminando ou, pelo menos, reduzindo o risco de informação.

Podemos, então, falar numa multifuncionalidade dos deveres de informação, sendo certo que a tutela dos investidores apenas é alcançada de forma reflexa, por via da proteção da regularidade e eficiência do mercado de capitais<sup>31</sup>.

<sup>27</sup> O que implica que as normas de CVM não possam ser consideradas normas de proteção, na medida em que não visam tutelar – pelo menos de forma direta – interesses individuais, mas apenas o interesse público no regular funcionamento do mercado e na sua eficiência. Neste sentido, cf. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A informação* cit., 335; CARLOS COSTA PINA, *Dever de informação e responsabilidade pelo prospecto no mercado primário de valores mobiliários*, Coimbra, 1999, 22; MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade civil por prospecto no direito dos valores mobiliários: o bem jurídico protegido*, tese de doutoramento inédita apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2015. Esta hierarquização dos dois interesses protegidos implica que a tutela dos investidores possa ser comprimida quando assim o justifiquem os interesses na manutenção ou promoção da eficiência do mercado de capitais.

<sup>28</sup> Em HOPT/WIEDEMANN (Hrsg.), *Aktiengesetz Grosskommentar*, 4.<sup>a</sup> ed., Munique, 2001 e seguido por OSÓRIO DE CASTRO, *A informação* cit., 336. Também COSTA PINA, *Dever de informação* cit., 23 adere à ideia de risco de informação, ainda que não referindo as subdivisões.

<sup>29</sup> Naturalmente, mesmo com a informação necessária o investidor não deixa de incorrer em riscos. O que é visado pela regulamentação mobiliária é apenas que os riscos inerentes à interação socioeconómica não se devam à falta ou inexactidão da informação. Cf. CARLOS COSTA PINA, *Dever de informação* cit., 21.

<sup>30</sup> Cf. MAFALDA GOUVEIA MARQUES/MÁRIO FREIRE, *A informação* cit., 113. Sendo a informação igual do lado de quem vende e de quem compra, o encontro de vontades no mercado conduz à formação de um preço que corresponde ao seu valor intrínseco.

<sup>31</sup> Era esta a ideia que constava do preâmbulo do Código do Mercado de Valores Mobiliários, razão pela qual se dizia que o objetivo da regulamentação mobiliária era “assegurar a transparência dos

Porém, se o investidor médio não tiver capacidade para apreender a informação que é prestada ao mercado, será esta uma forma adequada de tutela<sup>32</sup>? E será razoável impor deveres tão exigentes, em especial considerando os custos associados à sua prestação? Ou conseguiremos, ainda, encontrar benefícios na informação prestada ao mercado? São estes alguns dos problemas sobre os quais nos propomos refletir de forma breve.

### §3. **As falhas das políticas de transparência: informação complexa, *information overload* e matéria sensível**

Enquanto o mercado de capitais for dominado pela assimetria informativa gerar-se-á um *market for lemons*<sup>33</sup>, que tenderá à eliminação dos produtos de melhor qualidade e à compra dos piores ou mais baratos, o que justifica as polí-

mercados de valores mobiliários” (artigo 4.º, c), Cód.MVM), ao mesmo tempo que para a adequada defesa das entidades emitentes, intermediários financeiros e dos investidores se garantia a prestação de informação suficiente, verídica, objetiva, clara e atempada sobre os valores mobiliários, as entidades que os emitem e as transações de que são objeto nos mercados respetivos. Cf. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A informação* cit., 333. A visão da informação como sendo dirigida à correta formação dos preços dos valores que são negociados ou oferecidos à subscrição é enfatizada por AMADEU FERREIRA, *Direito dos valores mobiliários*, Lisboa, 1997, 337.

<sup>32</sup> Em particular, há até quem defenda que o correlativo dos deveres de informação que impendem sobre os emitentes é a exigência que o investidor atue no mercado com uma diligência normal superior à média. Cf. LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação* cit., 76 e 77. Escreve o autor que “num mercado sofisticado a diligência deve ser superior à média e o *standard* de ‘investidor razoável’ é utilizado também para definir a responsabilidade dos emitentes”. Ao mesmo tempo que existe um dever de informar por parte dos emitentes, intermediários financeiros e, por vezes, alguns investidores, existe também um correspondente dever de procurar a informação. Assim, o padrão para avaliar a qualidade da informação prestada ao mercado deverá ser o investidor particularmente diligente e não o investidor médio.

<sup>33</sup> O *market for lemons* refere-se a uma conhecida teoria que é utilizada nos Estados Unidos para descrever aqueles mercados assolados por problemas de assimetria informativa. A teoria foi desenvolvida por GEORGE A. AKERLOF, *The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism*, *The quarterly journal of economics*, vol. 84, n.º 3 (1970), 488-500, e relaciona qualidade e incerteza. Utilizando o mercado de automóveis usados como paradigma, conclui que se os compradores se basearem em estatísticas passadas para avaliar a qualidade da sua potencial aquisição serão criados incentivos a que os vendedores ofereçam no mercado bens de reduzida qualidade, uma vez que beneficiarão das estatísticas do mercado como um todo. A conclusão final é que a assimetria informativa conduz à criação de um mercado de maus produtos. No mercado de automóveis usados o comprador adquire o veículo sem saber se se trata de um bom carro ou de um “limão”: apenas saberá qual a probabilidade de ser um limão e qual a probabilidade de ser um bom carro (489). É este mercado de maus produtos que se visa evitar ao combater a assimetria informativa no mercado de capitais.



ticas de transparência. Ainda assim, muitos investidores, porque confrontados com informação demasiado complexa ou porque são sobrecarregados por esta, não leem – ou não têm capacidade para assimilar – a informação prestada<sup>34</sup>. Por outro lado, caso os elementos comunicados sejam controversos, o mais provável será estarem escondidos entre os vários outros pormenores que têm de ser divulgados ao mercado<sup>35</sup>.

