

Importância da informação no mercado de capitais

DRA. FILIPA FERRO DOS SANTOS

SUMÁRIO: 1. *Introdução*. 2. *Enquadramento histórico*. 3. *Mercado da informação*. 4. *Falhas de mercado*. 5. *A influência da informação no mercado de capitais*: 5.1. *Teoria do mercado eficiente*; 5.2. *Behavioral economics*. 6. *“Dilema regulatório”*. 7. *Conclusão*.

RESUMO: A informação revela-se como o bem mais relevante para o funcionamento do mercado de capitais, uma vez que nem só os investidores são beneficiários de uma adequada política informativa, também o valor das sociedades emittentes é acrescido através das políticas de transparência. A oferta e a procura têm de se adequar à informação e refleti-la, somente assim poderemos considerar um mercado eficiente, onde os preços são formados com base em decisões de investimento informadas e racionais.

RESUME: Information has proven to be the most important asset for the functioning of the capital market, since not only investors are the beneficiaries of an adequate information policy, but also because the value of issuing companies is increased through transparency policies. Supply and demand must fit the information and reflect it, only then we can consider a market efficient, where prices are based on informed and rational investment decisions.

1. Introdução

O presente trabalho visa abordar a importância da informação que se estabelece no âmbito do mercado de capitais, como um dos deveres essenciais para o seu funcionamento. Desde logo se percebe a sua centralidade pelo número de vezes que a palavra é mencionada no Código dos Valores Mobiliários: mais de 400¹.

¹ A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, p. 95.

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*. E por isso se tem afirmado a essencialidade da informação no sistema de governação dos emitentes². Vamos então proceder à análise do princípio da transparência³, que se impõe, de forma transversal em todo o universo mobiliário, ao conceito de informação e às obrigações de divulgação: um mercado será transparente na exata medida em que os investidores e os restantes sujeitos mobiliários tenham acesso à informação necessária na tomada das suas decisões⁴. É então decisivo que haja um fluxo contínuo de informação, seja a servir de proteção da confiança dos investidores, ao favorecer decisões de investimento informadas e a tornar mais remota a celebração advertida de negócios sobre valores mobiliários a preços desajustados, seja a acautelar um funcionamento mais eficiente dos mercados⁵.

Deste modo, analisaremos o fator informação numa perspetiva de influência a nível de preços, dos comportamentos dos intervenientes e dos próprios mercados.

2. Enquadramento histórico

Os deveres de informação ligam-se a vetores profundos da génese da disciplina do mercado de capitais. O grande avanço do Direito dos valores mobiliários foi conquistado nos anos 1930, nos E.U.A., com a plena instauração de um sistema de *full disclosure*⁶⁷. Embora a ideia de um prospeto obrigatório fosse

² MADALENA PERESTRELO, *Transparência no mercado de capitais: information overload, eficiência ou tutela dos investidores?*, RDS VIII (2016), 4, pp. 787-809.

³ “A transparência societária é, cada vez mais, considerada um elemento chave do mercado financeiro e uma peça decisiva no crescimento económico” – 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, 1.

⁴ CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A informação no Direito do mercado de valores mobiliários em Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, Lisboa, 1997, pp. 333-347; PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação e a formação de preços no mercado de valores mobiliários*, 2 CadMVM, 1998, pp. 79-93; MAFALDA GOUVEIA MARQUES/MÁRIO FREIRE, *A informação no mercado de capitais*, 3 CadMVM, 1998, pp. 111-123.

⁵ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2ª ed., 2011, p. 683.

⁶ PAULO CÂMARA, *Manual...*, ob.cit., p. 683-684.

⁷ O sistema *full disclosure* visa eliminar assimetrias de informação sem tomar partido quanto ao mérito dos emitentes ou dos valores mobiliários por si oferecidos, permitindo aos diferentes intervenientes no mercado tomar as opções que entendam convenientes com base na informação

originariamente britânica, foi o pleno aproveitamento deste instrumento e dos deveres de informação adjacentes, estendidos aos intermediários financeiros, e sob a fiscalização de uma autoridade de supervisão independente, a marcar o sistema norte-americano, e a determinar influências decisivas nos sistemas mobiliários europeus⁸. Mas poderemos ir mais longe: as grandes fortunas forjadas entre os sécs. XV e XVII assentavam em comunidades de comerciantes (de *traders* e não de produtores) como os genoveses, arménios, judeus, florentinos, porque o seu negócio se alicerçava na posse de informação obtida, mesmo que a grande distância, através dos membros da mesma comunidade. A informação viria a ser posteriormente confiada aos bancos (*information provisors*) e da sua atuação passou a depender a formação de preços (*information marketplace*)⁹.

Os bancos tornar-se-iam nos principais atores financeiros aproveitando um período caracterizado pelo pensamento ideológico económico liberal (“princípio da mão invisível”¹⁰) de não intervenção do Estado na economia, e pela

disponível – JOSÉ FERREIRA GOMES, *Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Lei n.º 158/2009 e 185/2009*, RDS, Ano I (2009), n.º 3, Almedina, pp. 588-633.

⁸ HAHLO, *Cases and Materials on Company Law*, London (1987), pp. 179-193; HEINZ-DIETER ASSMANN, *Prospekthaftung*, Köln/Berlin/Bonn/München (1985), pp. 39-66; LOUIS LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston/Toronto (1983), pp. 1-7.

⁹ Acerca do desenvolvimento do comércio internacional e formação de “bancos de informação” pelos bancos internacionais a quem redes de investidores ricos confiavam as suas fortunas, até à sua disseminação decorrente do desenvolvimento de infra-estruturas internacionais até chegar aos verdadeiros mercados bolsistas, como centros e “mercados de informação”, veja-se LUÍS GUILHERME CATARINO in *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Limites ao Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 36 ss. Claro que “outros fatores influenciaram a sedimentação de mercados de informação, como locais e momentos de paz perante guerras; de pluralismo religioso; de desenvolvimento de infra-estruturas e liberdade e segurança de deslocação; de inovação técnica – v.g. a substituição do correio normal e expresso por uma interconexão como o telégrafo e telegrama, a circulação de diários com informação financeira e económica, os telefonemas continentais e intercontinentais” – JOHN BRAITHWAITE e PETER DRAHOS em *Global Business Regulation*, Cambridge UP/Cambridge, Cambridge, 2000, p.142; RONALD MICHIE, *The Global Securities Market – a History*, Oxford University Press, Oxford, 2006, p.129.

¹⁰ A idealização dos mercados transparentes, da realidade da assimetria e da falta de regulação pública ficou demonstrada na experiência norte-americana anterior a 1929 e na Grande Depressão que acompanharia o *crash* dos mercados. A posição liberal de afastamento do Executivo da sociedade civil e da vida dos particulares era partilhada pelo Presidente Herbert Hoover e pelo ativismo judiciário dos Tribunais que elevavam os fundamentos das teorias económicas clássicas a princípios constitucionais. O bem-estar comum decorreria da operacionalidade autocorretiva dos próprios mercados (“mão invisível”) sendo a intervenção regulatória administrativa, de propriedade, de empresa, de livre iniciativa e de liberdade dos contratos. Este movimento de desenvolvimento económico extremamente liberal dos mercados foi mantido pelos Tribunais norte-americanos com uma conduta conservadora que teria como efeito, após a criação das grandes *corporations* norte-americanas decorrentes das fusões do final do século, uma alienação da sociedade civil (sobre-

necessidade de dispersão do risco na aplicação das suas disponibilidades. Fizeram-no através da massiva negociação de valores mobiliários inerentes aos grandes investimentos na construção de caminhos-de-ferro (ações de companhias ou emissão de dívida pública e privada), nas indústrias mineiras e metalúrgicas, nas petrolíferas, nas *utilities*¹¹.

Contudo, foi após o *crash* de 1929 e consequências negativas da crise financeira declarada por atividades fraudulentas em *Wall Street* (inerentes ao *boom* liberal e globalizador iniciado com o fim do séc. XIX, e aos abusos de posição dominante em mercados de mercadorias), que se procuraram “remédios” para a proteção do mercado e dos investidores/consumidores. Para além de uma maior regulação dos mercados e criação de *agencies* (criação do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934¹²), adotou-se um princípio fundamental de proteção dos produtores e da concorrência, mas também dos consumidores¹³. Num “clima” individualista que caracteriza o regime, a legislação produzida foi *investor oriented*¹⁴ mas não deixou de investir os consumidores

tudo agrária e rural) que traria a acrimónia do particular contra a sociedade financeira (que ainda hoje se mantém), e o apoio a correntes progressistas no início dos anos 1900 – ALAN MORRISON e WILLIAM WILHERM, *Investment Banking – Institutions, Politics and Law*, Oxford University Press, Oxford, 2007, p.189. Cfr. MADALENA PERESTRELO, *Transparência no mercado de capitais: information overload, eficiência ou tutela dos investidores?*, RDS VIII (2016), 4, pp. 787-809.

¹¹ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação: Utopia, Realidade e Intervenção Pública*, X DVM, Coimbra Editora, Janeiro 2011, pp. 65-112.

