ANDRÉ GRÜNSPUN PITTA

**Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do
mercado de valores mobiliários:**

As alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Francisco Satiro de Souza Junior.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2017

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Pitta, André Grünspun

Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários : As alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias / André Grünspun Pitta ; orientador Francisco Satiro de Souza Junior -- São Paulo, 2017.
493

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2017.

1. Mercado de valores mobiliários. 2. Direito Societário. 3. Formação de capital. 4. Estrutura societária. 5. Ofertas de valores mobiliários. I. Souza Junior, Francisco Satiro de, orient. II. Título.

Nome: André Grünspun Pitta

Título: Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários: As alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias.

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof.Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Prof.Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Prof.Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Prof.Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

Prof.Dr. _____	Instituição: _____
Julgamento: _____	Assinatura: _____

*À minha esposa Fernanda, por todo
amor, carinho e incentivo.*

“The liberal conceives of men as imperfect beings. He regards the problem of social organization to be as much a negative problem of preventing "bad" people from doing harm as of enabling "good" people to do good; and, of course, "bad" and "good" people may be the same people, depending on who is judging them.”

(Milton Friedman, Capitalism and Freedom, 2002)

AGRADECIMENTOS

A pesquisa acadêmica é uma atividade solitária, cujo desenvolvimento, porém, depende em grande medida da companhia, da compreensão e da inspiração que emana daqueles que nos acompanham durante essa jornada. Por isso, é indispensável render, aqui, alguns singelos agradecimentos àqueles que contribuíram, das mais variadas formas, para o desenvolvimento do presente trabalho.

Inicialmente, agradeço à minha amada esposa Fernanda, que há mais de dez anos – desde os tempos em que ainda cursávamos a graduação na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – está ao meu lado, neste e em tantos outros desafios, incentivando, apoiando, suportando e acalentando. Sem o seu amor, não tenho a menor dúvida de que nada disso seria possível.

Agradeço, também, aos meus pais, Suzana e Cassio, à minha avó Aparecida, aos meus irmãos Fabio e Ana Claudia e aos meus cunhados Bruna e Fernando pelo constante apoio; e à minha pequena sobrinha e afilhada Manuela, que veio ao mundo trazendo uma imensa alegria que serviu de importante combustível nesse processo.

Essencial, da mesma forma, nesta oportunidade, reiterar minha gratidão à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, pelas maravilhosas experiências pessoais e intelectuais ao longo desses mais de quatorze anos em que, de maneira quase contínua, frequentei seus bancos acadêmicos. Faço, aqui, distinto agradecimento a todos os queridos mestres que contribuíram para minha formação e crescimento, em especial ao Professor Francisco Satiro de Souza Junior, exemplo pessoal, profissional e intelectual desde os tempos do curso de graduação, e que me permitiu, sob sua orientação, evoluir em minha trajetória acadêmica, primeiramente no âmbito do mestrado e, agora, viabilizando a realização da presente pesquisa. Jamais serei capaz de retribuir, à altura, a confiança e a oportunidade.

Não poderia deixar de também agradecer aos Professores Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, José Alexandre Tavares Guerreiro, Eduardo Secchi Munhoz, Rachel Stajzn, Juliana Krueger Pela e Rodrigo Broglia Mendes, pelos ensinamentos e pela interlocução, que foram, também, valiosíssimos ao longo desses anos. Agradeço, também, com especial afeto, aos Professores Otavio Yazbek e Viviane Muller Prado, que contribuíram enormemente para o desenvolvimento deste trabalho, a partir dos valiosos comentários feitos durante o exame de qualificação e no bojo das interlocuções subsequentes.

Expresso, também, meu carinho e gratidão aos amigos e companheiros de pós-graduação, Thiago Tannus, Gabriel Buschinelli, Guilherme Setoguti, Julya Wellisch e Laura Patella, pela convivência e pelas ideias compartilhadas ao longo desse período. A trajetória certamente tornou-se mais prazerosa ao lado de vocês. Agradeço, também, a todos os amigos do Grupo de Estudos gentilmente hospedado pelo querido Prof. Guerreiro, pela firme interlocução no debate de temas palpitantes do Direito empresarial.

Faço, ainda, meu especial agradecimento aos queridos amigos do Instituto de Direito Societário Aplicado – IDSA, na figura da querida Maristela Rosseti, dos companheiros de diretoria Henrique Garcia, Paulo Mattar e Denise Salles e dos amigos Rodrigo Castro, Luís André Azevedo e Walfrido Warde Júnior. A convivência com esse grupo que muito me honra integrar e a amizade de todos os seus membros foi, sem dúvida, igualmente essencial

ao desenvolvimento deste trabalho.

Seria impossível deixar de tecer agradecimento seletivo aos queridos amigos e colegas da BM&FBOVESPA. Evidente que a convivência com pessoas que, há vários anos, dedicam sua vida à construção e ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, como também ao aprendizado diário que daí emana, contribuíram para minha formação e para o desenvolvimento de várias das ideias apresentadas ao longo deste trabalho. Por isso, agradeço por esse privilégio, na figura do Edemir Pinto, Daniel Sonder, Cícero Vieira, Mario Palhares, Marcelo Wilk, André Demarco, André Monteiro, Cristiana Pereira, Edna Holanda, Flavia Mouta, Patricia Pellini, Nelson Ortega, Jorge Tambucci, Carlos Carajoinas, Ana Lúcia Pereira, Erico Pilatti, Andressa Bondioli e Iael Lukower. Em especial, agradeço ao Roberto Belchior, por todas as oportunidades, pelos ensinamentos e pela convivência enriquecedora; e à Grasiela Cerbino, pela acolhida, compreensão e colaboração para o desenvolvimento deste trabalho, viabilizando, em diversos momentos, o recolhimento que foi essencial à sua conclusão. Agradeço, também, com especial carinho, aos queridos colegas e companheiros da Superintendência Jurídica de Regulação da BM&FBOVESPA, Nathália Farias, Alexandre Padilha, Hugo Casella, Amanda Alencar, Sophia Sebti e Fernanda Carmuega, pela calorosa convivência e permanente dedicação.

Por fim, gostaria de agradecer ao querido amigo, eterno mentor e incansável apoiador Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Sem o seu constante incentivo, seus valiosos ensinamentos e sua inestimável ajuda, certamente este trabalho não seria sequer iniciado. Para além de constituir um dos maiores exemplos de seriedade, energia e intelectualidade que tive ao longo dos últimos anos e fonte inesgotável de conhecimento sobre o mercado de valores mobiliários – acumulado ao longo de toda uma vida devotada à militância na área –, foi por incentivo dele e inspirada em sua incansável reflexão e busca pelo aprimoramento dos mecanismos de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários que se iniciou a inquietação que me levou ao desenvolvimento da presente pesquisa. Por isso, e por tudo o que fez e continua fazendo por mim, serei eternamente grato.

Evidente, todavia, que todas as opiniões e os inevitáveis erros e imprecisões das linhas que seguem são de única e exclusiva responsabilidade do autor, não expressando, tampouco, a posição ou entendimento de nenhuma instituição a que ele esteja vinculado ou represente.

PITTA, André Grünspun. Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários: As alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias. 493 p. Doutorado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo avaliar o arcabouço jurídico e regulatório brasileiro relativo às formas de organização das sociedades empresárias e aos instrumentos de captação de recursos a elas disponíveis, de modo a verificar em que medida favorecem o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários. Para tanto, são avaliados determinados aspectos associados à disciplina das sociedades empresárias e ao processo de captação de recursos, reputados relevantes sob a perspectiva do fomento à utilização do mercado de valores mobiliários para a formação de capital. O Capítulo 2 estabelece os elementos principais que justificam a pesquisa conduzida e as premissas adotadas na análise que se seguirá da disciplina jurídica que conforma o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários. O Capítulo 3 analisa as estruturas jurídicas para organização das sociedades empresárias, com o objetivo de averiguar a natureza de determinados requisitos organizativos impostos como condição para a utilização do mercado de valores mobiliários. Partindo de elementos advindos da teoria do contrato financeiro, busca-se analisar determinados aspectos da disciplina societária — associados à alocação de direitos políticos e econômicos entre investidores e empreendedores, à estrutura decisória e administrativa da empresa e ao regime de destinação de seus resultados — em relação aos quais um maior espaço para a autonomia privada é salutar à conformação dos arranjos subjacentes à relação de investimento que se estabelece entre investidores e empreendedores no âmbito do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários. O Capítulo 4 trata de analisar as estruturas jurídicas e regulatórias que regem a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, especialmente a partir dos mecanismos de formação privada (*private equity* e *venture capital*), semipública (ofertas restritas, limitadas e dispensadas de registro) e pública de capital, com o objetivo de averiguar se as alternativas postas à disposição das sociedades empresárias e o balanceamento regulatório aplicável favorecem o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários. Conclui-se, ao final, que a disciplina societária e do mercado de valores mobiliários brasileiro é dotada de elementos de rigidez e inflexibilidade em vários aspectos relevantes, especialmente em comparação com a disciplina norte-americana e europeia. A diminuição do espaço da autonomia privada em relação a tais aspectos pode afetar a atratividade do mercado de valores mobiliários enquanto alternativa de financiamento da atividade empresária.

Palavras-chave: Mercado de valores mobiliários. Direito societário. Formação de capital. Estrutura societária. Ofertas de valores mobiliários.

PITTA, André Grünspun. Legal aspects of capital formation through the securities market: alternatives for companies' organization and capitalization. 493 p. Doctorate – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2017.

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to assess the legal and regulatory framework applicable to companies organization and capitalization mechanisms, in order to verify their favorability to the capital formation process through the securities market. In this regard, we analyze some aspects of the regulation applicable to companies' organization and their capitalization deemed relevant for the capital formation process through the securities market. Part 2 sets forth the main elements that justify the research and some premises adopted in the analysis of the legal framework applicable to the capital formation process through the securities market. Part 3 analyses the legal framework applicable to companies' organization, in order to assess the nature of some requirements imposed as a pre-condition to capital formation through the securities market. Using some elements arising from the financial contracting theory, we analyze some aspects of companies' organization – associated with the allocation of political and cash-flow rights, management and decision-making structure and distribution of profits – which may benefit from an enhanced room for private ordering, in favor of supporting the arrangements inherent to the relationship among investors and entrepreneurs that are established within the scope of the capital formation process through the securities market. Part 4 analyses the legal and regulatory framework governing capitalization through securities market, especially mechanisms for private (venture capital and private equity), semi-public (limited and exempt offers) and public capital formation, in order to examine if the existing alternatives and the applicable regulatory balance are able to promote capital formation through securities market. It concludes that the Brazilian corporate and securities market legal and regulatory framework is furnished with elements of rigidity and inflexibility in some relevant aspects, especially when compared to the American and European framework. The diminished room for private ordering in such aspects may affect the attractiveness of securities market as a source of financing for business ventures.