Muito se tem dito que a informação que deve ser prestada ao mercado ascendeu um nível tal que já é demasiada e impede os investidores de a compreenderem e reagirem de forma adequada<sup>36</sup>. Atingiu-se, portanto, um ponto de *information overload*<sup>37</sup>. Informação em excesso pode resultar em sentimentos de impotência e exaustão por parte dos seus destinatários, o que, em última análise, obsta à assimilação de informação essencial<sup>38</sup>. Existe excesso de informação

<sup>34</sup> Assim, por exemplo a *Capital Markets Development Taskforce* criada na Nova Zelândia chegou à conclusão que os investidores de retalho não estão satisfeitos com os documentos de *disclosure* que lhes são apresentados. Debatem-se com a sua extensão e complexidade, o que cria relutância a investir. Cf. JENNY CHEN/SUSAN WATSON, *Investor psychology matters: is a prescribed product disclosure statement a supplement for healthy investment decisions?*, 17 NZBLQ 142, dezembro 2011 (413).

<sup>35</sup> Cf. SORENSEN, *Disclosure* cit., 275.

<sup>36</sup> Cf. SORENSEN, *Disclosure* cit..

<sup>37</sup> Embora ainda ao abrigo do Código do Mercado dos Valores Mobiliários, OSÓRIO DE CASTRO, *A informação* cit., 342 e 343, considerava que o instituto da publicidade *ad hoc* era um bom exemplo (ainda que não o único) dos exageros do legislador em matéria de informação. À data escrevia que um dos excessos se prendia com a responsabilidade civil do emitente pela informação prestada neste contexto, que seria tendencialmente ilimitada, por abarcar todos os prejuízos dos investidores que venderam ou alienaram ações a preços não representativos da realidade. O autor considera que o sistema português se deveria aproximar do alemão, segundo o qual a violação do preceito acerca da publicidade *ad hoc* não gerava responsabilidade civil. Porém, desde então a *Wertpapierhandelsgesetz* foi alterada, tendo sido revogado o preceito que excluía a responsabilidade (§15 (6) WpHG). A atual versão da lei, no §15 (3) WpHG, determina que apenas existe responsabilidade nos termos dos §§ 37b e 37c WpHG. Ou seja, a responsabilidade não é ilimitada, mas existe. Por outro lado, a atual versão do CVM, ao contrário daquilo que ocorria ao abrigo do Cód.MVM quando OSÓRIO DE CASTRO escreveu, prevê a possibilidade de diferimento da obrigação de divulgação da informação privilegiada (artigo 248.º-A do CVM). Hoje, em virtude da regulamentação europeia (Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de abril de 2014 relativo ao abuso de mercado) a questão tem sido objeto de mais cuidado estudo. Para uma comparação, ainda que já desatualizada, entre o sistema português e o alemão de informação *ad hoc*, cf. CARLOS COSTA PINA, *Instituições e mercados financeiros*, Coimbra, 2005, 521-522.

<sup>38</sup> Cf. BEVERLY WOOLFSON, *Information overload: when Information becomes hazardous to your health*, *Legal Information Management* 2012, 12(1), 39-43 (39). A autora cita uma definição de excesso informativo: “*overload of sensation in the urban world that caused city dweller to become jaded... an incapacity to react do new situations with the appropriate energy*”.

quando esta deixa de ser útil para passar a ser um estorvo<sup>39</sup> para os investidores. O excesso de informação pode, aliás, constituir uma técnica de desinformação ou de “intoxicação” do investidor<sup>40</sup>.

Estratégias regulatórias baseadas na ideia de *full disclosure* resultam numa sobrecarga informativa dos mercados, o que frustra o seu objetivo primário. Mais informação prestada ao mercado não equivale a uma maior capacidade de assimilação por parte dos investidores. Por isso, o problema do *overload* informativo deve ser cuidadosamente considerado na regulação financeira<sup>41</sup> e repensados os requisitos de transparência obrigatórios ou a standardização da informação. De facto, a propósito da *internet bubble*, diz-se que o problema residiu, em parte, na falta de compreensão pelos investidores, que não era motivada por falta de explicações, mas pela sua abundância<sup>42</sup>.

Por outro lado, já foi também defendido que os elevados custos na prestação de informações favorecem as grandes empresas em detrimento das pequenas, que não têm estrutura capaz para os suportar<sup>43</sup>. Podemos, eventualmente, argumentar que, na medida em que a maioria dos deveres de transparência recaem sobre as sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, estas terão capacidade para suportar estes custos<sup>44</sup>. O argumento, da nossa perspetiva, conduz a um círculo vicioso: apenas se impõem deveres mais pesados de informação às sociedades cotadas na bolsa porque estas, à partida, têm mais poder económico. Mas se os custos forem desta ordem as sociedades com menor capacidade económica não entrarão no mercado<sup>45</sup>. Assim, em vez

<sup>39</sup> BEVERLY WOOLFSON (*Information* cit., 40) apresenta esta definição como sendo a mais consensual entre a doutrina especializada no tema.

<sup>40</sup> Cf. LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação* cit., 77 e 78.

<sup>41</sup> Cf. HANS VON REDEN, *Regulation of securities products post the financial crisis*, UCL Journal of Law and Jurisprudence 2013, 2(1), 11-140 (127 e 128).

<sup>42</sup> Cf. DAVID TUCKETT/RICHARD TAFFLER, *Phantastic objects and the financial market's sense of reality: a psychoanalytic contribution to the understanding of stock market instability*, Int. J. Psychoanal (2008) 89:389-412 (392).

<sup>43</sup> O que conduziria àquilo que COSTA PINA, *Dever de informação* cit., 23 denomina “efeitos perversos” da regulamentação, na medida em que esta, por gerar custos, induz ao aumento dos riscos.

<sup>44</sup> SONERENSEN, *Disclosure* cit., 276. Por outro lado, a constatação que a harmonização de regimes ainda não é perfeita faz com que uma sociedade possa incorrer em custos extra pelo facto de as ações representativas do seu capital social serem negociadas em mais do que um mercado regulamentado, até porque nada nas diretivas europeias impede os Estados Membros de introduzirem requisitos adicionais de transparência.

<sup>45</sup> Os custos associados à *compliance* são apenas um exemplo dos múltiplos encargos associados à cotação no mercado regulamentado. Lembre-se, *v.g.*, as taxas de admissão e outros custos diretos do *listing*, que se apresentam como resultado imediato do facto de a entidade gestora do mercado

de promovermos o mercado de capitais, criamos barreiras à entrada e à permanência das empresas na bolsa. Na verdade, o excesso regulatório pode propiciar uma fuga para financiamento através de meios próprios, capital de risco ou de financiamento bancário<sup>46</sup>. Será este verdadeiramente o objetivo do legislador?