¹² O *Securities Act* de 1933 regula a oferta inicial de valores mobiliários (mercado primário). Essencialmente, proíbe a oferta ou venda de valores mobiliários (com exceção de alguns negócios isentos), salvo se estes forem previamente registados na *Securities and Exchange Commission*. Requer ainda a divulgação de um prospeto ao comprador e a outras pessoas a quem seja feita uma oferta. Posteriormente, em 1934 surgiu o então *Securities Exchange Act* com um objeto mais alargado, que impõe às sociedades cotadas a criação e manutenção de um sistema de divulgação contínua de informação, bem como a apresentação de relatórios anuais e trimestrais à SEC antes de solicitar *proxies* ou o voto. Estabelece ainda um sistema auto-regulado para a supervisão das bolsas e do NASD. – PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação...*, ob. cit., pp. 82-83.

¹³ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob. cit., pp. 65-112.

¹⁴ Em grande parte, o Direito dos Instrumentos Financeiros trata da regulação pela informação, um pouco como as *sunshine commissions* ou as *sunshine rules* então criadas para que o investidor obtivesse informação que lhe permitisse realizar operações num mercado eficiente sem assimetria informativa, que impediriam, num mercado eficiente, ganhos anormais. A “regulação pela informação” que então se verificou até à constituição da SEC é hoje importante, nomeadamente a nível comunitário (MAJONE, *Regulation by Information* in, Kreher (ed.), *The New European Agencies – Conference Report*, European Univ. Institute, Florença, 1996, pp. 8 ss. Acerca da importância da informação e da sua regulação, MARIA LEITÃO MARQUES, *et al.*, *Concorrência e regulação. A regulação entre a Autoridade da Concorrência e as Autoridades de Regulação Sectorial*, Cedipre, Coimbra, 2005, pp.248 e 518 ss., onde salienta a importância económica deste mercado da informação e

numa posição de especial diligência. A regulamentação incidia na divulgação de informação (*disclosure*) aos aforradores/acionistas (*total disclosure of information*) dentro do espírito do célebre enunciado do Juiz Brandeis de que “a luz solar é o melhor desinfetante e a luz elétrica o mais eficaz dos polícias”¹⁵.

Com o crescimento dos mercados de valores mobiliários cresceu a crença no “poder mágico”¹⁶ da divulgação da informação, inerente a uma outra: a crença na existência do mercado perfeito com a sua atomicidade, homogeneidade, mobilidade, livre acesso e transparência. Um mercado perfeito estaria dependente de decisões absolutamente racionais, não afetadas por custos, impostos ou comissões em que existisse verdadeira eficiência informativa – porque a informação está disponível livremente e de forma célere, incorporando-se nos preços. Todavia, como se verificaria em inícios do século passado e, posteriormente, na década de oitenta, a realidade é bem diferente. Os mercados, baseados no poder económico que lhes advém da Liberdade, geram atuações individuais negativas que se traduzem nas designadas imperfeições ou *market failures*. Desta forma, a falta de *Transparência* verifica-se através das designadas assimetrias informativas. E, por sua vez, destas “imperfeições” resultam resultados negativos para terceiros e o favorecimento de alguns atores (*players*)¹⁷.

Deste modo, os escândalos financeiros que foram surgindo, como, por exemplo, o Worldcom, Enron e Tycon, deixaram os investidores e *players* no mercado desconfortáveis com a regulamentação existente, fazendo-se então ouvir os seus pedidos de mais transparência¹⁸.

Assim se tornou necessária a intervenção pública, pois, abdicando de dirigir a Economia, a intervenção dos Estados passou a revestir uma natureza corretiva, reativa, ou de restabelecimento das condições consideradas ótimas para os

a consequente necessidade de se definir a produção, a distribuição e a circulação da informação (enquanto nova dimensão de um bem público).

¹⁵ Professor de Direito em Harvard, posteriormente nomeado para o Supremo (1916–39), não raro esteve contra a maioria conservadora dos Magistrados, defendendo a intervenção do Estado na economia fora do então quadro de uma Administração parlamentar (*Congressional Government*), dentro do *progressive movement* com figuras como Woodrow Wilson – ÁNGEL MOLINA, *La Administración por Agencias en los Estados Unidos de Norte America*, Universidad Carlos III de Madrid, 1995.

¹⁶ Expressão de LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob. cit., pp. 65–112.

¹⁷ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob. cit., pp. 65–112.

¹⁸ O que não é de estranhar, uma vez que 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” – PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação...*, ob. cit., pp. 79–93. Este 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. Cfr. MADALENA PERESTRELO, *Transparência...*, ob. cit., pp. 787–809.

mercados. As consequências económicas do mercado no direito público tornam-se evidentes quando verificamos que os princípios jurídicos orientadores das atuações regulatórias (a *Eficiência*, a *Proteção do Investidor*, a *Transparência* e a *Estabilidade*) são precisamente a contraface das imperfeições económicas dos mercados¹⁹.

Já relativamente à estratégia europeia, esta tem ido no sentido de a regulamentação ser feita com base na divulgação de informação considerada relevante pelo legislador, solução definida pelo contributo norte-americano²⁰. Os Estados europeus optaram pela “regulação pela informação” (*full disclosure*), modelo definitivamente importante a nível comunitário uma vez que não existe ainda uma política regulatória eficaz, transparente, com mecanismos e metodologias que permitam uma avaliação e atuação uniformes²¹. As características da União Europeia ditaram até agora a sua clara preponderância no “modelo regulatório” europeu: a falta de sintonia entre as realidades económicas e modelos adminis-

¹⁹ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob.cit., pp. 65-112.

²⁰ Neste sentido, PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação...*, ob.cit., pp. 81-82, onde 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 (*Manual...*, ob.cit., p. 684). Também KARSTEN ENGSIG SORENSEN, *Disclosure in EU corporate governance – a remedy in need of adjustment?*, *European Business Organization Law Review* 2009, 10(2), pp. 255-283, acentua que historicamente a transparência assumiu mais importância nos E.U.A. do que na Europa, embora nesta desempenhe um papel de importância em crescimento.

²¹ “Após a descentralização regulatória decorrente de políticas de auto-regulação ou de incentivo a comportamentos (*steering*), a orientação hoje é a das políticas regulatórias de direção, coerção e centralização. O mesmo sucede com a União, que sempre configurou um verdadeiro “Estado” regulador baseado em *standards* decorrentes de acordos e consensos governamentais, numa *responsive* ou *incentive based regulation* em que os agentes sociais e de mercado se deveriam sentir motivados através de medidas de *self-empowerment* na administração e condução de mercados ou competências (em detrimento da *command and control regulation*)” – crf. MAJONE, “The rise of the Regulation in State”, *West European Politics*, 17(3), 1994, pp. 77-101, e FOUCAULT, *Surveiller et Punir, Galimard*, Paris, 1975; ou HABERMAS, *The Theory of Communicative Action*, tradução de MCCARTHY, Vol. II, Beacon Press, Boston, 1985. O sentido de procurar uma *future European Securities Commission* (ESC) baseada, como a SEC, em regras claras e assertivas, *intent* que a Europa consiga competir com a revolução tecnológica e financeira atual, domínio onde os diversos Estados-membros e o atual sistema multinível e as constelações regulatórias estão a falhar – LUÍS GUILHERME CATARINO in *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros – Limites ao Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 251 ss.

trativos nacionais levaram a uma *incentive-based regulation* em que os acordos e consensos prévios (e consequentes Diretivas e Recomendações) se estão a revelar incapazes na vertente de *problem solving*²². Devido ao *supra* mencionado, as soluções substantivas para algumas práticas no mercado²³ têm sido preteridas a favor de crescentes deveres de informação ao mercado. Deste modo, acentua-se 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 recuar²⁴.

A Europa tem avançado no sentido da construção de um mercado único de serviços financeiros, o que implica a necessidade de melhorar os requisitos em matéria de transparência²⁵. É neste contexto que surge, por exemplo, a Dire-

²² Assim, HÉRITIER, *Policy-Making and Diversity in Europe: Escape from Deadlock*, Cambridge, CUPress, 1999, ou KNILL e HÉRITIER, “Neue Instrumente in der europäischen Umweltpolitik: Strategien für eine effektive Implementation”, in LÜBBE-WOLF (ed.) *Der Wozug des europäischen Umwelrechts*, Berlim, ESVerlag, 1996, pp.209-34.

²³ “Um bom exemplo da opção europeia pela regulamentação por via da transparência, em detrimento de soluções substantivas, é o caso da dissociação entre o direito de voto e o interesse económico por via da contratação de instrumentos financeiros derivados. Já HU e BLACK (*Empty voting and hidden ownership: taxonomy, implications, and reforms*, 60, disponível em <http://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 o 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. 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 CVM, 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 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, 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, pp. 49-109; MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais*, RDS III (2013), pp. 537-602.

²⁴ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob. cit., pp. 65-112. E no mesmo sentido, MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob. cit., pp. 787-809.