Key words: Securities market. Corporate law. Capital formation. Corporate structure. Securities offers

PITTA, André Grünspun. Aspects juridiques de la formation du capital à travers le marché des valeurs mobilières: alternatives pour l'organisation et la capitalisation des entreprises. 493 p. Doctorat - Faculté de Droit, Université de São Paulo, São Paulo, 2017.

RÉSUMÉ

Le but de cette thèse est d'évaluer le cadre légal et réglementaire brésilien applicable aux formes organisationnelles des entreprises et aux mécanismes de financement disponibles, afin de déterminer dans quelle mesure elles favorisent le processus de formation du capital à travers le marché des valeurs mobilières. Pour y parvenir, sont évalués certains aspects de la réglementation applicable à l'organisation des entreprises et à leur capitalisation, jugés pertinents sous la perspective d'encourager l'usage du marché des valeurs mobilières pour la formation du capital. Le deuxième chapitre énonce les principaux éléments qui justifient la recherche réalisée et les prémisses adoptées dans l'analyse du cadre juridique qui respecte le processus de formation du capital à travers le marché des valeurs mobilières. Le troisième chapitre analyse la structure juridique pour l'organisation des entreprises afin d'évaluer la nature de certaines exigences structurelles imposées comme condition préalable à l'emploi du marché des valeurs mobilières. À partir de certains éléments issus de la théorie des contrats financiers, sont analysés certains aspects du droit des sociétés – associés à la allocation des droits politiques et économiques parmi les investisseurs et les entrepreneurs, à la structure décisionnelle et administrative de l'entreprise et au régime de la répartition des ressources – pour lesquels est salutaire avoir davantage d'espaces pour l'autonomie privée afin de soutenir les arrangements inhérents à la relation d'investissement parmi les investisseurs et les entrepreneurs qui sont établis dans le cadre du processus de formation du capital à travers le marché des valeurs mobilières. Le quatrième chapitre analyse les structures juridiques et réglementaires régissant la capitalisation à travers le marché des valeurs mobilières, en particulier les mécanismes de formation privés (*private equity* et *venture capital*), semi-publics (offres limitées et exemptée) et public de capital, afin d'examiner si les alternatives rendues disponibles aux entreprises et l'équilibre réglementaire applicable est en mesure de promouvoir la formation de capital à travers le marché des valeurs mobilières. Il est conclu que le droit des sociétés et du marché brésilien des valeurs mobilières est doté d'éléments de rigidité et d'inflexibilité dans plusieurs aspects importants, en particulier par rapport au cadre nord-américain et européen. La réduction de l'autonomie privée à l'égard de ces aspects peut affecter l'attractivité du marché des valeurs mobilières en tant qu'alternative à la source de financement pour les activités des entreprises.

Mots-clés: Marché des valeurs mobilières. Droit des sociétés. Formation de capital. Structure d'entreprise. Offres de valeurs mobilières.

SUMÁRIO

1 – INTRODUÇÃO	4
1.1 OBJETIVOS DO TRABALHO	4
1.2 PLANO DE TRABALHO	7
2 – FORMAÇÃO DE CAPITAL E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	15
2.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	15
2.2 LIVRE-INICIATIVA E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: O PAPEL DO ESTADO E DO DIREITO	16
2.3 A FUNÇÃO ALOCATIVA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: FINANCIAMENTO DA ATIVIDADE EMPRESÁRIA	31
2.4 A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS AO CRESCIMENTO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO	38
2.5 INOVAÇÃO E MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	44
2.6 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: A FUNÇÃO INDUTORA DO DIREITO E SUAS CONTRIBUIÇÕES	47
2.6.1 <i>Elementos para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários</i>	47
2.6.2 <i>A função indutora do Direito: breves considerações</i>	51
2.6.3 <i>O papel do Direito no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários: sugestão de uma nova abordagem</i>	55
2.7 FORMAÇÃO DE CAPITAL E PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES: OS DESAFIOS DA HARMONIZAÇÃO	61
2.7.1 <i>Regulação do mercado de valores mobiliários: noções gerais</i>	61
2.7.2 <i>Formação de capital e proteção dos investidores</i>	65
2.8 MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E OS ESTÁGIOS DE EVOLUÇÃO DA EMPRESA	75
2.9 EVIDÊNCIAS DA ATROFIA DO MERCADO PRIMÁRIO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO	78
3 – ESTRUTURAS JURÍDICAS PARA ORGANIZAÇÃO DAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS	81
3.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	81
3.2 A ORGANIZAÇÃO E EVOLUÇÃO DA EMPRESA	82
3.2.1 <i>Breves considerações sobre a noção de empresa, atividade empresária e sociedade empresária</i>	82
3.2.2 <i>Os estágios de evolução da empresa</i>	86
3.3 AUTONOMIA PRIVADA E ESTRUTURA EFICIENTE DO DIREITO SOCIETÁRIO	90
3.3.1 <i>Equilíbrio entre regras dispositivas e regras cogentes</i>	90
3.3.2 <i>Tipos societários</i>	109
3.4 AUTONOMIA PRIVADA E FORMAÇÃO DE CAPITAL POR MEIO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	116
3.4.1 <i>Flexibilidade organizativa em função dos mecanismos de formação de capital</i>	116
3.4.2 <i>Flexibilidade organizativa em função do estágio evolutivo da empresa</i>	117
3.4.3 <i>A teoria do contrato financeiro como ponto de partida</i>	118

3.4.4	<i>Modelo de análise da disciplina societária em função de sua influência no processo de formação de capital</i>	122
3.4.5	<i>Elementos estruturais e distributivos da disciplina societária</i>	125
3.4.5.1	Alocação de direitos políticos e econômicos	125
3.4.5.2	Estrutura decisória e administrativa	138
3.4.5.3	Regime de destinação de resultados	139
3.5	A DISCIPLINA DAS SOCIEDADES POR AÇÕES	139
3.5.1	<i>Origem e características</i>	141
3.5.2	<i>Companhias abertas e fechadas: critérios e consequências da qualificação</i>	145
3.5.2.1	O regime norte-americano	151
3.5.2.2	O regime europeu	155
3.5.2.3	O regime brasileiro	164
3.5.3	<i>Alocação de direitos políticos e econômicos</i>	169
3.5.3.1	O regime norte-americano	170
3.5.3.2	O regime europeu	174
3.5.3.3	O regime brasileiro	183
3.5.4	<i>Estrutura decisória e administrativa</i>	208
3.5.4.1	O regime norte-americano	210
3.5.4.2	O regime europeu	214
3.5.4.3	O regime brasileiro	228
3.5.5	<i>Regime de destinação de resultados</i>	236
3.5.5.1	O regime norte-americano	238
3.5.5.2	O regime europeu	239
3.5.5.3	O regime brasileiro	241
3.6	FORMAÇÃO DE CAPITAL POR MEIO DE ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS ALTERNATIVAS	245
3.6.1	<i>O regime norte-americano</i>	246
3.6.2	<i>O regime europeu</i>	250
3.6.3	<i>O regime brasileiro</i>	255
3.7	CONCLUSÕES PARCIAIS	268
4 –	ESTRUTURAS JURÍDICAS PARA CAPITALIZAÇÃO DAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS	274
4.1	CONSIDERAÇÕES INICIAIS	274
4.2	MECANISMOS PARA FORMAÇÃO PRIVADA DE CAPITAL	281
4.2.1	<i>Venture capital e private equity</i>	284
4.2.2	<i>Estruturas jurídicas para operações de venture capital e private equity</i>	288
4.2.2.1	O norte-americano	289
4.2.2.2	O regime europeu	291
4.2.2.3	O regime brasileiro	293
4.3	MECANISMOS PARA FORMAÇÃO SEMIPÚBLICA DE CAPITAL	300
4.3.1	<i>Pressupostos regulatórios</i>	303
4.3.2	<i>Ofertas privadas, semipúblicas e públicas</i>	308
4.3.2.1	O regime norte-americano	309
4.3.2.2	O regime europeu	316
4.3.2.3	O regime brasileiro	320
4.3.3	<i>Regimes regulatórios especiais: ofertas isentas, limitadas e restritas</i>	327
4.3.3.1	O regime norte-americano	328
4.3.3.2	O regime europeu	344
4.3.3.3	O regime brasileiro	353

4.3.4	<i>Mercados secundários alternativos</i>	361
4.3.4.1	O regime norte-americano.....	363
4.3.4.2	O regime europeu	376
4.3.4.3	O regime brasileiro.....	379
4.3.5	<i>Investment-based crowdfunding</i>	388
4.3.5.1	O regime norte-americano.....	394
4.3.5.2	O regime europeu	396
4.3.5.3	O regime brasileiro	402
4.4	MECANISMOS DE FORMAÇÃO PÚBLICA DE CAPITAL.....	408
4.4.1	<i>Procedimento geral</i>	410
4.4.1.1	O regime norte-americano.....	412
4.4.1.2	O regime europeu	414
4.4.1.3	O regime brasileiro.....	415
4.4.2	<i>Procedimentos especiais: ‘shelf-registration’, programas de distribuição e emissores frequentes</i>	417
4.4.2.1	O regime norte-americano.....	418
4.4.2.2	O regime europeu	422
4.5	CONCLUSÕES PARCIAIS	428
5 –	CONCLUSÕES	433
5.1	SÍNTESE CONCLUSIVA.....	433
5.2	CONSIDERAÇÕES FINAIS	465
	BIBLIOGRAFIA	468

1 – INTRODUÇÃO

1.1 OBJETIVOS DO TRABALHO

O presente trabalho tem por objetivo avaliar em que medida o arcabouço jurídico e regulatório brasileiro relativo às formas de organização das sociedades empresárias e aos instrumentos de captação de recursos a elas disponíveis efetivamente favorecem o processo de formação de capital¹ por meio do mercado de valores mobiliários.