E os vários aspetos elencados não contabilizam, ainda, a natureza particularmente sensível de algumas informações que devem ser prestadas ao mercado. No caso de a divulgação de informação prejudicar seriamente a sociedade, já se considerou que o dever de informar podia ser comprimido, visto a proteção da informação sensível ser um princípio de direito europeu<sup>47</sup>. Em Portugal, na medida em que se impõe que a informação seja lícita<sup>48</sup> tem de se concluir que o dever de informar não é absoluto, mas que, havendo colisão de direitos, deverá prevalecer aquele que for considerado hierarquicamente superior<sup>49</sup>. Assim, os intermediários financeiros e outros consultores devem abster-se de prestar informações quando exista conflito com interesses de outros clientes, quando se violem outros deveres, como o de sigilo ou, em geral, sejam violados direitos de terceiros<sup>50</sup>. Porém, ainda que consideremos que os deveres de informação podem ser afastados ou comprimidos em prol da proteção de informação sensível, sempre teremos de admitir que será rara a ocorrência dessa situação.

Perante as falhas das políticas de transparência poderíamos questionar se a regulação substantiva não deveria ser preferida face à imposição de deveres de informação demasiado complexos. À primeira vista, a informação apenas serve um propósito se a maioria dos acionistas a conseguir compreender

regulamentado ser uma sociedade anónima, que prossegue, naturalmente, o seu escopo lucrativo. É o caso, de entre vários, da Euronext Lisbon.

<sup>46</sup> Assinalando este dilema regulatório, cf. LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação cit.*, 89. É certo que o dever de informação, tal como qualquer outro dever, está sempre sujeito às limitações de quem o cumpre, sendo que apenas se terá de obter a informação exigível no caso concreto. A informação que seja de tal forma onerosa que acabe por tornar desrazoável ou mesmo prejudicial a informação em causa não deve ser exigida. Cf. AMADEU FERREIRA, *Direito cit.*, 334.

<sup>47</sup> Ideia afirmada pelo TJUE no caso Springer (C-103/03) e pelo Tribunal de 1.ª Instância no caso Danzer (C-435/02). A mesma ideia de base pode ser encontrada na Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição e posteriormente alterada pelo Regulamento (CE) n.º 219/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de março de 2009 e pela Diretiva 2014/59/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014. De acordo com o artigo 10.º/1, j), vigora um dever de publicar informações pormenorizadas, nomeadamente, sobre os acordos significativos em que a sociedade seja parte e que entrem em vigor, salvo se, pela sua natureza, a divulgação dos mesmos for *seriamente prejudicial* para a sociedade. Porém, esta exceção não existe em relação a outros deveres de informar.

<sup>48</sup> Artigo 7.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM).

<sup>49</sup> Neste sentido, A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito cit.*, 279.

<sup>50</sup> Assim, A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito cit.*, 279.

e agir com base nela<sup>51</sup>. Não apreendendo os investidores parte da informação prestada ao mercado, deveríamos enveredar por outras soluções? Note-se, porém, que, precisamente por muitas das matérias envolvidas serem complexas, delinear soluções substantivas afigura-se particularmente problemático<sup>52</sup>. E mesmo perante as falhas apontadas às políticas de transparência, há que considerar que a informação ainda desempenha um importante papel na formação dos preços do mercado e, por essa via, na tutela dos investidores, ainda que desinformados. Como escrevemos *supra*, a tutela dos investidores apenas é alcançada por via da proteção do mercado. A forma como a informação influencia o mercado de capitais é questão a que nos dedicamos de seguida.

#### §4. **A influência da informação no mercado de capitais: teoria do mercado eficiente, *random walk* e *behavioral economics***

Aqui chegados, não podemos deixar de concluir que a regulamentação mobiliária não é um fim em si mesma, mas, antes, um instrumento ao serviço da proteção de certos interesses: a eficiência e equidade no funcionamento do mercado e, reflexamente, os interesses dos seus agentes<sup>53</sup>. Face às consequências nefastas do excesso informativo e da complexidade da informação prestada ao mercado, há que questionar se será ainda justificada a crença no “poder mágico”<sup>54</sup> da divulgação de informação ao mercado.

Apesar dos problemas associados à divulgação de informação complexa e em excesso e dos casos de euforia nos mercados, julgamos que a informação

<sup>51</sup> Embora a informação complexa seja difícil de assimilar, o Tribunal de Justiça da União Europeia parece assumir que os consumidores conseguem compreender informação relativamente complexa. Pense-se no caso *Rewe-Zentral* (Cassis de Dijon), 1979 (C-120/78), *Inspire Art*, 2003 (C-167/01), *Centros*, 1999 (C-212/97). A linha condutora do TJUE em qualquer destes casos foi a ideia de que a prestação de informação era suficiente para que os consumidores, credores ou outros *stakeholders* se encontrem tutelados. Porém, julgamos, com SORENSEN, *Disclosure* cit., 273, que em muitos casos o investidor não tem capacidade para compreender a informação prestada, até porque as suas implicações podem não ser claras.

<sup>52</sup> Ainda assim, não deve ser adotada a posição segundo a qual é preferível impor a transparência do que não regular a questão. Isto por dois motivos. Em primeiro lugar, porque, como se escreve *infra* em texto, a divulgação de informação demasiado complexa pode resultar em *overload* informativo. Em segundo lugar, porque as regras de transparência impõem custos às empresas. Em particular, quando a informação é complexa é necessário tempo e dinheiro para a assimilar. Por isso, os reduzidos benefícios associados à sua divulgação devem ser ponderados com os seus custos. Neste sentido, cf. SORENSEN, *Disclosure* cit., 283.

<sup>53</sup> Assim também, COSTA PINA, *Dever de informação* cit., 24.

<sup>54</sup> A expressão é de LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação* cit., 67.

cumpre, ainda, um papel de irrecusável relevo na formação dos preços no mercado. Os dados empíricos confirmam que os investidores atuam racionalmente quando dispõem de informação suficiente<sup>55</sup>.