²⁵ De acordo com o Conselho Europeu de Lisboa, de março de 2000, seguido pelo de Barcelona, de março de 2002.

tiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004²⁶, também conhecida como *Diretiva Transparência*. Esta reconhece, a nível europeu, a necessidade de proteção dos investidores e a importância da *disclosure* para alcançar esse objetivo²⁷. 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 mercado²⁸. Desta forma, a tendência europeia vai ao encontro da orientação daqueles autores que afirmam a transparência como o bem mais relevante no Direito dos valores mobiliários²⁹.

Os deveres de informação cada vez mais surgem em diversas áreas dos serviços financeiros e, inclusivamente, alguns setores que tradicionalmente não eram regulados, têm vindo a ser objeto de crescente atenção³⁰. 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*³¹.

²⁶ 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.

²⁷ MADALENA PERESTRELO, *Transparência no mercado de capitais: information overload, eficiência ou tutela dos investidores?*, RDS VIII (2016), 4, pp. 787-809.

²⁸ Lê-se no motivo (1) da Diretiva da Transparência: “A publicação de informações exatas, completas e oportunas sobre os emitentes de valores mobiliários reforça a confiança dos investidores e permite-lhes formarem um juízo fundamentado sobre o seu [dos emitentes] desempenho empresarial e o seu património, promovendo assim tanto a proteção dos investidores como a eficiência do mercado”.

²⁹ PAULA COSTA E SILVA, *Direito dos valores mobiliários, Relatório*, Lisboa, 2005, 202; EDUARDO PAZ FERREIRA, *A informação no mercado de valores mobiliários*, III DVM, 2001, pp. 137-159, 150; A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 2016, p. 95.

³⁰ MADALENA PERESTRELO, *Transparência no mercado de capitais...*, ob.cit., pp. 787-809. A autora dá como exemplo a 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 avalança*, 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).

³¹ Entre eles, encontramos, naturalmente, a transparência, a eficiência, a proteção do investidor e a estabilidade – LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob. cit., p. 68.

3. Mercado da informação

Antes demais, deveremos sublinhar que se tem considerado que a função da informação no mercado é quádrupla: (i) proteger os investidores³², (ii) fortalecer a governação, (iii) defender o mercado e (iv) prevenir ilícitos³³⁻³⁴. Contudo, temos de admitir que o objetivo de tutela dos investidores³⁵ apenas é prosseguido de forma indireta por via da proteção dos mercados de capitais³⁶, fazendo-se face aos riscos a que o investidor está sujeito quando negocia no mercado. Como ensina Assman³⁷, o investidor está sempre sujeito a um risco de informação³⁸. Desta forma, a imposição aos emitentes de deveres de informação

³² 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 Direito 121.º (1989), I, janeiro-março, pp. 75-90) escrevia que a confiança “*apresenta-se hoje como um aspeto 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 proteção 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.

³³ PAULO CÂMARA, *Manual...*, ob. cit., p. 704. Esta é uma evolução da opinião do autor que anteriormente identificava uma dupla função da informação no mercado: (i) assegurar o esclarecimento das decisões de investimento e (ii) regular a formação dos preços (PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação...*, ob. cit., p. 82).

³⁴ 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, pp. 333-347, “*people who are forced to undress in public will presumably pay some attention to their figures*”.

³⁵ Aqui considerados, tal como defende OSÓRIO DE CASTRO, *A informação...*, ob. cit., p. 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.

³⁶ O que implica que as normas do 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, OSÓRIO DE CASTRO, *A informação...*, ob. cit., p. 335; COSTA PINA, *Dever de informação e responsabilidade pelo prospeto no mercado primário de valores mobiliários*, Coimbra, 1999, p. 22; MARGARIDA AZEVEDO DE ALMEIDA, *A responsabilidade civil por prospeto no direito dos valores mobiliários: o bem jurídico protegido*, tese de doutoramento 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 (MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob. cit., pp. 787-809).

³⁷ Em HOPT/WIEDEMANN (Hrsg.), *Aktiengesetz Grosskommentar*, 4ªed., Munique, 2001 e seguido por OSÓRIO DE CASTRO, *A informação...*, ob. cit., p. 336. Também COSTA PINA, *Dever de informação...*, ob. cit., p. 23.

³⁸ Este risco pode ser decomposto em quatro vertentes: (i) *risco de oportunidade*, ou seja, o perigo de o investidor não tomar a decisão de investimento mais adequada; (ii) *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 (iii) o *risco de administração* (que não

possibilita que todos os investidores decidam com base nas mesmas premissas, sem prejuízo de fatores pessoais, eliminando ou, pelo menos, reduzindo o risco de informação³⁹. Atente-se que o mercado de valores mobiliários tem características próprias que o diferenciam de outros mercados e que tais características implicam um fluxo da informação acrescido nos negócios aí desenvolvidos, uma vez que em muitos mercados são vendidos essencialmente produtos fungíveis cujas características podem ser especificadas sem grande dificuldade; e, mesmo quando assim não o é, em geral, o comprador tem a possibilidade de analisar o produto antes de o comprar (por exemplo, o comprador de um automóvel pode vê-lo num stand ou até realizar um *test-drive*). Mas o mesmo não se passa no mercado de valores mobiliários, onde o típico comprador não pode analisar a sociedade emitente e, para além disso, o valor dos valores mobiliários depende em grande medida dos resultados que se espera que o emitente venha a alcançar no futuro. Deste modo, o investidor precisa de informação fidedigna sobre a situação financeira do emitente, sobre os resultados esperados, a competência da equipa de gestão, etc. Informações que normalmente não seriam exigíveis noutros mercados, mas que neste mercado são essenciais à proteção do investidor⁴⁰.

Assim, podemos então concluir que estamos perante uma multifuncionalidade dos deveres de informação, sendo claro que a tutela dos investidores só é atingida de forma reflexa, através da proteção da eficiência do mercado de capitais⁴¹. Contudo, deveremos questionar-nos se esta será a forma mais adequada de tutela, na medida em que o investidor médio pode não ter a capacidade para

seja suficientemente competente); e o (iv) *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 próprias decisões, ainda que inconvenientes. – MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., p. 793.

³⁹ MAFALDA GOUVEIA MARQUES/MÁRIO FREIRE, *A informação...*, ob. cit., p. 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.

⁴⁰ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Os deveres de informação...*, ob. cit., pp. 588–633.

⁴¹ 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 mercados de valores mobiliário” (art. 4.º, c), *CMVM*), 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 – OSÓRIO DE CASTRO, *A informação...*, ob. cit., p. 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, p. 337.

aprender a informação que é prestada e considerando igualmente os custos envolvidos na prestação daquela. O que veremos brevemente.

De qualquer forma, o princípio da *Transparência* informativa é essencial, uma vez que o mercado dos instrumentos financeiros se baseia no preço e, por sua vez, a formação eficiente de um preço depende da obtenção de informação. Desta forma, a *Eficiência* de um mercado reflete-se num equilíbrio de preços que não pode ser separado da aquisição da informação e dos problemas com ela relacionados. Logo, a proteção do mercado e do preço depende da publicização ou difusão de informação resultantes de uma atividade privada ou de uma atividade pública (*v.g.* corretiva)⁴².

Cada investidor quer maximizar a sua utilidade com a informação disponível, i.e., as decisões de investimento e desinvestimento baseiam-se na informação que dispõe. Ora, entender-se que um preço reflete toda a informação que se encontra publicamente disponível não pode ser credível, pois, na realidade, o preço de um ativo varia também de acordo com expectativas e a informação detida por cada investidor (relação intersubjetiva)⁴³.

A realidade é que há necessariamente agentes que detêm mais ou melhor informação, inexistindo simetria entre estes diversos “mercados”. Desta conclusão resulta que, objetivamente, existem diferenças entre investidores informados e não informados⁴⁴ e que a assimetria informativa determina a formação de um “Mercado da Informação” que compete “naturalmente” com o mercado de instrumentos financeiros. Deste modo, a assimetria da informação e o

⁴² LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob. cit., pp. 65-112.

⁴³ Por exemplo, porque: (i) é publicamente difundida (completa ou incompleta); (ii) é detida por um conjunto finito, *v.g.* de investidores; (iii) foi obtida através de canais restritos, *v.g.* relatórios e estudos de mercado (como sucede com a aquisição de informação por agências noticiosas como a Bloomberg, ou de análises financeiras, ou de relatórios de empresas de auditoria, de research ou de notação de risco); (iv) é privatística de um ou poucos profissionais ou investidores isolados (como sucede nos prestadores de serviços como auditores, advogados de empresas, ou latamente no *insider trading* por dirigentes ou pessoas ligadas ao meio) – LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob.cit., pp. 65-112.