Uma das principais e mais aclamadas funções econômicas do mercado de valores mobiliários é viabilizar o financiamento da atividade de empresária, por meio da transformação de poupança em investimento, disponibilizando mecanismos de conexão entre agentes econômicos superavitários e aqueles que necessitam de recursos para desenvolver determinada atividade de produção de bens ou serviços.

Todavia, diante da constatação de que o mercado de valores mobiliários adquire porte e relevância diferentes em cada economia, resta sempre a indagação acerca dos elementos que contribuem com ou favorecem o seu desenvolvimento.

Evidente que o exercício eficiente desta função alocativa pelo mercado de valores mobiliários depende de um complexo conjunto de fatores, associados a incentivos políticos,

¹ A palavra “capital” é vulgarmente utilizada como referência a dinheiro, recursos e riquezas. O termo possui significado plurívoco nas diversas áreas do conhecimento. Para os efeitos do presente trabalho, a palavra “capital” será utilizada a partir de sua acepção econômica, enquanto fator de produção essencial ao exercício de determinada atividade econômica, e não a partir da noção jurídico-contábil de capital social. Trata-se, portanto, de definição próxima daquela delineada por J. Schumpeter, segundo o qual capital é um fundo de poder de compra: “*We shall define capital, then, as that sum of means of payment which is available at any moment for transference to entrepreneurs.*” (SCHUMPETER, Joseph A. *The Theory of Economic Development*. Cambridge: Harvard University Press, Kindle Edition, 1934, loc. 3079). Ou, ainda, conforme apontado por P. Samuelson e W. Nordhaus: “*Capital consists of durable produced items that are in turn used as productive inputs for the production of other goods. Capital consists of both tangible and intangible assets.*” (SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. *Economics*. 19th ed. New York: McGraw-Hill, 2010, p. 284). Nesse diapasão, a expressão “formação de capital” será também utilizada em sua acepção econômica (em contrapartida a outros significados atribuídos a essa expressão, como, por exemplo, em relação ao processo de constituição e manutenção do capital social das sociedades empresárias), em referência ao processo de captação de recursos viabilizada por meio do mercado de valores mobiliários, destinado a fomentar a capacidade produtiva das sociedades empresárias e, indiretamente, da economia na qual ela se insere. Nesse sentido, D. Trubek et al. afirmam: “*Renda é a soma total dos bens e serviços produzidos por uma sociedade, cuja mensuração se faz, convencionalmente, por meio de uma série estatística denominada ‘Produto Interno Bruto’.* Para elevar a renda per capita de uma sociedade será necessário aumentar a sua capacidade produtiva. Isso significa, entre outras coisas, a construção de novas fábricas, rodovias, portos etc. O processo de criação dessa capacidade produtiva chama-se ‘formação de capital’ O processo de formação de capital requer que uma sociedade dedique parte de seus recursos reais à criação de capacidade produtiva adicional, ou seja, de ‘capital’.” (TRUBEK, David, M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; DE SÁ, Paulo Fernandes. *Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro: 1965-1970*. 2^a ed. São Paulo, Saraiva, 2010, p. 68).

econômicos e aspectos estruturais e socioculturais.

Tais mecanismos dependem, por exemplo, do nível de poupança interna disponível para alocação no financiamento da atividade empresária ou da capacidade conjuntural de atração de poupança externa para essa finalidade. Esses elementos estão inegavelmente associados, por sua vez, a determinadas condições macroeconômicas, conjunturais (e.g. disciplina fiscal, baixas taxas de inflação etc.) e políticas.

O próprio Estado pode considerar conveniente desempenhar essa função alocativa – o que invariavelmente impactará no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários –, canalizando a captação da poupança e direcionando os respectivos recursos ao financiamento da atividade empresária, conforme suas estratégias e prioridades político-econômicas, inclusive voltadas ao fomento de determinados setores da economia, por meio, por exemplo, de bancos públicos ou de desenvolvimento.

Ademais, diversos aspectos culturais e estruturais são também determinantes nesse contexto, relativos, por exemplo, à efetiva cultura de poupança e investimento em cada sociedade.

Não se pode negar, contudo, que o bom desempenho da função alocativa do mercado de valores mobiliários está, também, ligado à estrutura jurídica e regulatória que o conforma. Nesse sentido, o reconhecimento da importância do Direito para o desenvolvimento do mercado financeiro e de valores mobiliários vem sendo objeto de debate na literatura há algum tempo.

Entretanto, o debate nessa seara tradicionalmente se desdobra a partir da premissa de que o arcabouço-jurídico regulatório destinado à promoção da proteção dos investidores que disponibilizam sua poupança no âmbito desse mercado é o elemento de ordem legal determinante para o seu desenvolvimento.

O presente trabalho pretende abordar a contribuição do Direito ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários sob um prisma diverso, a partir da perspectiva do tomador de recursos, ou seja, das sociedades empresárias que buscam, por meio desse mercado, a formação do capital necessário à consecução da atividade econômica que constitui seu objeto.

Para tanto, pretende-se avaliar determinados aspectos associados à disciplina das sociedades empresárias e do processo de captação de recursos, reputadas relevantes sob a perspectiva do fomento à utilização do mercado de valores mobiliários para a formação de

capital.

Ao final de tal avaliação, verifica-se que a disciplina societária e do mercado de valores mobiliários brasileiro é dotada, em vários aspectos, de elementos de rigidez e inflexibilidade que, ao diminuir o espaço da autonomia privada em relação ao desenho dos arranjos que conformam a relação que se estabelece entre investidores e empreendedores ou onerar excessivamente os tomadores de recurso, pode afetar a atratividade desse mercado enquanto alternativa de financiamento da atividade empresarial.

Para que o mercado de valores mobiliários cumpra sua função alocativa de maneira ampla e indiscriminada – viabilizando o financiamento da empresa dos mais variados ramos de atividade e ao longo de seus diversos estágios de desenvolvimento – é necessário que a utilização de tal mercado não esteja condicionada à submissão, pela sociedade empresarial que pretende captar recursos por meio de seus mecanismos, a um único regime, excessivamente rígido e custoso, de organização interna e de capitalização.

O grande desafio nessa seara, todavia, é justamente harmonizar a perseguição de mecanismos que viabilizem a formação de capital do mercado de valores mobiliários com a indispensável necessidade de proteção dos investidores, que, via de regra, se busca a partir da imposição de determinados requisitos organizacionais e informacionais às sociedades empresárias que captam recursos por meio desse mercado.

O arcabouço jurídico e regulatório que permeia o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários deve, portanto, ser capaz de viabilizá-lo a partir de regimes diversos e customizáveis em função das suas mais diversas particularidades, inclusive o seu estágio de evolução, o perfil e natureza da atividade empresarial exercida, as suas necessidades de recurso e o perfil e efetivo grau de dispersão dos investidores que pretende acessar no âmbito de seu processo de capitalização.

O reconhecimento dessa realidade no bojo das políticas regulatórias aplicáveis ao mercado de valores mobiliários é crescente ao redor do mundo, explicitado especialmente a partir da evolução de determinados mecanismos híbridos de captação de recursos por meio dos quais se permite uma interação com tal mercado a partir de graus de intensidade diversos. Nesse contexto, as clássicas distinções entre companhias abertas e fechadas ou entre mecanismos de captação pública ou privada de recursos tornam-se mais nebulosas, sendo necessário que o regime legal e regulatório seja dotado da correspondente capacidade de modulação, viabilizando, assim, o processo de formação de capital com base nessa nova

realidade.

Em grande esforço de síntese, o objetivo deste trabalho é justamente evidenciar que a disciplina jurídica que permeia o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários brasileiro não é dotada, em vários aspectos, dessa maleabilidade, o que pode impactar adversamente o desenvolvimento desse mercado por aqui.

1.2 PLANO DE TRABALHO

Inicialmente, é fundamental explicitar determinadas opções e premissas adotadas para o desenvolvimento do presente trabalho.

Sob esse enfoque pouco explorado – dos incentivos à formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários –, se pretende analisar, a seguir, determinados aspectos do regramento que pavimenta a organização das sociedades empresárias pretendentes à capitalização por meio do mercado de valores mobiliários e desse aludido processo, de modo a verificar se favorecem, por intermédio de seus mecanismos, a formação de capital de maneira ampla e indiscriminada, ou seja, por sociedades empresárias dos mais variados portes, estágios de desenvolvimento e setores de atuação.

A empresa, como lembra A. Asquini, é um fenômeno econômico,² assim como o processo de obtenção de seus fatores de produção, incluído, aqui, o capital necessário para a consecução da atividade que pretende exercer. Entretanto, a disciplina jurídica à qual está sujeita exerce uma importante influência em seu funcionamento, por exemplo, autorizando, limitando e restringindo diversos aspectos relativos à sua estrutura de organização interna e de projeção externa.

Tal disciplina conforma, também, o processo utilizado pela empresa para obter os recursos necessários à consecução de suas atividades, inclusive por meio dos instrumentos e mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários, que usualmente é condicionado, por sua vez, à utilização compulsória de determinadas estruturas jurídicas de organização da empresa.

Por esse razão, a avaliação acerca do regime jurídico que conforma o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários será feita a partir de duas

² Cf. ASQUINI, Alberto. “Perfis da Empresa”. Tradução por Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 104, 1996, p. 110.

dimensões distintas, afetas ao Direito societário e do mercado de valores mobiliários.

A primeira delas, associada à disciplina societária da empresa e os arranjos que se impõem como condição para sua participação, na qualidade de tomadora de recursos, no mercado de valores mobiliários; e a segunda, associada à regulação dos mecanismos por meio dos quais se opera a captação de recursos junto ao público investidor (poupadores) em direção do financiamento da atividade empresarial.

Independentemente da íntima relação entre Direito societário e do mercado de valores mobiliários – fortalecido, no Brasil, inclusive pela relação umbilical entre a Lei nº 6.385/76 e a Lei nº 6.404/76 –, evidente que a disciplina societária engloba aspectos que vão muito além daqueles associados às empresas que optam pela captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, assim como a disciplina desse último tampouco se esgota nas questões relativas ao processo de captação de recursos ou das relações de natureza societária ou creditícia que se estabelecem no bojo desse mercado.³

Entretanto, os aspectos jurídicos associados ao processo de formação de capital se inserem em um importante campo de intersecção entre a disciplina societária e do mercado de valores mobiliários,⁴ haja vista que dizem respeito tanto aos requisitos organizacionais e estruturais impostos às empresas que pretendem utilizar-se dos mecanismos e instrumentos típicos desse mercado para buscar os recursos necessários ao exercício de suas atividades – associados, portanto, essencialmente à disciplina societária – quanto aos requisitos aplicáveis ao próprio processo de captação de recursos, englobados, aqui, tanto os requisitos para sua consecução como as obrigações posteriores que dele derivam – associados, portanto, essencialmente à disciplina do mercado de valores mobiliários.