#### 4.1. Teoria do Mercado Eficiente (TME)

A expressão “mercado eficiente” foi pela primeira vez difundida por Eugene Fama e Samuelson<sup>56</sup> no final dos anos 60, embora a teoria em si preceda o nome em vários anos<sup>57</sup>. A *teoria do mercado eficiente* postula que os preços no mercado incorporam a informação disponibilizada ao público, o que inviabiliza a especulação e torna impossível bater o mercado<sup>58</sup>. Assim, rendimentos acima da média só podem ser alcançados mediante a assunção de riscos também acima da média. A ideia pode ser ilustrada por uma antiga história que circula no meio financeiro, segundo a qual um professor de finanças e um aluno, caminhando na rua, encontram uma nota de \$100. Enquanto o aluno se baixa para apanhar, o professor diz-lhe que não se incomode, porque, caso se tratasse realmente de uma nota de \$100, não estaria caída no chão. A história ilustra aquilo que se deve entender por eficiência dos mercados. Os mercados podem ser eficientes mesmo que, por vezes, cometam erros na avaliação, mesmo que alguns participantes atuem de forma irracional e que os preços das ações apresentem maior volatilidade do que aquela que poderia ser justificada pelos seus ganhos e dividendos. Os defensores do mercado eficiente vêem o mercado como um fantástico mecanismo que reflete nova informação de forma rápida e, na maioria dos casos, acertada. Acima de tudo, os mercados são eficientes porque não permitem que os investidores ganhem acima da média do mercado. Em suma, os defensores da teoria do mercado eficiente acreditam que notas de \$100 não estão simplesmente no chão para serem apanhadas, seja por um investidor amador ou por um profissional<sup>59</sup>.

<sup>55</sup> PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação* cit., 86. O autor recorre a uma afirmação clássica “*sun light is the best disinfectant and electric light the most efficient policeman*”. Mas, como diria OSÓRIO DE CASTRO, *A informação* cit., 344, demasiado sol pode provocar cancro da pele, constatação que nos conduz aos excessos informativos em que tem caído o mercado de capitais.

<sup>56</sup> *Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly*, *Industrial Management Review*, 6:2 (1965), 41 ss.

<sup>57</sup> Cf. GEORGE GIBSON, *The stock exchanges of London, Paris and New York*, Nova Iorque, 1889.

<sup>58</sup> Cf. BURTON G. MALKIEL, *Efficient Market Hypothesis*, The New Palgrave: Finance, Londres, 1994 (reimpr.), 127-133. .

<sup>59</sup> Cf. MALKIEL, *The efficient market hypothesis and its critics*, CEPS working paper n.º 91, abril 2003, 5.

De acordo com esta teoria, distinguem-se três níveis de eficiência no mercado:

- (i) Fraca: os preços refletem a informação contida na sua sequência histórica, mas a *performance* passada não serve de padrão ou indicador do comportamento futuro.
- (ii) Semi-forte: os preços no mercado refletem não apenas o comportamento passado dos valores no mercado, mas também toda a informação disponibilizada ao público.
- (iii) Forte: toda a informação *conhecida* pelos participantes no mercado é refletida nos preços no mercado.

A ideia de eficiência fraca encontra-se associada à *teoria do caminho aleatório*. Em 1973, Malkiel escrevia um livro intitulado “*A random walk down Wall Street*”<sup>60</sup>, no qual defendia que um chimpanzé vendado a atirar dardos às páginas do mercado do *Wall Street Journal* conseguiria selecionar um *portfolio* com uma performance tão boa quanto a de um outro cuidadosamente escolhido por especialistas<sup>61</sup>. Desta forma expressiva, o autor pretendia defender que o mercado reflete toda a informação sobre as ações negociadas e sobre o mercado como um todo, de forma rápida e eficaz, pelo que seria impossível explorar ineficiências do mercado e obter retornos acima da média. Na medida em que os preços refletem toda a informação tornada pública, até investidores desinformados que comprem um *portfolio* diversificado obterão uma taxa de retorno tão elevada quanto a de especialistas.

Se o mercado for eficiente em sentido fraco, a análise do comportamento passado das ações será inútil porque todos os elementos que pudessem eventualmente resultar dessa análise já estão incorporados no preço no mercado. A expressão *random walk* é habitualmente utilizada na literatura financeira para caracterizar uma série de preços no mercado e na qual cada preço subsequente não apresenta qualquer relação com o preço que anteriormente se havia formado<sup>62</sup>. Terá aparecido pela primeira vez no campo da matemática pela mão de Karl Pearson, numa troca de correspondência na revista *Nature* em 1905, na

<sup>60</sup> A expressão já tinha sido, no entanto utilizado por EUGENE FAMA, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, *Journal of Finance* 1970, 25, 383-417. Esta teoria combinou bem com as tendências teóricas no momento, como as de ROBERT MERTON, *The intertemporal capital asset pricing model*, *Econometrica*, 1973, 867-887; ROBERT LUCAS, *Asset prices in an Exchange economy*, *Econometrica*, 1978, 1429-1445.

<sup>61</sup> Cf. BURTON G. MALKIEL, *The efficient cit.*, 4.

<sup>62</sup> Cf. aula de ROBERT SHILLER em *Yale open courses* (<http://oyc.yale.edu/economics/econ-252-11#sessions>), lecture 7; MALKIEL, *Efficient Market cit.*, 128.

qual se questionava qual o melhor método para encontrar uma pessoa embriagada que foi deixada no meio de um campo. De acordo com esta teoria, a melhor opção seria começar exatamente onde o bêbedo tinha sido deixado: esse local seria a o único indicador não enviesado da sua posição futura, uma vez que presumivelmente teria cambaleado de forma imprevisível e aleatória. Assim seria no mercado de capitais: também o preço dos valores mobiliários seguiria um percurso aleatório<sup>63</sup>.