⁴⁴ É usual distinguir os investidores profissionais, institucionais ou qualificados e os não institucionais ou não profissionais. A distinção teve base nos *Standards and Rules for Harmonizing core conduct of Business Rules for Investor Protection* de Fevereiro de 2001 da FESCO, bem como na Diretiva dos Serviços de Investimento 93/22/CEE (DSI) e Comunicação da Comissão Europeia COM 2000, 722 Final, de 14 de Novembro de 2000 e foi prosseguida pela Diretiva DMIF – cfr. Artigos 32.º-33.º CódVM (a distinção é importante em termos de proteção do investidor face ao mercado, pois são reconhecidos mais direitos e proteção aos investidores com menores conhecimentos técnicos) – LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob.cit., pp. 65-112.

novo mercado que ela gera determinam a regulação dos mercados pela intervenção pública⁴⁵.

Evitar assimetrias informativas protegerá os investidores que não têm capacidade para avaliar o risco do seu investimento, pois evita o risco moral ou vantajamento decorrente de um lado do mercado (da oferta ou da procura) não poder observar ou conhecer ou obter informação sobre o outro lado e, ainda, afasta a seleção adversa decorrente da existência de informação diferenciada entre um lado do mercado e o outro (uma parte tem menos informação precisamente por não poder observar o tipo ou qualidade dos bens e serviços postos à disposição pela outra)⁴⁶. Esta assimetria informativa fundamentaria uma teoria explicativa da realidade: o conhecido *market for lemons* de Akerlof, teoria norte-americana dos mercados de carros velhos (usados), que pretende demonstrar como, tipicamente, nos mercados em que só o vendedor sabe as características dos produtos que vende, tende-se à expulsão dos de melhor qualidade e à compra dos piores ou mais baratos⁴⁷. Com efeito, numa perspetiva económica, não sendo possível distinguir entre os diferentes valores mobiliários oferecidos no mercado, com base na informação disponível, os investidores avaliá-los-ão pela sua média. Deste modo, os valores mobiliários de *melhor qualidade* acabarão por ser vendidos a um preço inferior àquele que seria praticado caso os investidores tivessem acesso a mais informação gratuita sobre os mesmos, permitindo distingui-los dos valores mobiliários de *baixa qualidade*. Assim, sendo aqueles primeiros vendidos a preços mais baixos, haverá menos

⁴⁵ Aqui a regulação é, por definição, substitutiva do mercado, pelo menos de um mercado ineficiente (nada melhor do que o mercado para determinar o melhor preço e quantidade, determinar preços, expulsar maus agentes). Daí que o seu objetivo seja o de obter eficácia, transparência e eficiência, definindo regras de atuação, de qualidade e segurança, criando incentivos, transmitindo sinais que estimulem os agentes num determinado sentido (*policy*) v.g. mais favorável aos consumidores – JACQUES CHEVALLIER, *L'État post-moderne*, 2ª ed., LGDJ, Paris, 2004, p.59.

⁴⁶ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob.cit., pp. 65-112.

⁴⁷ O *market for lemons* traduz-se na teoria utilizada nos E.U.A. para descrever aqueles mercados assolados por problemas de assimetria informativa. Esta teoria relaciona qualidade e incerteza. Utilizando o mercado de automóveis usados como paradigma, conclui-se 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. É este mercado de maus produtos que se visa evitar ao combater a assimetria informativa no mercado de capitais. – teoria desenvolvida por GEORGE AKERLOF, “The Market for Lemmons: Quality Uncertainty na the Market Mechanism”, in *Quarterly Journal of Economics* (84), 1970, pp. 485-500.

investimento em bons projetos. E, simultaneamente, os valores mobiliários de *baixa qualidade* serão vendidos por um preço superior ao que seria praticado se mais informação gratuita fosse disponível sobre os mesmos. Esta situação levará a uma sobre-compensação da oferta de valores mobiliários de *baixa qualidade*, o que determinará um aumento dessas ofertas e uma redução das ofertas de valores mobiliários de *alta qualidade*, uma vez que os seus emitentes rapidamente se irão aperceber que não compensa oferecer tal qualidade. Assim, os “limões” acabarão por dominar o mercado à medida que a qualidade dos investimentos se deteriore. Tal cenário revela-se prejudicial tanto para os investidores como para o mercado⁴⁸.

Ainda assim, muitos investidores, porque confrontados com informação demasiado complexa ou porque são sobrecarregados por esta, não lêem – ou não têm capacidade para assimilar – a informação prestada⁴⁹.

4. Falhas de mercado

Muitos têm entendido que a informação que deve ser prestada ao mercado é tal que já é demasiada e impede os investidores de a compreenderem e reagirem de forma adequada⁵⁰. I.e., atingiu-se um ponto de *information overload*⁵¹.

⁴⁸ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Os deveres de informação...*, ob. cit., pp. 588-633.

⁴⁹ 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 – JENNY CHEN/SUSAN WATSON, *Investor psychology matters: is a prescribed product disclosure statement a supplement for healthy investment decisions?*, 17 NZBLQ 142, dezembro 2011.

⁵⁰ Cf. SORESEN, *Disclosure...*, ob.cit.

⁵¹ OSÓRIO DE CASTRO, *A informação...*, ob.cit., pp. 342-343, considerava (embora ainda ao abrigo do Código do Mercado dos Valores Mobiliários) 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.º596/2014 do Parlamento Europeu e Conselho

Ora, a informação em excesso pode despoletar sentimentos de impotência e exaustão nos seus destinatários, o que, em última análise, obsta à assimilação de informação essencial⁵². No fundo, existe excesso de informação quando esta deixa de ser útil para passar a ser um estorvo⁵³ para os investidores. Aliás, o excesso de informação pode até constituir uma técnica de desinformação ou de “intoxicação” do investidor⁵⁴.

Ora, há que compreender que mais informação prestada ao mercado não equivale a uma maior capacidade de assimilação por parte dos investidores. As estratégias regulatórias baseadas na ideia de *full disclosure* resultam numa sobrecarga informativa nos mercados⁵⁵. Deste modo, o problema do *overload* informativo deve ser cuidadosamente considerado na regulação financeira⁵⁶ e repensados os requisitos de transparência obrigatórios ou a standardização da informação⁵⁷.

Por outro lado, já foi igualmente defendido que a prestação de informações, que implicam elevados custos, favorecem as grandes empresas em detrimento das pequenas, que não têm estrutura capaz para suportar aqueles⁵⁸. A elaboração, prestação e disseminação de informação acarreta um custo, que depois aproveita gratuitamente a todo o mercado, permitindo o *free riding*⁵⁹ ou

de 16 de abril de 2014 relativo ao abuso de mercado) a questão tem sido objeto de mais cuidado de estudo – MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., pp. 787-809. 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, pp. 521-522.

⁵² Cf. BEVERLY WOOLFSON, *Information overload: when Information becomes hazardous to your health*, *Legal Information Management* 2012, 12(1), pp. 39-43, onde 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 to new situations with the appropriate energy*”.

⁵³ BEVERLY WOOLFSON, *Information...*, ob. cit., p. 40. A autora apresenta esta definição como sendo a mais consensual entre a doutrina especializada no tema.

⁵⁴ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob.cit., pp. 77 e 78.

⁵⁵ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., pp. 787-809.

⁵⁶ HANS VON REDEN, *Regulation of securities products post the financial crisis*, *UCL Journal of Law and Jurisprudence* 2013, 2(1), pp. 11-140.

⁵⁷ É que 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 – 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), pp. 389-412.

⁵⁸ O que conduziria àquilo que COSTA PINA, *Dever de informação e responsabilidade pelo prospeto no mercado primário de valores mobiliários*, Coimbra, 1999, p. 23, denomina “efeitos perversos” da regulamentação, na medida em que esta, por gerar custos, induz ao aumento dos riscos.

⁵⁹ “O problema concreto do *free riding* da informação prestada ao mercado decorre de esta (i) ser cara (e o custo marginal depois da informação disponibilizada é marginal, como nos monopó-

a falta de justiça na utilização. Verifica-se uma troca ou atenuação do “interesse geral” em prol de imperativos como a “eficácia”, aproveitando externamente a qualquer investidor não informado, mas as qualidades intrínsecas ao “produto” só podem levar concorrentes a oferecer preços mais baixos ou anunciar melhores serviços⁶⁰. Ora, eventualmente, poderemos 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 custos⁶¹. Todavia, este argumento conduz a um ciclo vicioso: apenas se impõem deveres mais pesados de informação às sociedades cotadas na bolsa porque estas, à partida, têm mais poder económico. Mas se assim forem os custos, as sociedades com menor capacidade não entrarão no mercado⁶². E tal significa que, em vez de estarmos a promover o mercado de capitais, estamos antes a criar barreiras à entrada e permanência das empresas na bolsa, pois, na verdade, o excesso regulatório pode levar a uma fuga para financiamento através de meios próprios, capital de risco ou de financiamento

lios naturais) e (ii) após a sua disseminação poder ser reutilizada, *v.g.* onerosamente, por terceiros (externalidades), (iii) aproveitando a todos os serviços ou instrumentos similares. Se acrescentarmos a estes fatores o custo da produção e disseminação, temos alguns motivos para que os autores ou *providers* não queiram partilhar ou produzir informação. A falta de transparência daqui decorrente, vicia a eficácia do mercado e a concorrência e afasta o bom instrumento financeiro ou serviço em prol do mau: se os agentes desconhecem a verdadeira relação preço-qualidade do investimento proposto, e se os bons serviços ou produtos são porventura mais onerosos, os consumidores, não sabendo distinguir, optarão pelo fator preço ou reputação. A concorrência, dependendo de “sinais” pouco seguros, opera entre produtos com menor preço ou qualidade”. – LUÍS GUILHERME CATA-RINO, *Informação...*, ob.cit., pp. 65-112.