³ Sobre as particularidades de cada disciplina, P. Câmara afirma: “(...) o Direito dos valores mobiliários ocupa-se do acesso, permanência e saída do mercado – o que abrange não apenas sociedades comerciais, mas também outros emitentes – e, bem assim, do regime dos valores mobiliários, sua transmissão, intermediação, liquidação, compensação, supervisão e disciplina sancionatória, tomando como referência o investidor, que é titular actual ou potencial de valores mobiliários (acionistas ou não). Ao invés, o direito das sociedades concentra-se na dimensão associativa, organizativa e prudencial dos entes e actores societários”. (CÂMARA, Paulo. Op. cit., p. 27).

⁴ Sobre essa intersecção entre a disciplina societária e a do mercado de valores mobiliários, P. Câmara afirma: “Particularmente importante é a distinção entre a matéria societária e a matéria do direito dos valores mobiliários, dadas as suas profundas ligações. Adiantam-se dois motivos principais a explicar esta relação: de um lado, a natureza por essência transmissível das participações sociais das sociedades anónimas, e a inerente vocação das acções para circular no mercado; de outro lado, o papel destacado que as sociedades comerciais desempenham como as principais entidades emitentes privadas no mercado. (...) O direito das sociedades e o Direito dos valores mobiliários configuram-se, deste modo, como círculos normativos secantes, com vasta zona comum. Nesta zona comum, a elaboração e aplicação de critérios de delimitação entre o direito societário e o Direito dos valores não pode realizar-se através de critérios formais. A absorção pontual das leis societárias em relação a normas mobiliárias veio, de facto, a tornar mais nebulosas as fronteiras entre ambas.” (CÂMARA, Paulo. Op. cit., p. 26).

Ademais, a penetração da disciplina do mercado de valores mobiliários em campos outrora exclusivos do direito societário – como é o caso dos debates associados ao cumprimento de determinados requisitos de governança corporativa e de mecanismos de controles internos como precondição ao acesso àquele mercado – vem crescendo substancialmente ao longo das últimas décadas, ampliando ainda mais o campo de intersecção entre essas disciplinas.⁵

Cumprir destacar, também, que a discussão sobre os mecanismos jurídicos que podem contribuir com o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, no contexto brasileiro, poderia certamente ser travada a partir de diversos outros enfoques, além daquele que compõem a análise que se fará adiante.

Por exemplo, a questão poder ser analisada com base na estrutura do sistema de distribuição e intermediação de nosso mercado de valores mobiliários, altamente concentrado nos grandes conglomerados financeiros nacionais e internacionais, e dos incentivos existentes para a promoção do financiamento da atividade produtiva por meio do mercado de valores mobiliários.⁶

Ou, alternativamente, sobre o enfoque da política fiscal aplicável aos participantes do mercado de valores mobiliários – investidores e emissores – e os incentivos financeiros que dela derivam. Ou, ainda, sob uma perspectiva de política econômica, a partir das

⁵ Sobre tal realidade, J. Winter afirma: “*The reach of capital market law over subjects that traditionally fall within the realm of company law is expanding. One result of the recent crisis of the capital markets has been a growing awareness that the internal governance systems of companies are, to some extent, also a relevant factor for investors to take into account when making investment decisions, and for the confidence of capital markets in general. Consequentially, there is a capital market regulatory response to perceived deficiencies in the corporate governance system.*” (WINTER, Jaap. “EU Company Law at the Cross-Roads” In: FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus; WINTER, Jaap; WYMEERSCH, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. New York: Oxford University Press, 2004, p. 13).

⁶ A esse respeito, A. O. Mattos Filho e R. Vilela apontam, como possíveis razões para a pouca atividade do mercado primário de valores mobiliários brasileiro, problemas estruturais relativos ao sistema de distribuição e aos intermediários que o integram: “*O sistema de distribuição de valores mobiliários concebido pelas Leis 4.595/65 e 6.385/76 foi criado para garantir a capilaridade do mercado de capitais por meio das instituições intermediárias em conjunto com a bolsa de valores e os agentes autônomos. (...) A bolsa de valores, enquanto instituição centralizadora das demandas de capitais receberia oferta de investimentos das corretoras, as quais, por sua vez, receberiam ordens de negociação das distribuidoras e estas últimas dos agentes autônomos espalhados pelo país. O dinheiro oferecido ao empreendedor que oferta ações seguiria um fluxo iniciado desde o pequeno poupador que o faz via agente autônomo até de grandes fundos de investimentos que o fariam diretamente pela corretora. Alguns dados sobre o sistema de distribuição indicam o atual comprometimento de tal estrutura. Olhando para as corretoras, especificamente, das 78 atualmente atuantes 38 são vinculadas à grandes bancos enquanto 40 ainda são instituições independentes. Há conhecimento no mercado que boa parte de tais corretoras independentes enfrentam graves crises financeiras. Aquelas não independentes aparentam mitigar a lógica criada pela lei, quando a capilaridade pretendida pelo sistema acaba dissolvida em meio à lógica da oferta dos serviços e produtos de investimento bancarizados.*” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; VILELA, Renato. *O mercado de ações é útil?* 2016. Disponível em: <<http://jota.info/colunas/jota-inside/o-mercado-de-acoes-e-util-23092016>>. Acesso em: 04 dez. 2016).

estratégias de financiamento da atividade empresária adotadas pelo governo brasileiro, altamente concentradas na figura no Estado, que, há longa data, assume a função de protagonista na promoção da alocação de recursos ao desenvolvimento da atividade empresarial no Brasil, captando recursos junto ao público – em virtude de seu poder de tributar ou mediante a captação de recursos favorecida pela prática de altas taxas de juros – e repassando-os às empresas por meio dos bancos públicos e de desenvolvimento.

Em suma, essas, ou diversas outras abordagens, igualmente válidas, poderiam ser também exploradas de modo a avaliar aspectos que contribuem para o fato de o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, no Brasil, apresentar-se de maneira falha e incipiente, especialmente em contraste com a magnitude econômica e geográfica do país.

Avaliar a questão sob a ótica da disciplina societária e do mercado de valores mobiliários, com especial enfoque nos requisitos estruturais e organizativos que se impõem às empresas que almejam captar recursos por intermédio de tal mercado e nos requisitos prévios e obrigações posteriores atinentes ao processo de captação de recursos revela, assim, evidentemente, uma escolha.

Essa escolha, a nosso ver, se justifica pelo fato de, nesse campo, a disciplina jurídica ser capaz de conferir contribuição concreta à otimização do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, a partir do correto balanceamento de incentivos entre poupadores e tomadores de recursos, exercendo efetivo papel indutor quanto ao desenvolvimento desse mercado,⁷ sem que, com isso, se incorra em dirigismos artificiais não sustentáveis no longo prazo (risco que se corre, por exemplo, quando se busca promover o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários por meio de políticas fiscais).

Assim, por meio da opção de proceder uma investigação sob a perspectiva do Direito, busca-se, ainda, delimitar o tema a questões concretas em relação às quais soluções jurídico-regulatórias podem se demonstrar mais efetivas, sem adentrar em campos – embora também

⁷ Esse foi, aliás, um dos importantes pressupostos da reforma legislativa que culminou com a edição da Lei nº 6.385/76 e da Lei nº 6.404/76, conforme atestam A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira: “*O Anteprojeto foi elaborado no reconhecimento da necessidade de uma reforma cultural, como condição para a criação do mercado primário de ações. Por isso, procurou definir os direitos dos acionistas, e dos administradores, e fixar-lhes o comportamento nas unidades empresariais e nos grupamentos societários, adotando soluções ou criando normas com o objetivo precípua de modificar as idéias, as crenças, os padrões de comportamentos e os valores errados do nosso sistema cultural, a fim de restaurar as condições básicas para o funcionamento da S.A. e permitir a criação da grande empresa privada nacional.*” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração, Modificações*, Rio de Janeiro, Renovar, 2 vols., 1997, p. 152).

essenciais a esse debate – associados a questões culturais, estruturais, conjunturais ou de política econômica.

Feitos esses esclarecimentos, cumpre apresentar a maneira como tal análise será conduzida ao longo do trabalho.

O Capítulo 2 tratará de estabelecer os elementos principais que justificam a pesquisa conduzida no bojo do presente trabalho e as premissas adotadas na análise que se seguirá da disciplina jurídica que conforma o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

Nesse sentido, será explorada a importância do mercado de valores mobiliários ao crescimento e desenvolvimento econômico e ao fomento dos processos de inovação, a relevância da contribuição do Direito nessa seara, bem como determinados problemas que advêm de uma abordagem regulatória excessivamente interventiva e que não prestigia a autonomia privada em relação a tal mercado. Ademais, serão apresentados os principais desafios associados à harmonização dos mandatos regulatórios inerentes à proteção dos investidores e ao fomento do processo de formação de capital que, muitas vezes, encerram um aparente conflito.

O Capítulo 3 tratará de analisar as estruturas jurídicas para organização das sociedades empresárias no Direito brasileiro, com o objetivo de averiguar a natureza de determinados requisitos organizativos impostos às empresas como condição para a utilização do mercado de valores mobiliários.

Nesse intuito, serão apresentados alguns elementos que regem o debate acerca do papel a ser exercido pela autonomia privada no bojo da disciplina societária e do balanceamento entre regras cogentes e dispositivas nesse contexto.

Em seguida, partindo-se de elementos advindos da teoria do contrato financeiro, buscar-se-á estabelecer um modelo de análise de determinados aspectos da disciplina societária – associados à alocação de direitos políticos e econômicos entre investidores e empreendedores, à estrutura decisória e administrativa da empresa e ao regime de destinação de seus resultados – em relação aos quais um maior espaço para a autonomia privada é salutar à conformação dos arranjos econômicos subjacentes à relação de investimento que se estabelece entre investidores e empreendedores no âmbito do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

A partir de tal modelo, esses aspectos da disciplina societária serão avaliados com o objetivo de verificar se tal regramento contempla alternativas flexíveis o suficiente para

auxiliar o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários por parte de empresas de porte e em estágios de desenvolvimento diversos.