Embora a *random walk theory* tenha, inicialmente, merecido ampla aceitação, as críticas não tardaram a aparecer no início do século XXI. Muitos analistas e economistas começaram a defender que os preços são, pelo menos parcialmente, previsíveis. Os opositores da teoria do mercado eficiente e da *random walk*<sup>64</sup> identificam no mercado de capitais algumas anormalidades e padrões, que tornariam os preços estatisticamente previsíveis. Ainda assim, Malkiel não recuou, utilizando, pelo contrário, os argumentos dos seus opositores para reforçar a sua posição. Na aceção da teoria do mercado eficiente, as irregularidades que por vezes se verificam na formação dos preços, apesar de persistirem por períodos de tempo, acabam por ser corrigidas pelo próprio mercado. A TME não postula que o preço que se forma no mercado é sempre perfeito. Pelo contrário, reconhece que o mercado já cometeu erros consideráveis também influenciados por fatores psicológicos. Porém, considera que os supostos padrões que já foram documentados no mercado não são suficientemente robustos para criarem oportunidades de investimento acima da média<sup>65</sup>.

Estes padrões – a existirem – irão certamente autodestruir-se no futuro, como já aconteceu a vários. Há, portanto, que ser cautelosos e não sobrevalorizar estas tendências. Pensemos, a título de exemplo, no chamado efeito janeiro. Se o mercado, em especial para as pequenas empresas, gera lucros extraordi-

<sup>63</sup> Cf. MALKIEL, *Efficient Market* cit., 129. No entanto, o autor nota que a evolução dos preços no mercado pode, ainda, ser dominada por alguns padrões, o que em nada prejudica a forma fraca da teoria do mercado eficiente. Assim, por exemplo, existe um *efeito janeiro*, i.e., nos primeiros cinco dias de janeiro, em particular as sociedades pequenas, apresentam mais lucros e um *efeito de fim de semana*, em que entre o fecho do mercado à sexta-feira e à segunda-feira a média dos resultados é negativa. Ainda assim, os desvios que existem do caminho imprevisível não são suficientes para que ocorram oportunidades de negócios inexploradas.

<sup>64</sup> Cf. ROBERT SHILLER, *Irrational exuberance*, 3.<sup>a</sup> ed., New Jersey, 2015; RICHARD THALER, *Misbehaving: the making of behavioral economics*, Nova Iorque, 2015.

<sup>65</sup> Cf. MALKIEL, *The efficient* cit., 6. O artigo apresenta um conjunto de supostos padrões do mercado, apontados pelos adversários da *random walk*, e, ainda, algumas relações que alegadamente existem entre os preços que se formam no mercado. Com este ponto de partida, MALKIEL refuta os argumentos dos seus opositores e, em 2003, volta a defender a teoria que introduzira em 1973 na literatura financeira.

nários durante os cinco primeiros dias do mês de janeiro, há que questionar qual será, tipicamente, o comportamento dos investidores perante este padrão. Naturalmente, aqueles que queiram explorar a tendência irão adquirir ações no último dia de dezembro e vendê-las a 5 de janeiro. Porém, perante este comportamento, os preços no mercado tenderão a subir no último dia de dezembro e a descer no dia 5 de janeiro, devido ao desequilíbrio entre a oferta e procura existentes nesses dias. Deste modo, os investidores começarão a comprar na véspera do último dia do ano e a vender no dia 4 de janeiro. E assim sucessivamente: os intervenientes no mercado comprarão e venderão as suas ações cada vez mais cedo, até que o padrão se autodestrua<sup>66</sup>. Com recurso a este exemplo podemos concluir que qualquer padrão verdadeiramente representativo e que possa ser explorado pelos investidores irá, em última análise, autodestruir-se.

Perante aqueles autores que enfatizam a ineficiência da formação dos preços no mercado, um conhecido gestor de *portfolios*, Richard Roll, respondia: “pessoalmente, tentei investir o meu dinheiro e o dos meus clientes em todas as anormalidade e padrões previsíveis identificados pelos académicos... tentei explorar as ineficiências de final de ano e uma variedade de estratégias documentadas por investigação científica. E ainda não consegui fazer um cêntimo em qualquer destas ineficiências”. Ora, uma verdadeira ineficiência na formação de preços tem de ser algo que os investidores possam explorar de forma sistemática. Se não existe essa possibilidade então é muito difícil dizer-se que a informação não está a ser corretamente incorporada nos preços do mercado.

Um dos grandes argumentos a favor da teoria do mercado eficiente é a constatação de que os gestores de fundos de investimento profissionais não conseguem apresentar melhores resultados do que o mercado. Se realmente existissem padrões no mercado que pudessem ser explorados, então, estes ges-

<sup>66</sup> Cf. MALKIEL, *The efficient cit.*, 22. O mesmo poderá ser afirmado em relação a outros padrões, como, por exemplo, a alegada tendência para sub reagir a determinados eventos. Para além da natural autodestruição dos padrões no mercado, muitos deles são descobertos em resultado de dados massajados. Com tempo e adequado tratamento da informação, é possível identificar qualquer padrão na maioria das bases de dados. Adicionalmente, há quem diga que a literatura está enviesada a favor dos estudos que identificam padrões no mercado. Os jornais profissionais não têm interesse em publicar resultados negativos ou confirmações de descobertas prévias, pelo que estes estudos serão normalmente descartados a favor daqueles que apresentem resultados significativos (23). A mesma ideia é transmitida por SHILLER (aula aberta cit.) e expressa num artigo do *The New Yorker*, *The truth wears off* (<http://www.newyorker.com/magazine/2010/12/13/the-truth-wears-off>), onde se discute o motivo pelo qual tantos cientistas geram resultados que posteriormente são descreditados, chegando à conclusão que quando está em causa um novo produto, o entusiasmo que o circunda, aliado a algum enviesamento nos critérios de publicação de estudos científicos justifica a falha do método científico.



tores conseguiriam bater o mercado. Mas, de acordo com dados empíricos, os gestores de fundos profissionais não apresentam melhores *performances* do que os fundos que reproduzem índices (*index funds*), que se limitam a comprar e deter um *portfolio* amplo e variado<sup>67</sup>. Apenas Warren Buffet tem sido documentado como conseguindo bater o mercado em vários anos consecutivos, o que já lhe valeu a referência a “*superhuman investing powers*”<sup>68</sup>.

A teoria do mercado eficiente, se recolheu, nos seus primeiros anos, um vasto leque de apoiantes, rapidamente começou a ser contestada por aqueles que se identificam com a *behavioral finance* e com as teorias que se focam na psicologia dos investidores no mercado.