⁶⁰ O excesso de informação pode ser uma técnica de desinformação ou “intoxicação” do investidor/consumidor (a Rule 421(d) norte-americana, “The Plain English Proposal”, afasta a disseminação de tecnicismos e informação pouco relevante) ou dar azo a manipulações fáceis prejudicando o investidor ao afastá-lo daquilo em que deve apostar – a idoneidade das empresas – para o que o leva a investir – o preço ou a reputação. Assim, BEATRIZ GARÍN, *La protección pública del inversor en el mercado de valores*, Civitas, Madrid, 2004.

⁶¹ E 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 – SORENSEN, *Disclosure...*, ob. cit., p. 276.

⁶² Os custos associados à *compliance* são apenas um exemplo dos múltiplos encargos associados à cotação no mercado regulamentado. Lembre-se, por exemplo, das taxas de admissão e outros custos diretos do *listing*, que se apresentam como resultado imediato do facto de a entidade gestora do mercado regulamentado ser uma sociedade anónima, que prossegue, naturalmente, o seu escopo lucrativo. É o caso, de entre vários, da Euronext Lisbon. – MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob. cit., pp. 796-797.

bancário⁶³. E atente-se que mesmo nas sociedades de grande dimensão, o cumprimento de um novo dever de informação pode implicar custos significativos. De facto, tem sido demonstrado que a introdução de alguns específicos deveres de informação aumentaram de modo significativo os custos dos seus sujeitos passivos, não obstante a prévia existência de um sistema central de divulgação de informação. Na medida em que os deveres de informação sejam utilizados pelo legislador como um substituto de normas substantivas (que imponham ou proíbam determinada conduta), o cumprimento de um dever de informação pode implicar custos substanciais não diretamente relacionados com a produção e divulgação de informação⁶⁴. Deste modo, será função do legislador/regulador justificar, em cada caso, em que medida a norma proposta permite obter um *resultado melhor* do que aquele que seria obtido pelas forças do mercado, considerando o difícil equilíbrio entre a concretização dos objetivos propostos e a racionalização dos custos decorrentes da mesma para os emitentes, para os investidores e para o próprio Estado⁶⁵.

Para além do *supra* referido, deveremos ainda pensar na natureza sensível de certas informações que devem ser prestadas ao mercado. É que no caso da divulgação de informação prejudicar seriamente a sociedade, já se considerou que o dever de informação poderia ser comprimido, uma vez que a proteção

⁶³ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob.cit., p. 89. E 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 – Amadeu Ferreira, *Direito dos valores mobiliários*, Lisboa, 1997, p. 334.

⁶⁴ JOSÉ FERREIRA GOMES refere como exemplo “os custos associados ao cumprimento do dever de informação imposto pela famosa *Section 404* do *Sarbanes Oxley Act*, implementado nos E.U.A. em relação aos escândalos financeiros verificados no início deste milénio. De acordo com esta norma, as sociedades visadas devem incluir no relatório anual, a divulgar através da SEC, um relatório de controlo interno no qual (i) seja declarada a responsabilidade do *management* (os quais não são necessariamente administradores) pelo estabelecimento e manutenção de uma estrutura de controlo interno e procedimentos de preparação e divulgação de informação financeira (*reporting*) e (ii) incluída uma avaliação da eficácia dessa estrutura e desses procedimentos à data de encerramento do último exercício. Para além disso, a avaliação do *management* deve ser certificada pelo auditor da sociedade. Como facilmente se compreende, o cumprimento deste dever de informação exige a prévia implementação de um sistema de controlo interno adequado às características da sociedade visada, numa jurisdição caracterizada por uma elevada litigiosidade, agravada pelo sentimento de insegurança e desconfiança decorrente dos graves escândalos verificados e da crise que se lhes seguiu”. – em *Os deveres de informação...*, ob. cit., pp 588-633.

⁶⁵ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Os deveres de informação...*, ob. cit., pp. 588-633. Como refere o autor, “o mérito de cada dever deve ser questionado face aos custos inerentes à preparação e divulgação da informação”.

da informação sensível é um princípio de direito europeu⁶⁶. Já em Portugal, uma vez que se impõe que a informação seja lícita⁶⁷, terá de se concluir que o dever de informar não é absoluto, mas que, havendo colisão de direitos, deverá prevalecer aquele que for considerado hierarquicamente superior⁶⁸. Todavia, ainda que se possa admitir que os deveres de informação sejam afastados ou comprimidos a favor da proteção de informação sensível, teremos de assumir que a ocorrência de tal situação será sempre rara⁶⁹.

Deveremos então colocar a questão de saber se não seria preferível optar pela regulação substantiva em vez de pela imposição de deveres de informação demasiado complexos. À primeira vista, a informação apenas serve um propósito, se a maioria dos acionistas a conseguem entender e agir com base nela⁷⁰. Ora, não apreendido os investidores parte da informação prestada ao mercado, pergunta-se se não se deveriam seguir outras soluções. Contudo, há que entender que muitas das matérias envolvidas são extremamente complexas, o que torna muito difícil delinear soluções substantivas⁷¹. E mesmo perante todas

⁶⁶ Foi esta a ideia afirmada pelo TJUE no caso Springer (C-103/03) e pelo Tribunal de 1ª Instância no caso Danzer (C-435/02). A mesma ideia de base pode igualmente 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. Contudo, esta exceção não existe em relação a outros deveres de informar.

⁶⁷ Artigo 7.º do Código dos Valores Mobiliários (CVM).

⁶⁸ Deste modo, os intermediários financeiros e outros consultores devem abster-se de prestar informações quando exista um conflito de interesses de outros clientes, quando se violem outros deveres, como o de sigilo ou, em geral, sejam violados direitos de terceiros. Neste sentido, A. BARRETO MENEZES CORDEIRO, *Direito...*, ob.cit., p. 279.

⁶⁹ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., pp. 787-809.

⁷⁰ 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), a prestação de informação era suficiente para que os consumidores, credores ou outros *stakeholders* se encontrem tutelados. Todavia, no sentido de SORENSEN, *Disclosure...*, ob. cit., p. 273 e MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., p. 798, em muitos casos o investidor não tem capacidade para compreender a informação prestada, até porque as suas implicações podem não ser claras.

⁷¹ Ainda assim, não deve ser adotada a posição segundo a qual é preferível impôr a transparência do que não regular a questão. Isto porque, em primeiro lugar, a divulgação de informação demasiado complexa pode resultar em *overload* informativo; e em segundo lugar, porque as regras de transparência impõem custos às empresas. Em particular, quando a informação é complexa

estas falhas, não há como não admitir que a informação ainda desempenha um papel muitíssimo importante na formação dos preços de mercado e, como tal, na tutela dos investidores, ainda que desinformados. A tutela dos investidores apenas é alcançada por via da proteção do mercado e a forma como a informação influencia o mercado é o que veremos de seguida⁷².

Por último, há ainda a questão do uso da *Informação Privilegiada*. Ao divulgar publicamente informação relevante sobre um emitente, a empresa ou os particulares que lhe prestam serviços estão a expôr atos ou factos (a tornar cognoscível) a um universo de pessoas indetermináveis, por meios coletivos ou massificados, por vezes dentro de uma “moral” capitalista onde se pretende incluir uma “ética” dos negócios. Pensamos nos casos em que se opõem interesses de administradores (eventualmente por infidelidade à sociedade) e acionistas, dito *corporate trading* que geraram as modernas tendências da *corporate governance*⁷³. Pode verificar-se igualmente assimetria num mercado pela utilização indevida de informações concretas, não públicas, relevantes para a formação de preço de uma ou mais empresas, em proveito próprio (*insider trading*), que faz com que o fosso entre o preço de quem quer comprar e quem quer vender um ativo se alargue (o *bid-ask spread*). Pensamos igualmente na assimetria da difusão ao mercado de falsas notícias ou informações que enganam vendedores, adquirentes ou subscritores – *corporate disclosure*⁷⁴.

Ainda assim, a informação pode ainda relevar numa perspetiva de limitação dos benefícios privados de controlo, na medida em que pela redução da assimetria informativa entre *insiders* (com controlo sobre a atividade da sociedade) e *outsiders*, estes últimos podem fazer uso de diferentes mecanismos de governo societário para reagir à violação de deveres de administração⁷⁵.

é necessário tempo e dinheiro para a assimilar. Por isso, os reduzidos benefícios associados à sua divulgação devem ser ponderados com os seus custos. – SORENSEN, *Disclosure...*, ob.cit., p. 283.

⁷² MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., pp. 787-809.

⁷³ Sobre o conceito, e a separação entre Comunicação e Informação, EDUARDO PAZ FERREIRA, “A informação no mercado de valores mobiliários”, AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. III, Coimbra Editora, 2001, pp. 137-59.