O Capítulo 4, por sua vez, tratará de analisar as estruturas jurídicas e regulatórias que regem a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, com o objetivo de averiguar se as alternativas postas à disposição das sociedades empresárias e o balanceamento regulatório aplicável favorecem o processo de formação de capital.

Inicialmente, serão avaliados os mecanismos de captação privada das sociedades empresárias que utilizam, indiretamente, recursos originados a partir do mercado de valores mobiliários, como é o caso das operações de *venture capital* e *private equity*. Em seguida, serão avaliados determinados mecanismos híbridos de captação de recursos, destinados a promover a formação semipública de capital, mediante processos que contemplam regimes regulatórios especiais e menos onerosos para a realização de determinadas transações que envolvem a oferta de valores mobiliários, ainda que sujeitas a determinadas restrições. Por fim, será analisado o regime tipicamente aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários.

Finalmente, a opção por preceder à análise acima descrita a partir de um cotejamento com os modelos legais e regulatórios adotados em determinadas jurisdições – Estados Unidos da América, Inglaterra, França, Itália e Alemanha – também deve ser explicada.

Nesse aspecto, vale a lição de T. Ascarelli, segundo quem o conhecimento do direito comparado viabiliza a melhor percepção em relação ao alcance e às razões das soluções adotadas em cada país, bem como a revelação das premissas a elas implícitas.⁸

Evidente que, com tal abordagem, não se pretende sugerir que o simples transplante legal em relação a determinados aspectos de tais regramentos seria a solução para o desenvolvimento do mercado de valores.

Todavia, tal avaliação é particularmente útil no contexto da disciplina que pavimenta o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, haja vista que o processo de globalização e a aproximação de mercados e de internacionalização dos agentes que neles atuam acabam, há longa data, por favorecer um determinado grau de harmonização, ao menos em relação a alguns aspectos centrais dessa disciplina.⁹ A esse

⁸ Cf. ASCARELLI, Túlio. Premissas ao Estudo do Direito Comparado. In: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001, p. 44.

⁹ Nesse sentido, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “O direito comercial, por origem e natureza, não conhece fronteiras. As codificações nacionais, entretanto, contrariam essa vocação universalista. Com a redução das distâncias pelo progresso dos meios de comunicação e transporte, e o aumento das trocas

respeito, não se pode ignorar, tampouco, a importância do papel exercido pelos investidores estrangeiros no processo de capitalização das empresas brasileiras, evidenciado pela sua vigorosa participação no âmbito das ofertas públicas de valores mobiliários realizadas por aqui, o que também contribuiu para tal processo de harmonização.¹⁰

Ademais, a disciplina societária e do mercado de valores mobiliários brasileiro se estruturou, ao longo do tempo, reconhecidamente a partir de influências advindas do direito anglo-saxão e europeu continental (notadamente o direito francês, italiano e alemão).¹¹ Dessa forma, parece útil avaliar tal disciplina à luz de alguns exemplos provenientes daqueles sistemas jurídicos que a inspiraram, com o objetivo de buscar suas convergências e divergências para, a partir daí, cogitar a formulação de determinadas proposições.

Tal realidade se conecta, também, ao critério que orientou a seleção das jurisdições utilizadas nesse exercício de comparação. A avaliação do regime norte-americano e inglês justifica-se também, a nosso ver, em função da relevância de tais jurisdições no que diz respeito ao grau de desenvolvimento de seus mercados de valores mobiliários, sobretudo em sua função alocativa (ou seja, de seus mercados primários). Ademais, inegável que,

internacionais, forçando o convívio e superposição de instituições diferentes, reabriram-se os caminhos da unificação das normas. No campo das sociedades por ações os sistemas existentes basicamente o continental europeu, o inglês e o americano, foram levados a uma compreensão maior, e, mesmo à absorção recíproca de instituições, que haviam evoluído separadamente.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 93-94).

¹⁰ A esse respeito, cumpre destacar que a participação dos investidores estrangeiros nas ofertas públicas de valores mobiliários realizadas no Brasil entre 2004 e 2016 corresponde a aproximadamente sessenta por cento do volume total ofertado (excluída, desse cômputo, a oferta de distribuição de ações realizada pela Petrobras em 2010). Quando consideradas apenas as ofertas públicas iniciais, a participação dos investidores estrangeiros no período corresponde a aproximadamente setenta por cento do volume total ofertado. (Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/>. Acesso em: 29 dez. 2016).

¹¹ Cf. BARRETO, Oscar. “Seminário sobre a Reforma das Sociedades Anônimas, Promovido pelo Instituto dos Advogados Brasileiros. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 7, 1972, p. 119-120. Acerca de tais influências na construção da disciplina societária e do mercado de valores mobiliários brasileiro, M. Pargendler afirma: “*O Direito estrangeiro, pelo menos em tese, desempenhou um papel importante no processo de reforma do Direito Societário brasileiro. Uma comissão de eminentes advogados e professores brasileiros pesquisou, antes da reforma, as leis societárias das “legislações mais avançadas”- com o que eles queriam dizer as da França, Alemanha, Itália, Inglaterra e dos EUA. (O fato de possuírem estes países variados graus de desenvolvimento do mercado de capitais era aparentemente irrelevante). A escolha dos transplantes jurídicos estrangeiros na reforma de 1976 revelou-se, mais uma vez, bastante seletiva em virtude do objetivo de se implementarem formalmente instituições progressivas ao mesmo tempo em que se mantinham, ou até reforçavam, o amplo poder e a ampla discricionariedade (e, portanto, o retorno financeiro) dos acionistas controladores.*” (PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 104). Para uma boa síntese das influências exercidas pelas disciplinas jurídicas francesa, alemã, italiana, norte-americana e inglesa na reforma legislativa que culminou com a edição da Lei nº 6.385/76 e da Lei nº 6.404/76, ver LAMY FILHO, Alfredo. LAMY FILHO, Alfredo. Texto sobre a Reforma da Lei de S.A. In: LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 50-57).

historicamente, a regulação do mercado primário de valores mobiliários, da forma como conhecida no mundo ocidental, baseou-se em formulações inicialmente propostas nessas jurisdições, e a disciplina do mercado de valores mobiliários brasileiro, nesse aspecto, não é exceção.

A avaliação do regime italiano, francês e alemão, por sua vez, justifica-se também especialmente em função de suas raízes históricas comuns com a tradição jurídica brasileira, especialmente no tocante à nossa disciplina societária.

5 – CONCLUSÕES

5.1 SÍNTESE CONCLUSIVA

Sem prejuízo do exposto ao longo do presente trabalho e das conclusões e teses elaboradas em seu curso, apresentamos, a seguir, síntese das principais conclusões e teses a que chegamos ao final do estudo que, aqui, se pretendeu desenvolver.

1. A intervenção do Estado na organização econômica, de maneira geral, tem por objetivo alterar os comportamentos que naturalmente seriam adotados pelos indivíduos e, nesse contexto, o instrumento do qual o Estado lança mão para atingir essa finalidade é justamente o Direito, haja vista a função eminentemente prescritiva das normas jurídicas. A partir desse seu efeito indutor de condutas, é inegável a contribuição do Direito à organização da economia e atividades que nela se inserem – inclusive no que diz respeito ao mercado de valores mobiliários – sobretudo sob a perspectiva dos incentivos postos a partir das normas que prescrevem as condutas e os comportamentos desejados dos agentes que atuam nesse mercado.

2. Nesse exercício, não se pode superestimar a capacidade do Estado de substituir com perfeição a atuação dos agentes privados, por ser, muitas vezes, incapaz de equacionar adequadamente todos os interesses envolvidos no contexto das relações econômicas, especialmente sob uma ótica de custos incorridos e benefícios gerados. E os efeitos indiretos e mediatos dessa atuação são de difícil mensuração e tendem a ser subestimados pelo Estado.

3. O Estado não estará sempre em melhores condições do que os agentes privados envolvidos nas relações econômicas concretas para proceder ao sopesamento necessário à obtenção da solução mais eficiente, sendo essa alternativa preferível sempre que os custos de transação e os custos de agência permitem a efetiva negociação de tais soluções.

4. No que diz respeito à regulação do mercado de valores mobiliários, especialmente no que toca aos aspectos relacionados aos mecanismos de formação de capital pelas sociedades empresárias, sanadas determinadas falhas de mercado que podem impactar o atingimento de soluções privadas eficientes, os agentes econômicos estão em melhor posição para ditar as condições dos arranjos que devem conformar o fluxo de capital entre poupadores e tomadores, em comparação com o próprio Estado. Nesses casos, o Estado deveria ocupar-se primordialmente de empoderar e legitimar as partes envolvidas para perseguir tais objetivos e reprimir adequadamente os eventuais desvios ou abusos, ao invés de, *a priori*, restringir injustificadamente a atuação de tais agentes no que diz respeito à definição das condições regentes de sua relação.

5. O mercado primário de valores mobiliário, ao promover a conversão da poupança em investimento, cumpre papel de relevo em relação ao crescimento e desenvolvimento econômico, na medida em que é, por vocação, instrumento de financiamento da inovação e da atividade econômica de produção de bens e serviços.
6. O desenvolvimento de um mercado primário de valores mobiliários sólido, apto a desempenhar sua função alocativa, associada ao processo de formação de capital, depende não só de uma miríade de fatores de ordem econômica, cultural e política, mas também do arcabouço jurídico que organiza esse mercado, os agentes que dele participam e as transações econômicas que nele são conduzidas.
7. Muito embora a contribuição do Direito não se restrinja exclusivamente ao arcabouço normativo, o conjunto de normas que estruturam o mercado de valores mobiliários constitui uma dimensão importante, seja por revelar determinadas prioridades políticas e as forças de determinados grupos de interesse, seja por impor, a partir da alocação de direitos e obrigações entre diversos agentes econômicos, determinados incentivos que influenciam sobremaneira o desenvolvimento das relações sociais e econômicas.
8. Embora seja complexo defender uma relação de causalidade entre a qualidade da estrutura jurídica e o grau de desenvolvimento de um determinado mercado, a dimensão jurídica é um componente relevante, capaz de influenciar esse processo, inclusive pelos seus efeitos no contexto do arranjo político, econômico, institucional e cultural que, conjuntamente, impactam tal desenvolvimento. Sob essa perspectiva, a avaliação e a realização de proposições acerca do arcabouço legal é de extrema importância e pode contribuir positivamente para o desenvolvimento desse mercado.
9. A avaliação da contribuição do Direito ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários predominante na literatura finca-se na tentativa de estabelecer correlações entre o regime de proteção dos investidores e o grau de desenvolvimento desse mercado. Essa abordagem, todavia, é incompleta, por ignorar o outro polo da relação de investimento, a partir da perspectiva do tomador de recursos.
10. Assim, a avaliação do potencial impacto do Direito no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários deve considerar, também, o regramento que conforma o processo de formação de capital por parte das empresas, pois de nada adianta o regime jurídico, em uma ponta, buscar impor os incentivos necessários sob a ótica do investidor e se descuidar em fazer o mesmo em relação àqueles que necessitam de seus recursos para o desenvolvimento da atividade de produção de bens e serviços.
11. Embora a proteção aos investidores e a viabilização da formação de capital por meio

do mercado de valores mobiliários constituam mandatos regulatórios desse mercado, a harmonização de ambos é apresentada, tradicionalmente, de modo conflitante.