## 4.2. Behavioral economics: refutação da TME?

### 4.2.1. A “exuberância irracional” de Shiller

Em 1996, Alan Greenspan descreveu o comportamento dos investidores no mercado de capitais com recurso à expressão *irrational exuberance*. A cotação dos mercados desceu rapidamente, servindo esta reação como forma ligeira e divertida de relatar a irracionalidade que se identifica nos mercados de capitais<sup>69</sup>,

<sup>67</sup> Estes resultados são apoiados num estudo de MICHAEL JENSEN (*The performance of mutual funds in the period 1945-64*, *Journal of Finance*, vol. 23, n.º 2, 1968, 389-416) que foi posteriormente repetido e confirmado por MALKIEL (*Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991*, *Journal of Finance*, 50, 1995, 549-572). Como refere JENSEN (415), os dados empíricos demonstram que os 115 fundos mutualistas estudados, em média, não conseguiram prever a evolução dos preços dos valores mobiliários de forma a superarem uma estratégia de *buy-the-market and hold*. Nenhum fundo apresentou resultados melhores do que aqueles que resultariam de mera sorte. Note-se que nestes dados não estão a ser considerados os custos destes fundos (exceto as comissões), caso em que os lucros por estes obtidos seriam ainda menos significativos, o que, por si, não quer dizer que os fundos não desempenhem uma função socialmente útil.

<sup>68</sup> Cf. *Business Insider*, 26-fev.-2016. Na notícia pode ler-se que WARREN BUFFET bateu o mercado de forma tão acentuada que comparar a sua *performance* à de outros investidores não pode ser feito com recurso a um gráfico normal. De acordo com o investidor, a disciplina de investimento é mais importante do que o QI. Um exemplo da disciplina é o *Oracle of Omaha*, que comanda três princípios essenciais: (i) investir apenas em sociedades que se compreende ao pormenor; (ii) investir apenas quando se esteja convencido que a sociedade é boa. Não chegar a conclusões com base daquilo que os outros dizem. Ler os factos e concluir por si próprio. Caso não consiga chegar a qualquer conclusão, procurar até encontrar algo que compreenda e do qual esteja convencido; (iii) investir em sociedades que se situam no seu círculo de competências. Cf. *Follow Warren Buffet, Beat the Market*, Investopedia (<http://www.investopedia.com/articles/investing/092214/follow-buffets-discipline-beat-market.asp>).

<sup>69</sup> Cf. ROBERT SHILLER, *Irrational exuberance* cit., 1.

ideia que alicerça a *behavioral economics*. A exuberância irracional é o fenómeno de base das bolhas especulativas, i.e., daquelas situações em que o anúncio de subida de preços alimenta o entusiasmo dos investidores, que se espalha, de forma contagiosa. No processo, amplificam-se histórias que podem justificar a subida de preços e são atraídos para o mercado cada vez mais investidores, que, apesar de duvidarem do valor real do investimento, por invejarem o sucesso alheio e por sofrerem de *gambler's excitement* não resistem a aderir.

A *behavioral finance*, ou, em termos mais latos, *behavioral economics*, tem-se apresentado como uma alteração do paradigma das teorias financeiras. As finanças comportamentais, i.e., finanças vistas de uma perspetiva mais ampla, incluindo psicologia e sociologia, questionam a ideia de que o mercado incorpore toda a informação e que as alterações dos preços apenas resultem de assimilação de nova informação. O seu desenvolvimento pode ser identificado nos anos 90, altura em que os estudos se começam a focar nas relações da psicologia com os mercados de capitais<sup>70</sup>. Constata-se que o funcionamento do mercado depende de pessoas reais e que estas, por vezes se comportam de forma irracional. Os defensores destas teorias apresentam padrões e tendências no mercado, que, embora tenham sido descartados pelos defensores da TME (como descrito *supra*), se têm manifestado de forma suficientemente constante e sólida para criar insatisfação face à ideia de mercado eficiente<sup>71</sup>.

Mais impressiva é a constatação da impossibilidade de todos os investidores estarem a par da informação relevante. Na medida em que esta conclusão não é plausível, a TME teria de pressupor que o investimento *smart money* é suficiente para anular o efeito dos outros investidores não informados, hipótese que os dados empíricos não confirmam<sup>72</sup>. A ideia subjacente à TME seria que quando um investidor irracional compra uma ação, um investidor informado vende, eliminando-se o efeito dos investidores irracionais. Porém, estudos recentes demonstram que nem sempre os investidores informados conseguem contrabalançar os efeitos dos investidores motivados por outros fatores. Pode acontecer que estes não detenham ações e, por qualquer motivo, seja dispendioso fazer *short*<sup>73</sup>.

<sup>70</sup> Cf. ROBERT SHILLER, *From efficient market theory to behavioral finance*, The Journal of Economic Perspective, vol. 17, n.º 1, 83-104 (90 e 91).

<sup>71</sup> Cf. JOHN CAMPBELL/ANDREW LO/A. CRAIG MACKINLAY, *The econometrics of financial markets*, Princeton, 1996. Este estudo foi tido como uma revolução no mundo financeiro. Assim, SHILLER, *from efficient cit.*, 91.

<sup>72</sup> De acordo com SHILLER, *From efficient cit.*, 96.

<sup>73</sup> Foi o conhecido caso da venda da Palm pela 3Com. Cf. SHILLER, *From efficient cit.*, 98.

Assim, embora não seja expectável que o mercado cometa erros tão consideráveis ao ponto de existirem continuamente oportunidades de retornos acima da média, é expectável que o mercado interprete de forma absolutamente errada alguns eventos, gerando-se bolhas especulativas. O facto de as anormalidades e padrões identificáveis no mercado desaparecerem com o tempo não confirma a teoria do mercado eficiente. A conclusão pareceria absurda: seria peculiar argumentar que os mercados ineficientes apresentam padrões regulares e duradouros!<sup>74</sup>

Desta forma, há que reconhecer que nem sempre os mercados financeiros funcionam de forma eficiente e que nem sempre os preços no mercado refletem a informação disponibilizada<sup>75</sup>. Ainda assim, isso não significa abandonar a TME. Segundo Fama<sup>76</sup>, os resultados a que chegam os defensores das finanças comportamentais contradizem-se entre si e a teoria parece reduzir-se a uma coleção de anormalidades que podem ser explicadas, em última análise, pela eficiência do mercado.