⁷⁴ MICHAEL ABRAMOWICZ, “*Information Markets, Administrative Decision Making, and Predictive Cost-Benefit Analysis*”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 71, n.º3, 2004, p. 944.

⁷⁵ JOSÉ FERREIRA GOMES, *Os deveres de informação...*, ob. cit., pp. 588-633. Entre aqueles mecanismos, o autor destaca, para além da eleição da administração quando esta não dependa apenas dos *insiders*, as diferentes ações de responsabilidade civil (para com a sociedade, para com os credores sociais, para com os sócios e terceiros).

5. A influência da informação no mercado de capitais

Face às negativas consequências do excesso informativo e da complexidade da informação prestada ao mercado, teremos de perguntar se ainda será justificada a crença no “poder mágico”⁷⁶ da divulgação de informação ao mercado⁷⁷. É que apesar dos problemas *supra* mencionados, não podemos negar o papel de relevo que a informação tem na formação dos preços no mercado⁷⁸.

No filme “*Wall Street*” de Oliver Stone, de 1987, Gekko (Michael Douglas) diz a Bud Fox (Charlie Chen), um jovem *broker* ambicioso, que a informação é a mais valiosa mercadoria que conhece (*The most valuable commodity I know*). A ascensão da geração YUPPIE⁷⁹ dos anos 80 decorrente da verdadeira indústria de *insider trading* e de *junk bonds*, e o trabalho de investigação que notabilizou *district-attorneys* como Giuliani (mais recentemente Eliot Spitzer e os escândalos contabilísticos alegada e parcialmente devidos à inação dos membros do board da SEC⁸⁰) estão aí para o provar.

5.1. Teoria do mercado eficiente

A expressão “mercado eficiente” foi utilizada pela primeira vez por Eugene Fama e Samuelson⁸¹ no final dos anos 60, embora a teoria em si preceda o

⁷⁶ Expressão já mencionada, utilizada por LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob.cit., p. 67.

⁷⁷ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., pp. 787-809.

⁷⁸ Os dados empíricos confirmam que os investidores atuam racionalmente quando dispõem de informação suficiente. PAULO CÂMARA, *Os deveres de informação...*, ob.cit., p.86. Este autor recorre a uma afirmação clássica “*sun light is the best disinfectant and electric light the most efficient policeman*”. Contudo, como diria OSÓRIO DE CASTRO, *A informação...*, ob. cit., p. 344, demasiado sol pode provocar cancro da pele, constatação que nos conduz aos excessos informativos em que tem caído o mercado de capitais.

⁷⁹ Young Urban People ou Young Upwardly-Mobile Professional. Acerca deste modo de vida materialista, tão profissionalista e vago de interesses (para além do dinheiro e de BMW’s), como de conhecimentos e de escrúpulos, *vd* o prémio Pulitzer ganho em 1992 por James B. Stewart com *Den of Thieves* (datado de 1992, S&S, Nova Iorque, teve cerca de 10 edições), baseado em acontecimentos reais na ligação entre sociedades de advogados especialistas em M&A e o mundo do segredo bolsista, comercial e industrial.

⁸⁰ O fervoso eco público decorre do interesse dos media, sempre desejosos de “pelourinhos” públicos, mas os próprios reguladores têm um *vested interest* pela possibilidade de notoriedade e reforço dos seus poderes regulatórios e financeiros – JERRY MARKHAM, “*Super-regulator: a comparative analysis of securities and derivatives regulation in the United States, Great Britain and Japan*”, Public law and legal theory research paper da University of North Carolina, 2007, p. 89; 02-1, [documento eletrónico biblioteca CMVM].

⁸¹ *Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly*, *Industrial Management Review*, 6:2 (1995), pp. 41 e ss.

nome em vários anos⁸². A teoria em causa prevê que os preços no mercado incorporam a informação disponibilizada ao público, o que inviabiliza a especulação e torna impossível bater o mercado⁸³⁻⁸⁴.

Segundo a teoria do mercado eficiente, existem 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 do mercado, mas também toda a informação disponibilizada ao público; e (iii) *forte*: toda a informação *conhecida* pelos participantes no mercado é refletida nos preços do mercado⁸⁵.

A ideia de eficiência fraca está associada à *teoria do caminho aleatório*. Em 1973, Malkiel escreveu o livro “*A random walk down Wall Street*”⁸⁶, no qual defendia que um chimpanzé vendado a atirar dardos às páginas do mercado de *Wall Street Journal* conseguiria selecionar um *portfolio* com uma *performance* tão boa quanto a de um outro cuidadosamente escolhido por especialistas. Deste modo, 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, pois se os preços refletem toda a informação tornada pública, até investidores desinformados que comprem um *portfolio* diversificado

⁸² GEORGE GIBSON, *The stock exchanges of London, Paris and New York*, Nova Iorque, 1889.

⁸³ BURTON G. MALKIEL, *Efficient Market Hypothesis*, The New Palgrave: Finance, Londres, 1994 (reimpr.), pp. 127-133.

⁸⁴ A ideia desta teoria poderá ser ilustrada por uma antiga história que circula no meio financeiro, de acordo com a qual, um professor de finanças e um aluno, caminhando na rua, encontram uma nota de \$100. Enquanto o aluno se baixa para a apanhar, o professor diz-lhe para não se incomodar, pois se fosse realmente uma nota de \$100, não estaria caída no chão. Com isto, quer se dizer que 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. Assim, os defensores desta teoria acreditam que notas de \$100 não estão simplesmente no chão para serem apanhadas, seja por um investidor amador seja por um profissional. – BURTON G. MALKIEL, *The efficient market hypothesis and its critics*, CEPS working paper n.º91, abril 2003, p. 5.

⁸⁵ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob. cit., p. 800.

⁸⁶ A expressão havia já sido utilizada por EUGENE FAMA, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, *Journal of Finance*, 1970, pp. 25, 383-417. Esta teoria combinou bem com as tendências teóricas do momento, como as de ROBERT MERTON, *The intertemporal capital asset pricing model*, *Econometrica*, 1973, pp. 867-887; ROBERT LUCAS, *Asset prices in na Exchange economy*, *Econometrica*, 1978, pp. 1429-1445.

obterão uma taxa de retorno tão elevada quanto a de especialistas⁸⁷. Assim, num mercado eficiente em sentido fraco, a análise do comportamento 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 muito 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 formado⁸⁸. Tal expressão apareceu pela primeira vez pela mão de Karl Pearson, numa troca de correspondência na revista *Nature* em 1905, na qual se questionava qual o melhor método para encontrar uma pessoa embriagada que foi deixada no meio de um campo. Segundo esta teoria, a melhor opção seria começar exatamente no local onde o bêbedo tinha sido deixado, pois este seria o único indicador não enviesado da sua posição futura, tendo em conta que ele previsivelmente teria cambaleado de forma imprevisível e aleatória. E assim seria o mercado de capitais: também o preço dos valores mobiliários seguiria um percurso aleatório⁸⁹.

Foi no início do século XXI que começaram então a surgir amplas críticas à *random walk theory*. 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*⁹⁰ identificam no mercado de capitais algumas anormalidades e padrões, que tornariam os preços estatisticamente previsíveis. Em face destas críticas, Malkiel veio utilizar os argumentos dos seus opositores para reforçar a sua posição, defendendo que as irregularidades que por vezes se verificam na formação de preços, apesar de persistirem por certos períodos de tempo, acabam por ser corrigidas pelo próprio mercado. A teoria do mercado eficiente não prevê que o preço que se forme no mercado seja sempre perfeito. Muito pelo contrário, reconhece que o mercado já cometeu

⁸⁷ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob. cit., p. 787-809.

⁸⁸ Aula de ROBERT SHILLER em *Yale open courses* (<http://oyc.yale.edu/economics/econ-252-11#sessions>), lecture 7; MALKIEL, *Efficient Market*, ob. cit., p. 128.

⁸⁹ MALKIEL, *Efficient Market*, ob. cit., p. 129. Todavia, 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 no caminho imprevisível não são suficientes para que ocorram oportunidades de negócios inexplorados – cfr. MADALENA PERESTRELO, *Transparência...*, ob. cit., pp. 787-809.

⁹⁰ ROBERT SHILLER, *Irrational exuberance*, 3ª ed., New Jersey, 2015; RICHARD THALER, *Misbehaving: the making of behavioral economics*, Nova Iorque, 2015.

erros consideráveis também influenciados por fatores psicológicos. Contudo, considera que os supostos padrões que já foram documentados no mercado não são suficientemente robustos para criarem oportunidades de investimentos acima da média⁹¹.

Estes padrões – a existirem – irão certamente autodestruir-se no futuro, como já aconteceu a vários. Deste modo, há que ser cautelosos e não sobrevalorizar estas tendências⁹². Assim, perante aqueles autores que enfatizam a ineficiência da formação dos preços no mercado, Richard Roll respondia “pessoalmente, tentei investir o meu dinheiro e o dos meus clientes em todas as anormalidades 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 difícil dizer-se que a informação não está a ser corretamente incorporada nos preços do mercado⁹³.