12. As medidas que tradicionalmente são associadas ao incentivo à formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários estão inseridas no âmbito de processos de abrandamento regulatório, ligados especialmente à concessão de determinadas dispensas ou instituição de regimes mais flexíveis (ou menos rigorosos) para a captação de recursos por meio desse mercado, ainda que mediante determinadas contrapartidas ou limitações.

13. Por um lado, a excessiva flexibilidade nessa seara pode implicar riscos à proteção daqueles que disponibilizaram seus recursos para tanto, uma vez que as tais iniciativas, que tradicionalmente embutem uma filosofia de liberdade, flexibilidade e dispensa de requisitos, geram, em contrapartida, uma percepção de menor nível de informação disponível no mercado ou de incremento do risco de ocorrência de desvios ou operações fraudulentas, que passarão ao largo do escrutínio do regulador. Em contrapartida, o rigor das regras impostas com o objetivo de promover a proteção dos investidores, pode, especialmente quando mal calibradas, impactar negativamente (ou até mesmo inviabilizar) o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, em função, especialmente, dos custos diretos e indiretos envolvidos em seu cumprimento, ou mesmo por impor determinadas limitações à empresa e aos empreendedores, que podem tornar tal mecanismo de financiamento menos atrativo.

14. A perseguição desses dois fundamentais mandatos regulatórios do mercado de valores mobiliários – proteção dos investidores e formação de capital — se apresenta, muitas vezes, na forma de um suposto *trade-off* regulatório, no qual se privilegia a formação de capital em detrimento da adequada proteção dos investidores, ou o inverso. E o balanceamento desses dois elementos constitui um dos maiores desafios impostos aos responsáveis pela elaboração e execução da política regulatória do mercado de valores mobiliários, sendo condição fundamental para seu desenvolvimento.

15. A percepção de conflito entre esses dois mandatos está associada, em grande medida, à noção de que a proteção dos investidores é garantida especialmente por meio de mecanismos que restringem a sua atuação, bem como daqueles que buscam recursos por meio do mercado de valores mobiliários. A regulação do mercado de valores mobiliários muitas vezes adota como estratégia, ainda que complementar ou subsidiária, de proteção do investidor, a limitação de sua liberdade de ação e, conseqüentemente, de suas alternativas de investimento, de modo que apenas lhe é franqueada a alternativa de investir quando asseguradas aquelas condições, requisitos ou direitos mínimos e a disponibilidade de um

certo nível de determinadas informações.

16. Todavia, a efetiva proteção dos investidores é melhor garantida não pela limitação da liberdade dos agentes econômicos envolvidos na relação de investimento, mas pela introdução de mecanismos aptos a garantir a concretude e a aplicação (*enforcement*) das normas jurídicas, gerais ou específicas, que organizam e estruturam o mercado de valores mobiliários, e que permitam, inclusive, a adequada reparação de eventuais danos experimentados em função de atos antijurídicos.

17. Na ausência de tais mecanismos, todavia, qualquer flexibilização regulatória voltada a fomentar o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários tende a ser enxergada como capaz de pôr em risco a adequada proteção de investidores, haja vista a dificuldade de sancionar, a contento, eventuais desvios. E a mitigação de tal risco é perseguida justamente por meio daquela estratégia calcada na limitação da liberdade de atuação dos agentes econômicos. Ou seja, reconhecendo que os desvios dificilmente serão punidos a contento, sacrifica-se a liberdade dos agentes que atuam no âmbito do mercado de valores mobiliários, travestindo, tal restrição, de medidas preventivas destinadas à proteção dos investidores, e que, quando mal calibradas, podem comprometer a funcionalidade do mercado.

18. A defesa de um maior prestígio ao mandato regulatório associado à formação de capital das sociedades empresárias embute filiação a uma visão favorável à valorização da autonomia privada, assumindo que determinadas limitações impostas aos agentes econômicos que atuam no mercado de valores mobiliários, sob a justificativa da proteção dos investidores e com o objetivo de prevenir ou coibir potenciais desvios de conduta, correm o risco de se prestar a, em verdade, inibir a ação legítima daqueles que desejam utilizar os mecanismos do mercado de valores mobiliários para viabilizar efetivamente o desenvolvimento da atividade produtiva.

19. De modo a viabilizar plenamente a função alocativa do mercado de valores mobiliários, o processo de formação de capital deve se estruturar a partir de um regime flexível, em termos da pluralidade de mecanismos de acesso ao mercado e de sua adaptabilidade, de modo a contemplar as necessidades das empresas em seus diversos estágios de evolução, incluídas aqui as empresas nascentes, iniciantes, emergentes e maduras. As empresas em estágios menos desenvolvidos, muitas vezes engajadas em empreendimentos inovadores, são aquelas que mais necessitam e que encontram maior dificuldade em obter os recursos necessários à execução de seus planos. E as limitações à liberdade dos agentes envolvidos e os custos diretos e indiretos decorrentes do processo de

formação de capital tendem a impactar de maneira diversa tais empresas.

20. Na ausência dessa abordagem flexível, o estabelecimento de um arcabouço único e indistinto para o processo de formação de capitais por meio do mercado de valores mobiliário, aplicável a quaisquer empresas independentemente de seu perfil, resultará em um regime discriminatório e excludente, em que a utilização desse mercado passa a ser uma alternativa apenas para aquelas que já atingiram um grau consolidado de maturidade.

21. A disciplina societária representa uma importante dimensão do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, especialmente em função da imposição de determinados requisitos (e.g. adoção obrigatória de tipos societários que, por sua vez, prescrevem modelos predefinidos em relação a determinados aspectos de organização da sociedade empresária) que constituem precondição à captação de recursos.

22. A submissão da empresa a um maior rigor estrutural é justificada, via de regra, em função da necessidade de tutela do público investidor que, a partir desse processo, passa a integrar as relações da empresa. Todavia, as limitações decorrentes possuem o condão de afetar (ou, em determinados casos, inviabilizar) a utilização do mercado de valores mobiliários por determinadas empresas, dado o potencial impacto em elementos centrais de sua organização, que podem afetar arranjos estruturais (econômicos e políticos) vitais para a sobrevivência ou expansão de sua atividade.

23. Os efeitos tendem a ser ainda maiores em relação às empresas em estágio inicial de desenvolvimento, significativamente mais suscetíveis ao incremento de custos diretos e indiretos (inclusive determinados custos de oportunidade) que decorreriam de sua sujeição a uma disciplina societária mais rigorosa e inflexível.

24. Assumindo que o mercado de valores mobiliários deve se prestar a viabilizar a formação de capital por parte das sociedades empresárias ao longo de todas as suas etapas de desenvolvimento, os instrumentos e mecanismos disponíveis devem ser capazes de adaptar-se às particularidades e necessidades que se apresentam em cada uma dessas fases, sem a imposição de um modelo único, invariavelmente incapaz de capturar tais nuances.

25. Uma das maiores controvérsias afetas à estrutura do Direito societário diz respeito justamente aos limites impostos à autonomia privada nessa seara, ou seja, em que medida a disciplina societária deve decorrer de normas de natureza cogente ou dispositiva. Esse balanceamento, via de regra, dependerá da capacidade de as partes envolvidas chegarem, a partir de um efetivo processo de negociação, a uma convenção eficiente acerca do conteúdo do regramento societário, consideradas, nesse processo, as eventuais externalidades decorrentes.

26. Um excessivo grau de inflexibilidade nessa seara pode gerar custos diretos e indiretos e outros impactos negativos, ao limitar, por exemplo, a liberdade do controlador-empREENDEDOR, o que pode representar um problema ainda maior em relação às empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, em relação às quais essa maleabilidade é ainda mais relevante.

27. A fixação desse equilíbrio entre regras cogentes e dispositivas na esfera do Direito societário constitui árdua tarefa, sobretudo no campo das chamadas sociedades de capitais, que em função de sua vocação para a mobilização de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, tendem a submeter-se a regimes de maior rigor estrutural, justamente em decorrência das possíveis falhas que podem afetar o processo de negociação entre as partes envolvidas em relação ao seu regramento interno.

28. A defesa de maior espaço à autonomia privada nesse contexto parte da premissa de que a forma como uma determinada sociedade exercerá suas atividades, financiará seus negócios e recompensará aqueles que nela investiram tende a diferir drasticamente em função de seu ramo de atuação e de seu estágio evolutivo, não existindo um modelo único capaz de servir adequadamente a todos os tipos de sociedades empresárias, especialmente se proposto por agentes externos à mesma, como ocorre, por exemplo, quando o Estado impõe determinadas normas societárias de natureza cogente.

29. Ademais, tal visão reconhece que grande parte dos potenciais conflitos que se apresentam na definição das relações societárias (inclusive entre controladores, investidores e administradores) pode ser adequadamente equacionada pelas próprias forças do mercado. Isso porque soluções organizativas imperfeitas impostas com o intuito de prejudicar os investidores ou extrair benefícios indevidos da sociedade implicarão no aumento do custo de capital, na diminuição da capacidade de financiamento por meio do mercado de valores mobiliários e, em última instância, na performance da empresa, em detrimento inclusive daqueles que, por sua posição de predominância, poderiam perpetrar tais desvios.