#### 4.2.2. O caso particular das bolhas: transparência vs. “phantastic objects”

Num cenário de mercados transparentes, em que a informação é disponibilizada aos investidores, existem, ainda, ciclos de mercado, caracterizados pelo pessimismo ou otimismo,<sup>77</sup> bem como bolhas especulativas. Como expli-

<sup>74</sup> SHILLER, *From efficient* cit., 102.

<sup>75</sup> Em Portugal, LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação* cit., 69 defende que o preço não reflete toda a informação publicamente disponível, na medida em que este depende também das expectativas e da informação detida por cada investidor. Como salienta o autor, há informação que foi obtida através de canais restritos, como relatórios e estudos de mercado, e é exclusiva de um grupo limitado de profissionais ou investidores isolados (*v.g.*, prestadores de serviços como auditores, advogados de empresas, ou no *insider trading* por pessoas ligadas ao meio) ou é detida por um conjunto finito de investidores, como acontece nas associações de investidores ou de investidores profissionais ou qualificados.

<sup>76</sup> *Market efficiency, long-term returns and behavioral finance*, *Journal of Financial Economics*, 1998, 49:3, 283-306.

<sup>77</sup> A propósito de ciclos de mercado, é normal distinguir-se entre *bear markets* e *bull markets*. Nos primeiros, dominados pelo pessimismo, os investidores terão tendência a vender as suas ações, a assumir posições curtas nas empresas ou a investir primariamente em ações *blue chip*, *i.e.*, ações de sociedades bem-sucedidas, e em obrigações, que, para além de não verem o seu valor decair de forma tão acentuada num cenário de crise do mercado, vencem juros periodicamente. Pelo contrário, um *bull market* é caracterizado por uma subida de preços e pelo otimismo e confiança dos investidores. As duas expressões são, como se sabe, utilizadas como metáfora para o funcionamento do mercado e devem a sua origem à forma como os touros e os ursos atacam na presença de um

car, então, a irracionalidade que acomete os investidores<sup>78</sup> durante uma bolha, como, por exemplo, a americana *dot.com bubble*, que se prolongou por cinco anos (de 1995 ao ano 2000)?

As teorias psicanalistas debruçaram-se sobre os comportamentos nos mercados de capitais e já foi defendido – na conhecida teoria de Tuckett e Taffler – que, num contexto de incerteza e ambiguidade, são as emoções e estados de espírito que determinam a forma como a informação é apreendida<sup>79</sup>. As crises, tal como a bolha da internet, podem ser explicadas pela necessidade de os sujeitos no mercado investirem num *objeto fantástico*<sup>80</sup>, como, à data, era encarada a internet e todas as empresas a ela associadas. Foi, por isso, a ideia da internet, mais do que quaisquer cálculos complexos baseados em factos divulgados ao público que justificou o entusiasmo e que resultou na bolha da internet. A euforia gerada em torno da internet seria o resultado da tensão, reconhecida por Freud, entre os princípios da realidade e do prazer. O crescimento implica o abandono da brincadeira e o aparente abandono da ideia de prazer alcançada na infância. Porém, um prazer já experienciado não pode ser abandonado, mas apenas substituído por outro. A idade adulta impõe uma substituição da brincadeira por outras formas de prazer: em vez de brincarem, os adultos fantasiam, criando aquilo a que comumente se chama *sonhar acordado*. A internet funcionou como objeto fantástico que permitiu aos investidores serem protagonistas de um cenário em que alcançavam os seus desejos inconscientes<sup>81</sup>.

inimigo: os touros investem contra o adversário, de chifres erguidos, ao passo que os ursos esticam as patas de forma defensiva, sendo, no entanto, inegável que o encontro entre a oferta e a procura implica necessariamente a existência de investidores *bullish* e *bearish*. Estudos revelam que nos EUA, durante o século XX, existiram cinco ciclos de *bear market* e *bull market*. Cf. ADRIAN R. PAGAN/KIRILL A. SOSSOUNOV, *A simple framework for analysing bull and bear markets*, em *Journal of applied econometrics* 18, 2003, 23–46 (23); ROBERT. B. BARSKY/J. BRADFORD DE LONG, *Bull and bear markets in the twentieth century*, *The journal of economic history*, vol. 50, junho 1990, 2, 265–281 (279).

<sup>78</sup> O comportamento irracional dos investidores foi satiricamente enfatizado pelo *chief executive* da Sun: “*at tem times revenues, to give you a 10-year payback, I have to pay you 100% revenues for ten straight years in dividends. That assumes I can get that by my shareholders. That assumes I have zero cost of goods sold, which is very hard for a computer company. That assumes zero expenses, which is really hard with 39,000 employees. That assumes I pay no taxes on your dividends, which is kind of illegal. And that assumes with zero R&D for the next 10 years, I can maintain the current revenue rate. Now, having done that, would any of you like to buy my stock at \$64. Do you realise how ridiculous those basic assumptions are?*”.

<sup>79</sup> Cf. DAVID TUCKETT/RICHARD TAFFLER, *Phantastic objects* cit., 392.

<sup>80</sup> Aqui o termo *objeto* é utilizado como uma representação mental, ao passo que *fantástico* é tido como a ideia de alguém que vê os seus desejos preenchidos. Assim, um objeto fantástico é uma representação mental de algo que, num cenário imaginário, cumpre os desejos mais profundos de alguém ter aquilo que deseja, quando o deseja. Cf. TUCKETT/TAFFLER, *Phantastic objects* cit., 395.

<sup>81</sup> A relação entre a teoria de FREUD e a bolha da internet é estabelecida por TUCKETT/TAFFLER, *Phantastic objects* cit., 393–395.