Um dos grandes argumentos apresentados para esta teoria é a constatação de que os gestores de fundos de investimentos profissionais não conseguem apresentar melhores resultados do que o mercado. Ora, se existissem padrões no mercado que pudessem ser explorados, então esses gestores bateriam o mer-

⁹¹ MALKIEL, *The efficient*, ob.cit., p. 6. O artigo representa 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 do seus opositores e, em 2003, volta a defender a teoria que introduzira em 1973 na literatura financeira. Cfr. MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob. cit., pp. 801-802.

⁹² MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob. cit., pp. 801-802, dá, a título de exemplo, o chamado efeito janeiro: se o mercado, em especial para as pequenas empresas, gera lucros extraordinários durante os 5 primeiros dias do mês de janeiro, teremos de perguntar qual será, tipicamente, o comportamento dos investidores perante este padrão. Aqueles que queiram explorar a tendência, vão obviamente adquirir ações no último dia de dezembro e vendê-las a 5 de janeiro. Todavia, 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 a 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. A autora recorre a este exemplo para concluir que qualquer padrão verdadeiramente representativo e que possa ser explorado pelos investidores irá, em última análise, autodestruir-se. Para além da natural autodestruição dos padrões de mercado, MALKIEL, *The efficient*, ob. cit., p. 22, acrescenta ainda que muitos deles são descobertos em resultado de dados massajados, pois com tempo e adequado tratamento da informação, é possível identificar qualquer padrão na maioria das bases de dados.

⁹³ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., pp. 787-809.

cado. Porém, 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 variado⁹⁴⁻⁹⁵.

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

5.2. Behavioral economics

Em 1996, Alan Greenspan descreveu o comportamento dos investidores no mercado de capitais com recurso à expressão *irrational exuberance*. A irracionalidade que se identifica nos mercados de capitais é a ideia que alicerça a *behavioral economics*. A exuberância irracional é o fenómeno de base das bolhas especulativas, ou seja, 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

⁹⁴ Resultados apoiados num estudo de MICHAEL JENSEN (*The performance of mutual funds in the period 1945-64*, *Journal of Finance*, vol. 23, 1968, pp. 389-416) que foi posteriormente repetido e confirmado por MALKIEL (*Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991*, *Journal of Finance*, 50, pp. 549-572). Como refere JENSEN, 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 às 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.

⁹⁵ 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*”. Cf. *Business Insider*, 26-fev-2016. Na notícia podia 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 naquilo 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. – *Follow Warren Buffet, Beat the Market*, Investopedia (<http://www.investopedia.com/articles/investing/092214/follow-buffets-discipline-beat-market.asp>).

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 aderir⁹⁶.

A *behavioral economics* tem sido considerada uma alteração do paradigma das teorias financeiras. As finanças comportamentais, i.e., as 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 indentificado nos anos 90, altura em que os estudos se começam a focar nas relações de psicologia com os mercados de capitais⁹⁷. Através desses estudos, foi-se entendendo que o funcionamento do mercado depende de pessoas reais e que estas, por vezes, comportam-se de forma irracional. Os defensores destas teorias apresentam padrões e tendências no mercado que, embora tenham sido descartados pelos defensores da teoria do mercado eficiente, se têm manifestado de forma suficientemente constante e sólida para criar insatisfação face à ideia de mercado eficiente⁹⁸.

Mais chocante veio a ser a constatação da impossibilidade de todos os investidores estarem a par da informação relevante. Na medida em que esta conclusão não é plausível, a teoria do mercado eficiente 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 confirmam⁹⁹. A ideia subjacente à teoria do mercado eficiente 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*¹⁰⁰.

Desta forma, apesar de não ser expectável que o mercado cometa erros tão consideráveis ao ponto de existirem continuamente oportunidades de retornos acima da média, entende-se que seja expectável que o mercado interprete de forma completamente errada alguns eventos, gerando-se, deste modo, bolhas

⁹⁶ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., pp. 787-809.

⁹⁷ ROBERT SHILLER, *From efficient market theory to behavioral finance*, *The Journal of Economic Perspective*, vol. 17, n.º 1, pp. 83-104.

⁹⁸ JONH 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...*, ob.cit., p. 91.

⁹⁹ SHILLER, *From efficient...*, ob. cit., p. 96.

¹⁰⁰ Foi o conhecido caso da venda da Palm pela 3Com. SHILLER, *From efficient*, ob.cit., p. 98.

especuláveis¹⁰¹. O facto de as anormalidades e padrões identificáveis no mercado desaparecerem com o tempo não confirma a teoria do mercado eficiente. A conclusão que daí se retiraria não faria sentido, pois seria peculiar argumentar que os mercados ineficientes apresentam padrões regulares e duradouros¹⁰².

Assim, há que admitir que nem sempre os mercados financeiros funcionam de forma eficiente e que nem sempre os preços no mercado refletem a informação disponibilizada¹⁰³. Mas ainda assim, tal não significa abandonar a teoria do mercado eficiente. Segundo Eugene Fama¹⁰⁴, os resultados a que chegam os defensores das finanças comportamentais contradizem-se entre si e a teoria parece reduzir-se a um grupo de anormalidades que podem ser explicadas, em última análise, pela eficiência do mercado.

Já relativamente ao caso particular das bolhas, há que entender que num cenário de mercados transparentes, em que a informação é disponibilizada aos investidores, existem, ainda, ciclos de mercado, que são caracterizados pelo pessimismo ou otimismo¹⁰⁵, bem como bolhas especulativas. Questiona-se

¹⁰¹ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob. cit., pp. 787-809.

¹⁰² SHILLER, *From efficient...*, ob. cit., p. 102.

¹⁰³ Em Portugal, LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob. cit., p. 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.

¹⁰⁴ *Market efficiency, long-term returns and behavioral finance*, Journal of Financial Economics, 1998, pp. 283-306.

¹⁰⁵ 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 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 no E.U.A., durante o século XX, existiram cinco ciclos de *bear market* e *bull market*. ADRIAN R. PAGAN/KIRILL A. SOSSOUNOV, *A simple framework for analysing bull and bear markets*, em *Journal of applied econometrics* 18, 2003, pp. 23-46; ROBERT B. BARSKY/J. BRADFORD DE LONG, *Bull and bear markets in the twentieth century*, The journal of economic history, vol. 50, junho 1990, pp. 265-281.

então como se explica a tal irracionalidade dos investidores¹⁰⁶ durante uma bolha como, por exemplo, a americana *dot.com bubble*, que se prolongou por cinco anos (de 1995 a 2000)?

Para responder a esta questão, vieram as teorias psicanalistas debruçar-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 apreendida¹⁰⁷. As crises tal como a bolha da internet, podem ser explicadas pela necessidade de os sujeitos no mercado investirem num *objeto fantástico*¹⁰⁸, como, à data, era considerada a internet e todas as empresas a ela associadas. Assim, foi a ideia da internet, mais do que quaisquer cálculos complexos baseados em factos divulgados, que justificou o entusiasmo e que resultou na bolha da internet¹⁰⁹. 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. Contudo, 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 então aquilo a que 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 inconscientes¹¹⁰.

Aquela ideia atraiu novos investidores para o mercado, onde passou a existir mais compradores do que vendedores, o que levou a um, ainda mais significativo, aumento do valor das ações no mercado. Tal situação, por seu turno, levou outros investidores a acreditarem que, de facto, esse investimento era o

¹⁰⁶ 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 tem 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 realize how ridiculous those basic assumptions are?*”.

¹⁰⁷ DAVID TUCKETT/RICHARD TAFFLER, *Phantastic objects...*, ob. Cit., p. 392.

¹⁰⁸ 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. TUCKETT/TAFFLER, *Phantastic objects...*, ob.cit., p. 395.

¹⁰⁹ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob. cit., pp. 787-809.

¹¹⁰ A relação entre a teoria de Freud e a bolha da internet é estabelecida por TUCKETT/TAFFLER, *Phantastic objects...*, ob. cit., pp. 393-395.

mais acertado. Até 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 péssimas *performances*, o que os conduziu a, afinal, considerarem que deviam investir naquele 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 rebentar¹¹¹. Este é o fenómeno denominado de investimento “em cascata”, i.e., de alinhamento do investimento com o de outros intervenientes, em que a moda da internet criou um *hot market* que catapultou todo o setor¹¹². Ao mesmo tempo, apareciam *cover stories* na comunicação social, que tinham como objetivo reunir os elementos essenciais do novo objeto fantástico e oferecer alguma informação sobre o fenómeno da bolha, que era, à data, apenas vagamente compreendido. Ora, na *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*”¹¹³. 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 internet¹¹⁴. Existia, até, uma expressão para aqueles investidores que não aderiram à ideia da internet: “*ser Amazoned*”¹¹⁵. Por isso, podemos defender que as bolhas do mercado apresentam semelhanças com os esquemas Ponzi¹¹⁶, uma vez que uma história plausível ligada a um esquema ganha uma crescente

¹¹¹ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., pp. 787-809.