30. Todavia, mesmo entre os principais defensores desse regime societário mais flexível, se reconhece que deve haver certos limites a essa liberdade de modelar as sociedades, especialmente em situações em que os custos de transação ou as assimetrias informacionais envolvidas dificultam ou impedem a negociação a esse respeito, ou a correta precificação da estrutura societária por meio do ambiente de mercado. E essa capacidade de negociação é afetada substancialmente em função do momento em que ocorre, sendo, para tanto, essencial diferenciar as circunstâncias que envolvem o momento de constituição ou capitalização inicial da empresa por meio do mercado de valores mobiliários, daquelas presentes no

contexto de modificações posteriores de determinados elementos da estrutura societária.

31. Se, por um lado, tal barganha se demonstra factível no momento de constituição ou capitalização inicial da empresa, por meio dos mecanismos de mercado, o mesmo pode não ocorrer em relação a determinadas alterações estruturais ao longo da vida da sociedade, que estão sujeitas a problemas de coordenação que prejudicam, nesse contexto, a correta informação e participação ativa dos interessados, especialmente no caso de sociedades empresárias que se engajaram em um processo de formação de capital por meio de amplo apelo à poupança popular, congregando, portanto, uma base de investidores dispersos e de diferentes perfis.

32. Em relação à natureza dos componentes da disciplina societária que podem se beneficiar de maior autonomia privada em sua conformação, verifica-se essa possibilidade em relação às regras estruturais – que regulam a alocação do poder decisório dentro da sociedade – e distributivas – que regulam a distribuição dos resultados da sociedade, em função da maior possibilidade de negociação entre as partes envolvidas nesta seara e do evidente benefício que uma maior plasticidade organizativa pode, aqui, conferir às sociedades, permitindo sua modelagem customizada em função das particularidades atinentes à sua atividade e a seus quadros societários.

33. O mesmo não ocorre, todavia, com a possibilidade de se afastar, contratualmente, determinados deveres fiduciários que recaem sobre aqueles que são os responsáveis pela condução sociedade (e.g. controladores e administradores). Isso porque os contratos de sociedade são por natureza incompletos e sua execução ao longo do tempo é avaliada justamente à luz desses deveres fiduciários. Nesse caso, é extremamente difícil que uma barganha *ex-ante* sobre a amplitude desses deveres possa levar a um resultado *ex-post*, que atenda adequadamente a todos interesses envolvidos.

34. Mesmo em relação a determinadas sociedades que almejam efetivar uma ampla captação pública de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, algumas regras estruturais podem ser estabelecidas como normas dispositivas no ato de constituição ou no momento da capitalização pública inicial da companhia (permitindo, por exemplo, seu afastamento por vontade das partes interessadas), mas cogentes a partir de então, sujeitas a maiores restrições quanto a alterações posteriores. Isso porque, nesse momento inicial, a estrutura organizacional da sociedade será efetivamente precificada, de modo que escolhas ineficientes ou indesejadas afetarão necessariamente seu custo de capital.

35. Em todo caso, a conformação de uma disciplina societária que conceda maior liberdade na organização interna das sociedades exige mecanismos eficientes de

monitoramento e controle da conduta dos agentes que compõem a estrutura societária, pois, no limite, a opção por um sistema mais ou menos rígido nessa seara envolve um claro *trade-off*: retirar a liberdade das partes para prevenir, *ex-ante*, comportamentos indesejados, ou conceder-lhe maior flexibilidade na engenharia societária; e controlar, *ex-post*, os desvios de conduta.

36. Não obstante soluções mais liberalizantes nesse contexto sejam criticadas em função da percepção de que uma estratégia de maior empoderamento das partes envolvidas favorecerá abusos em decorrência dos típicos conflitos de agência que se estabelecem no seio das sociedades (que dificilmente serão adequadamente tratados por meio de controle *ex-post*) – ou, ainda, por ignorar outros interesses, externos à empresa, que deveriam compor a conformação de seu interesse social –, há de se atentar para as também danosas consequências da adoção de estratégia oposta.

37. Isso porque a perda de plasticidade advinda da predominância de normas de natureza cogente em relação a determinadas matérias de natureza estrutural e distributiva afetas à sociedade pode impactar adversamente a eficiência dos arranjos econômicos estruturados entre investidores e empreendedores no bojo do processo de formação de capital da sociedade empresária em questão. Tal circunstância, por sua vez, tem o potencial de afetar ou impedir, em determinados casos, a utilização desse mercado como fonte de financiamento da empresa, causando prejuízos que se sobrepõem às proteções que se buscam mediante a imposição de tal regime predominantemente cogente.

38. A flexibilidade relacionada às formas de organização da empresa está associada, ademais, aos modelos contemplados no ordenamento jurídico, os chamados tipos societários. A escolha do tipo societário e a formatação da sua estrutura têm repercussões importantes na organização da empresa e na realização da atividade que constitui seu objeto, uma vez que determinará aspectos essenciais associados a sua conformação estrutural interna.

39. Há de haver espaço, no regimento do tipo societário, para a modelagem de sua estrutura interna, o que é essencial para o atendimento das particularidades que advêm do exercício da atividade que constitui objeto da empresa, e esse espaço será maior ou menor justamente em função do equilíbrio entre normas dispositivas e cogentes ditadas pelo ordenamento jurídico, que variam em função do tipo societário e da complexidade que o reveste.

40. A possibilidade de formação de capital por meio do mercado primário de valores mobiliários está associada à presença de pelo menos três elementos essenciais: personalidade

jurídica (e a autonomia patrimonial dela decorrente), limitação da responsabilidade (ao menos dos sócios que não participam da gestão da sociedade) e a possibilidade de transferência das participações societárias. O desenvolvimento do mercado de valores mobiliários está intimamente associado ao desenvolvimento de tipos societários que reúnem esses três elementos acima indicados, notadamente às sociedades por ações e formas análogas.

41. Tais formas societárias costumam gozar de uma maior rigidez estrutural, uma vez que sua utilidade para a congregação de capitais (inclusive por meio da captação pública de recursos) traz para o seio de sua organização determinadas questões de ordem pública, derivadas da necessidade de tutela daqueles que nela aportam seus recursos, ou mesmo de terceiros que com ela se relacionam.

42. Isso ocorre pelo fato de o ordenamento jurídico pressupor que o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários ocorrerá invariavelmente mediante amplo e irrestrito apelo à poupança popular, passando, portanto, a sociedade a congregar uma quantidade enorme de investidores (sejam eles sócios ou credores) dos mais variados perfis, exigindo, conseqüentemente, ferramentas estruturais e organizacionais aptas a equacionar essa situação e tutelar a miríade de interesses que dela decorre.

43. Essa abordagem, entretanto, ignora diversos elementos materiais atinentes ao processo de formação de capital por meio de tal mercado, que passam a contemplar cada vez mais formas alternativas e graduais de inserção das sociedades empresárias nesse universo, por meio, por exemplo, de modelos híbridos de captação de recursos (mecanismos de formação semipública de capital), que não obstante representem formas de apelo à poupança popular, ocorrem em níveis de intensidade diferenciados e sujeitos a determinadas restrições.

44. Ademais, tal realidade também muitas vezes ignora particularidades inerentes à utilização do mercado de valores mobiliários por empresas em estágios menos maduros de desenvolvimento, que em função de sua dinâmica e estrutura, não desejam (ou não conseguem) submeter-se a tal rigidez estrutural.

45. Tais estruturas evidentemente ensejam custos – diretos e indiretos – para a empresa que, a depender de seu grau de maturidade ou porte financeiro, podem prejudicar ou inviabilizar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários. Adicionalmente, a adoção de uma armadura societária rígida pode se demonstrar incompatível com a realidade organizacional dessas empresas, impondo restrições que podem impactar negativamente a maneira como as mesmas são geridas; ou mesmo inviabilizando determinados tipos de arranjos econômicos entre os respectivos

empreendedores e os potenciais investidores.

46. Nesse contexto, é essencial ao fomento da utilização do mercado de valores mobiliários por tais empresas e possibilidade de utilizar de mecanismos maleáveis de organização – especialmente no que diz respeito às suas regras estruturais e distributivas – aptos a amoldarem-se às necessidades econômicas e aos desafios iminentes a cada uma das etapas a serem percorridas ao longo de sua evolução.

47. A teoria do contrato financeiro (*financial contracting*) – que analisa o fenômeno empresarial a partir dos arranjos delineados entre provedores e tomadores de recursos — constitui um bom ponto de partida para identificar quais matérias específicas que compõem o regramento societário deveriam, sob essa ótica, estar sujeitas a uma maior autonomia privada.

48. Tal teoria assume que, diante da incompletude inerente ao contrato de sociedade, a relação que se estabelece entre empreendedores e investidores deve estabelecer de maneira adequada a quem competirá tomar as decisões que, ao longo da evolução dos negócios da empresa (ou seja, da execução desse contrato), o completarão. Para tanto, é fundamental que tal relação, no momento de sua conformação, estabeleça adequadamente a alocação de tais direitos decisórios (que, no contexto da relação societária, estão relacionados aos direitos políticos atribuídos aos sócios) entre empreendedores e investidores.

49. Essa alocação de direitos políticos, por sua vez, é tradicionalmente feita tendo como contrapartida a alocação de direitos econômicos, associados à distribuição do fluxo de caixa resultante dos negócios da empresa. Tal relação é determinada tendo em vista que empreendedores e investidores tendem a, subjetivamente, atribuir valores distintos a tais direitos, mutáveis, inclusive, em função do sucesso ou insucesso da empresa.

50. Embora a teoria do contrato financeiro tenha sido desenvolvida no contexto dos arranjos de investimento que se consubstanciam por meio de transações privadas, a utilização de suas proposições em relação a determinados aspectos associados aos processos de formação de capital por intermédio do mercado de valores mobiliários é viável, especialmente quando tais operações contrapõem investidores e empreendedores. Sob essa perspectiva, a contribuição da disciplina societária em relação a tal processo pode ser analisada à luz do espaço conferido à autonomia privada no tocante à conformação dos arranjos por meio dos quais investidores e empreendedores podem alocar entre si direitos políticos e econômicos, em função de suas necessidades individuais, visões específicas e das particularidades atinentes à empresa em questão, especialmente a partir do estabelecimento das regras estruturais e distributivas que regem a sociedade.