Esta ideia atraiu novos investidores para o mercado, que passou a estar dominado por mais compradores do que vendedores, o que redundou num, ainda mais significativo, aumento do valor das ações no mercado. Circunstância que, por seu turno, levou outros investidores a acreditarem que, de facto, esse investimento era o mais acertado. Os investidores institucionais, tipicamente mais informados e cuidadosos, acabaram por ser também atraídos para estes investimentos. Aqueles que ficaram de fora do investimento nas empresas *dot.com*, acreditando na sua interpretação da informação disponível, apresentaram *performances* desastrosas que os conduziram a, afinal, considerarem que deviam investir no setor. E os que não o fizeram acabaram por perder clientes, pelo que, a médio prazo, não tiveram capacidade para resistir à pressão dos seus investidores e beneficiários finais. Assim, estes acabam também por aderir ao investimento no setor, acreditando realmente na sua viabilidade ou pensando que conseguiam sair antes de a bolha rebentar. Verifica-se o conhecido fenómeno de investimento “em cascata”, ou seja, de alinhamento do investimento com o de outros intervenientes, em que a *moda da internet* criou um *hot market* que catapultou todo o setor<sup>82</sup>. Ao mesmo tempo, apareciam *cover stories* na comunicação social, que pretendiam capturar elementos essenciais do novo objeto fantástico e fornecer alguma informação sobre o fenómeno da bolha, que era apenas vagamente compreendido. Numa paragona da *Time*, a 20 de julho de 1998, lia-se “*Kiss your mall goodbye: online shopping is faster, cheaper and better*” e num artigo do *Business Week*, a 8 de fevereiro de 1999, escrevia-se “*Amazon’s fourth quarter sales nearly quadrupled over 1997, and compared to that, Sears is dead*”<sup>83</sup>. A noção da realidade estava toldada por *wishfull thinking* e alguns analistas financeiros e banqueiros confessaram-se pressionados por colegas mais novos para investir na internet. Existia, inclusivamente, uma expressão para aqueles investidores que não aderiam à ideia da internet: “*ser Amazoned*”<sup>84</sup>. Por isso, podemos defender que as bolhas do mercado apresentam semelhanças com os esquemas Ponzi<sup>85</sup>, na medida em que uma história plausível associada

<sup>82</sup> Cf. ALEXANDER HELLGARDT, *Kapitalmarktdeliktsrecht*, Tübingen, 2008, 524 e 527, ainda que em termos gerais e não, especificamente, a propósito da bolha da internet.

<sup>83</sup> Cf. TUCKETT/TAFFLER, *Phantastic objects* cit., 398. Ao mesmo tempo, o cofundador da *Nerve.com* dizia: “é verdadeiramente poderoso sentir que és uma das dezassete pessoas que realmente compreendem o mundo”.

<sup>84</sup> Cf. TUCKETT/TAFFLER, *Phantastic objects* cit., 402.

<sup>85</sup> Cf. SHILLER, *Irrational* cit., 70 ss. Um esquema Ponzi envolve uma história plausível, mas não confirmada, sobre a forma como os investidores podem ganhar dinheiro e a criação fraudulenta de resultados elevados para os investidores iniciais, atribuindo-lhes o dinheiro investido pelos participantes subsequentes. A adesão inicial dos investidores ao esquema é fraca, sendo seguida de

ao esquema ganha crescente credibilidade à medida que vai gerando resultados e merece o entusiasmo dos investidores.

Por isso, nestas situações, apesar da existência de sistemas de *full disclosure*, a formação dos preços está de tal forma distorcida que a informação fornecida ao mercado já não apresenta qualquer relação com a sua avaliação, mas, sim, com outros fatores, nomeadamente psicológicos. Com o rebentar da bolha, seguiu-se um período em que se culpou a propaganda corporativa, a *Wall Street* e os existentes conflitos de interesses.

## §5. Conclusões

A informação prestada ao mercado não existe por uma necessidade jurídica mas sim, por uma razão económica de eficiência<sup>86</sup>. É a tutela do regular funcionamento do mercado de capitais que se visa assegurar por via das obrigações de informação. Reflexamente, protegem-se os investidores no mercado. Como se lia no preâmbulo do Código do Mercado dos Valores Mobiliários, o mercado não pode funcionar “*como um “tutor” do investidor, seja qual for o seu nível de cultura e conhecimento em matéria de valores mobiliários, a fim de evitar que ele tome erradas decisões de investimento; mas pode e deve assegurar-lhe a informação necessária para habilitar um investidor de conhecimentos e diligência médios a tomar por si próprio uma decisão correcta*”.

O funcionamento do mercado implica confiança e informação. Sem estes elementos não haverá investidores nem mercado. Mas não podemos ignorar o reverso da medalha: também não existem investidores sem emitentes. Um sistema regulatório apoiado em demasiadas exigências informativas pode resultar em custos excessivos para as sociedades admitidas à negociação em mercado regulamentado. Em última análise, prejudica-se os emitentes e reduz-se a eficiência do mercado, em detrimento dos próprios investidores<sup>87</sup>. Há que alcançar um nível ideal de equilíbrio entre soluções substantivas e por via da transparência. Apenas os casos concretos e estudo especializado ditarão a exata ponderação entre as duas abordagens.

Mesmo em face dos vários problemas associados ao excesso informativo e à complexidade da informação prestada, esta ainda cumpre uma função útil ao assegurar a eficiência do mercado. Apesar das refutações apresentadas pelos

entusiasmo à medida que vão surgindo elevados resultados, tornando a história de fachada cada vez mais plausível e incitando outros investidores a participarem.

<sup>86</sup> Cf. MAFALDA GOUVEIA MARQUES/MÁRIO FREIRE, *A informação cit.*, 122.

<sup>87</sup> Assim, OSÓRIO DE CASTRO, *A informação cit.*, 347.

defensores da mais moderna teoria das finanças comportamentais, a hipótese do mercado eficiente não cai por terra perante as bolhas e *crashes* bolsistas. Os períodos de bolha são excepcionais e não a regra e a aceitação que o mercado comete erros ocasionais é o preço necessário a pagar por um mercado de capitais flexível e que normalmente faz um trabalho eficaz a alocar capital para as suas utilizações mais produtivas. Enquanto existirem mercados de capitais, o coletivo de investidores vai cometer erros, o que não significa abandonar a TME.

Sem prejuízo de ocasionais falhas no mercado, motivadas, indubitavelmente, por fatores psicológicos, a transparência é, ainda, condição de eficiência do mercado. A partir das teorias financeiras, bases sólidas podem ser retiradas para a teoria jurídica e para ultrapassar alguns obstáculos associados à concretização de uma *teoria obrigacional de responsabilidade civil no mercado de capitais*, nomeadamente no apuramento do nexo de causalidade e cômputo dos danos. Esta é, porém, questão que deixamos para estudo posterior mais aprofundado.