¹¹² ALEXANDER HELLGARDT, *Kapitalmarktdeliktsrecht*, Tübingen, 2008, pp. 524-527, ainda que em termos gerais e não, especificamente, a propósito da bolha da internet.

¹¹³ TUCKETT/TAFFLER, *Phantastic objects...*, ob.cit., p. 398. Ao mesmo tempo, o co-fundador da *Nerve.com* dizia: “é verdadeiramente poderoso sentir que és uma das dezassete pessoas que realmente compreendem o mundo”.

¹¹⁴ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., pp. 787-809.

¹¹⁵ TUCKETT/TAFFLER, *Phantastic objects...*, ob. cit., p. 402.

¹¹⁶ SHILLER, *Irrational...*, ob. cit., pp. 70 e 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 entusiasmo à medida que vão surgindo elevados resultados, tornando a história de fachada cada vez mais plausível e incitando outros investidores a participar.

credibilidade à medida que vai gerando resultados e merece o entusiasmo dos investidores.

É por isso que, 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 interesses¹¹⁷.

6. “Dilema regulatório”¹¹⁸

Em face das falhas de mercado, o processo decisório da regulação é a resposta administrativa ao dilema que se coloca perante os “factos regulatórios” que precedem a existência de relações administrativas necessárias especiais – que denominamos de “relações jurídicas regulatórias”. Assim, “na atividade de controlo e vigilância é importante deter a informação necessária e o momento em que a autoridade a obtém”¹¹⁹. Um dos exemplos da importância temporal desta “rede de segurança” é a importância da pontualidade com que certa informação é disponibilizada ao público, para evitar o fenómeno de oportunismo sobre uma *commoditie* gratuita mas com um preço de mercado (*free-riding* ou *market abuse*). À *qualidade* (“completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita”, artigo 7.º, do CVM) e *quantidade* (fluxo constante de informação), acresce a necessidade de a informação ser atempada, de onde resultam problemas reais de gestão da sua reserva¹²⁰.

Assim, a autoridade deve ter a possibilidade de determinar “o que publicar, quando e como”, para além da publicidade que resulta de prévios registos, aprovações ou autorizações (a importância da *gun jumping rule* não necessita demonstração¹²¹) ou de obrigações contínuas ou duradouras. Dentro das

¹¹⁷ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob.cit., pp. 787-809.

¹¹⁸ Expressão utilizada por LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob.cit., pp. 65-112.

¹¹⁹ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob. cit., pp. 65-112.

¹²⁰ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob. cit., pp. 65-112.

¹²¹ Segundo a SEC, “*the thrust of which are to prohibit actions and communications that condition the marketin advance of a public offering. We want to remind issuers and underwriters of the role of the SEC’s longstanding gun-jumping rules in light of the Reforms. What is Gun-Jumping? Securities offerings can be divided into three stages based on the regime set forth under Section 5 of the Securities Act: the “quiet period” which begins with the decision to proceed with an offering and ends with filing of the registration statement; – the “waiting period”, which is the period between the filing and effectiveness of the registration statement; and – the “post-effective period” which is the period after the registration statement has been declared effective by the SEC.*”

suas competências específicas para prossecução de atribuições determinadas (e o mandato legislativo delimita as suas competências – *regulatory package*), a autoridade administrativa escolherá o *entry point* da intervenção na pirâmide regulatória¹²².

A intervenção pública depende também da análise de custo e de impacto, que permite um estudo explicativo e antecipa uma previsão das condutas por normas ou decisões, permitindo conhecer os seus efeitos económicos (quais as mais eficientes, qual a sua razoabilidade económica). Implica um juízo de prognose ou *ex-ante* da tomada de decisões, mas permite igualmente controlar o seu fundamento¹²³, particularmente no que respeita a decisões concretas, o regulador também deve utilizar os seus recursos de forma eficiente e economicamente parcimoniosa¹²⁴. Deve existir uma proporcionalidade entre o custo de um sacrifício ou do dever imposto a um regulado, e a vantagem daí decorrente para os mercados¹²⁵: não deve obstar à inovação; e deve ter em mente vantagens competitivas dentro dos mercados nacionais e perante mercados internacionais (minimizando riscos, danos e práticas lesivas dos mercados¹²⁶)¹²⁷.

Finalmente, os custos de produção de informação e de publicitação obrigatória não podem constituir um entrave à negociação em mercado, nem para quem tem de produzir, nem para quem tenha de a obter¹²⁸. As empresas escolhem o mercado de capitais para se financiar mas um excesso regulatório pode

¹²² Acerca das pirâmides regulatórias, e da desregulação da legislação no âmbito daquilo que designamos por “lei administrativa” na *fuzzy legality*, LUÍS GUILHERME CATARINO, *Regulação e Supervisão...*, ob. cit., pp. 244 ss. e 361 ss.

¹²³ Claro que tal não previne que um regulador prossiga uma agenda política própria (e inerente responsabilidade), mesmo perante instrumentos hoje em dia aceites como constituindo as melhores práticas (*best practices*), tanto mais que instrumentos como a análise custo/benefício da regulação é elaborada pelos mesmos peritos que irão produzir a regulação – LUÍS GUILHERME CATARINO, *Regulação e Supervisão...*, ob. cit., pp. 233 ss. e 308 ss.

¹²⁴ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob. cit., pp. 65-112.

¹²⁵ “An overview of Regulatory Impact analysis in OECD Countries” de SCOTT JACOBS; *The Economic Appraisal of Environmental Projects and Policies: A Practical Guide*, 1995; “Recommendation on Improving the Quality of Government Regulation”, também de 1995, <http://www.oecd.org/dataoecd/>

¹²⁶ Alguns destes princípios constam expressamente do FSAAct, na sua Secção 2ª – *vd* DANIEL MATERS, et al., “Regulatory Discipline and the European Convention on Human Rights”, in FERRAN e GOODHART (edit.), *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, Hart Publishing, Oxford, 2001, p.97.

¹²⁷ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob. cit., pp. 65-112.

¹²⁸ Acerca da distinção entre capacidade institucional (dependente de características estruturais), operacional (dependente de custos) e alocativa de funcionamento, enquanto aspetos necessários à eficiência do mercado, OSÓRIO DE CASTRO, “A informação no direito do mercado de valores mobiliários”, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lex, 1997, pp. 333-49.

implicar uma fuga para financiamento através de meios próprios, de capital de risco, ou de financiamento bancário interno ou externo, como já aqui referimos. Uma má escolha perante um “dilema regulatório” concreto pode traduzir um “excesso regulatório” ou mesmo uma *regulatory failure*. Pode suceder que se estatua um excesso de deveres de informação para os investidores não profissionais, porque os consumidores estariam melhor protegidos com menos informação do que a devida, desde que contenha os elementos essenciais para uma decisão de investimento (custos, maturidade, risco de perda de capital, possibilidade de mobilização, juros, dividendos ou rentabilidade reais¹²⁹)¹³⁰.

7. Conclusão

A informação prestada ao mercado não existe por uma necessidade jurídica mas sim, por uma razão económica de eficiência¹³¹. É a regulação do funcionamento do mercado de capitais que se visa tutelar através dos deveres de informação e, conseqüentemente, protegem-se os investidores no mercado¹³².

O funcionamento do mercado implica confiança e informação. Sem estes elementos não haverá investidores nem mercado. Todavia, não podemos ignorar que também não existem investidores sem emitentes. Um sistema regulatório que preveja demasiadas exigências informativas pode ter como resultado 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 investidores¹³³. Portanto, temos que entender que se deverá alcançar um equilíbrio entre as soluções substantivas e

¹²⁹ Assim, REINHARD DTEENNOT, “Information requirements as a tool to protect consumers receiving investment services”, University of Gent – Financial Law Institute, *working paper*, Nov. 2008. Compreendem-se as soluções hodiernas encontradas se o atual *level playing field* visar a formação de um mercado restringido aos profissionais, e que a intervenção de não profissionais se faça sobretudo através destes ou de investimento coletivo (p.e., fundos de investimento).

¹³⁰ LUÍS GUILHERME CATARINO, *Informação...*, ob.cit., pp. 65-112.

¹³¹ MAFALDA GOUVEIA MARQUES/MÁRIO FREIRE, *A informação no mercado de capitais*, 3 CadMVM, 1998, p. 122.

¹³² 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 correta”.

¹³³ Assim, OSÓRIO DE CASTRO, *A informação...*, ob. cit., p. 347.

os deveres de informação. E apenas os casos concretos e os estudos especializados nesta área poderão solucionar as questões aqui tratadas.

E mesmo apesar 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 dos argumentos apresentados pelos defensores da mais moderna teoria das finanças comportamentais, a hipótese do mercado eficiente não é posta de lado 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 teoria do mercado eficiente¹³⁴.

Assim, apesar de ocasionais falhas no mercado, motivadas, sem dúvida, por fatores psicológicos, a informação é, ainda, condição de eficiência do mercado e, portanto, imprescindível no mercado de capitais.

¹³⁴ MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Transparência...*, ob. cit., pp. 787-809.