51. Adotando como ponto de partida a teoria do contrato financeiro e sua aplicação às relações de investimento que se estabelecem por meio dos mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários, é possível constituir um modelo de avaliação da disciplina societária, com o intuito de verificar em que medida confere as ferramentas necessárias ao delineamento daqueles arranjos econômicos sob os quais se estruturam as relações de investimento, por meio da necessária autonomia privada em relação à modelagem dessas relações, ao menos nas situações em que o processo negocial a esse respeito é viável.

52. Para tanto, é necessário também identificar quais elementos da disciplina societária são relevantes à construção de tais arranjos que perfazem a alocação de poderes decisórios e do fluxo de caixa proveniente dos resultados da empresa entre investidores e empreendedores, e que, portanto, deverão ser suscetíveis a maior autonomia privada quanto ao seu preenchimento. Nesse sentido, é possível distinguir aqueles relacionados: (i) a distribuição de direitos políticos e econômicos entre sócios (que correspondem a regras estruturais e distributivas); (ii) a estrutura decisória e administrativa (que correspondem a regras estruturais); e (iii) a distribuição dos resultados da empresa (que correspondem a regras distributivas), exceto no tocante ao que diz respeito à proteção dos credores sociais.

53. Em relação à conformação do regramento relacionado a tais matérias – e sobretudo à possibilidade de conceder-se maior espaço à autonomia privada nessa seara – a avaliação pode ser feita a partir das duas perspectivas acima mencionadas, concernentes: (i) aos estágios de evolução da empresa; e (ii) aos mecanismos de formação de capital empregados.

54. Sob a perspectiva dos estágios de evolução das empresas, é essencial reconhecer que tal processo evolutivo embute uma gradual descentralização de gestão em relação à figura dos respectivos fundadores-empreendedores, sendo essencial que a disciplina societária autorize que a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários ocorra em respeito a essa realidade, permitindo que o eventual processo de descentralização decisória – que se reflete tanto a partir da alocação de direitos políticos e econômicos entre empreendedor e investidor quanto da definição da estrutura decisória e administrativa da sociedade – ocorra em respeito à natureza da atividade, do setor de atuação da empresa (que pode exigir maior ou menor grau de envolvimento pessoal por parte do empreendedor) e em conformidade com os arranjos feitos a esse respeito entre investidores e empreendedores.

55. O mesmo deve ocorrer em relação ao regime de distribuição dos resultados das sociedades ao longo dessas etapas, tanto no que se refere à sua repartição entre empreendedor e investidores – que embute naturalmente o arranjo econômico que conforma o estabelecimento da relação de investimento – como no tocante à liberdade para que se

utilizem esses resultados para o financiamento da própria atividade empresarial, caso seja essa a vontade das partes envolvidas.

56. Em relação às empresas maduras, é natural que se admita maior limitação nessa seara, em função da complexidade que as reveste e dos interesses que sob ela se instalam a partir de seu acesso ao mercado de valores mobiliários, especialmente quando efetivado por meio de amplo apelo à poupança popular.

57. Todavia, mesmo para essas empresas, justifica-se também maior autonomia privada quanto à customização dos arranjos econômicos importantes para a configuração de relação de investimento, à luz das particularidades inerentes à natureza da atividade que exerce (que assim pode exigir), desde que a fixação de tais arranjos ocorra em momento em que as condições negociais entre empreendedores e investidores sejam favoráveis.

58. Sob a perspectiva dos mecanismos de formação de capital empregados, deve ser considerado que a realidade atual do mercado de valores mobiliários permite que o processo de captação de recursos ocorra a partir de graus de intensidade diversos, especialmente no contexto dos mecanismos de formação privada e semipública de capital, o que deve autorizar, também, que o grau de autonomia privada quanto à conformação das regras acima mencionadas possa, em alguma medida, acompanhar a intensidade do relacionamento da empresa com o mercado de valores mobiliários.

59. No que diz respeito à maior autonomia privada em relação aos mecanismos de alocação de direitos políticos e econômicos, a questão que se coloca é até que ponto a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários deve facilitar ao controlador a manutenção de sua posição de domínio sobre empresa, ou, em contrário, se deve pressupor à partilha proporcional de seu poder com aqueles que aportam recursos à sociedade no comando da mesma, limitando arranjos diversos a esse respeito, ainda que seja esse o interesse das partes envolvidas.

60. Reconhecer que a manutenção de uma correlação proporcional entre o poder decisório e a exposição econômica do controlador é o modelo mais adequado para equacionar determinados conflitos de agência e prevenir determinadas ações indesejáveis ou abusivas não significa que estruturas que divergem de tal padrão devam ser vedadas ou limitadas pela disciplina societária, ainda que, no caso concreto e em consideração às particularidades atinentes às atividades de que se ocupa a sociedade, arranjos alternativos sejam mais eficientes e desejados pelas partes.

61. Parece equivocado tomar como premissa que a retenção do poder de comando da sociedade pelo sócio-empresendedor derivará, em qualquer cenário, da intenção de extrair

benefícios ilegítimos à custa da sociedade a partir dessa posição.

62. Tal anseio pode estar relacionado com a vontade do controlador-empresendedor de buscar a implementação de sua visão sobre o negócio e das estratégias que, a seu ver, maximizarão os ganhos da sociedade, sem que esse processo possa ser afetado ou interrompido por influência dos demais sócios-investidores, que não dispõem da mesma *expertise* e grau de conhecimento sobre as atividades da empresa. E essa condição pode ser do total interesse dos potenciais investidores – que podem efetivamente enxergar grande valor na atuação do controlador-empresendedor em relação à condução dos negócios da sociedade – e, além disso, constituirá objeto do arranjo econômico que conformará a relação de investimento, inclusive tendo como contrapartida a concessão de direitos econômicos diferenciados em relação aos resultados da empresa.

63. Caso a condição ou a consequência do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários for a inevitável retirada ou diluição do poder de influência do controlador-empresendedor com relação ao comando dos negócios da empresa em intensidade que possa afetar a implementação de sua visão sobre o negócio, este evidentemente cogitará de outras formas de financiamento da atividade empresarial.

64. Em relação à estrutura decisória e administrativa, uma disciplina que favoreça a liberdade dos agentes quanto à fixação do desenho e da estruturação dos órgãos e mecanismos de gestão da sociedade e dos processos decisórios internos também é desejável, uma vez que a imposição de um modelo único e rígido como requisito ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários não será capaz de atender as necessidades específicas de cada sociedade, em função de seu modelo de negócios, ramo de atividade e estágio de evolução.

65. Um maior grau de maleabilidade em relação à definição dos órgãos que compõem a estrutura interna da empresa e a alocação de competências entre eles é importante, pois tais elementos estão também associados à alocação dos poderes decisórios na esfera societária, o que, como dito, é relevante na formatação dos arranjos subjacentes à relação de investimento que se estabelece entre empreendedores e investidores. Ademais, uma maior ou menor rigidez estrutural nessa seara está diretamente associada à dinamicidade dos negócios da empresa, devendo responder à suas particularidades, seja em função da natureza da atividade por ela exercida, seja em decorrência de seu porte ou estágio de evolução.

66. E o mesmo se aplica em relação ao regime de destinação de resultados, haja vista a necessidade de financiamento da empresa e os arranjos econômicos que podem ser feitos em relação à destinação do fluxo de caixa decorrente do resultado das suas atividades no

contexto da relação que se estabelece entre empreendedor e investidor. Resguardadas as devidas proteções aos credores sociais, deveria, portanto, haver flexibilidade com relação à destinação dos resultados, haja vista sua necessidade de caixa, de financiamento, os projetos necessários à sua expansão, bem como os arranjos acordados entre empreendedores e investidores quanto a tal distribuição.

67. A avaliação da disciplina societária sob essas perspectivas deve tomar como ponto de partida os tipos societários em relação aos quais é franqueado captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários, dentre os quais se destaca, evidentemente, as sociedades por ações.

68. Tal disciplina congrega, via de regra, regramentos distintos aplicáveis às companhias abertas — que dispõe de maior rigidez em função de sua atuação no mercado, levando à redução do espaço deixado à autonomia de vontade das partes no que diz respeito à sua configuração — e às companhias fechadas, em que prevalece maior autonomia privada.

69. Todavia, essa tradicional distinção entre companhias abertas e fechadas encerra uma dicotomia que opõe, de um lado, aquelas companhias que fazem amplo apelo à poupança popular por meio de ofertas públicas de valores mobiliários destinadas ao público em geral e, do outro, aquelas que não utilizam quaisquer mecanismos de formação de capital típicos do mercado de valores mobiliários.

70. Entretanto, a realidade prática demonstra que entre esses dois extremos habitam certos mecanismos alternativos (ou híbridos) de acesso ao mercado de valores mobiliários por meio de operações que, embora viabilizem a mobilização de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, não implicam necessariamente naquela realidade massificada que tradicionalmente inspira a disciplina cogente aplicável às companhias abertas. Consequentemente, passa a ser possível falar em certo grau de gradação em relação à “abertura” do capital da companhia, a partir da intensidade em que a relação dessa com o mercado de valores mobiliários se opera.

71. Grande parte da atratividade desses regimes alternativos de formação de capital, especialmente no tocante ao incentivo para acesso ao mercado de valores mobiliários por empresas nascentes, empresas iniciantes e empresas emergentes, está em permitir que a empresa se beneficie dos instrumentos e mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários sem que isso implique na aquisição do *status* de companhia aberta, seja para os efeitos da atração da disciplina societária especial (mais rígida) decorrente, seja em relação ao regime regulatório – sobretudo informacional – aplicável a tais companhias.

72. Tal artifício tem por objetivo reduzir os custos inerentes ao acesso ao mercado de

valores mobiliários e a permitir que tais sociedades mantenham estruturas societárias mais enxutas, flexíveis e compatíveis com seu porte, atividades e estágio de desenvolvimento. A disponibilidade de tal mecanismo, todavia, depende dos critérios segundo os quais ocorre a aquisição do *status* de companhia aberta, do qual resulta a atração daquele regime societário especial e substancialmente mais rígido.

73. As válvulas de escape existentes no arcabouço legal e regulatório norte-americano e europeu, que viabilizam estratégias mais customizadas e menos onerosas de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, sobretudo ao permitir que esse processo ocorra, dentro de certos limites e condições, sem que tenha por consequência a atração integral da disciplina societária e regulatória aplicável às companhias abertas, não encontram paralelo no Brasil, especialmente em função da definição legal de companhia aberta constante da Lei nº 6.385/76 e da Lei nº 6.404/76.

74. Por aqui, qualquer sociedade por ações que tenha valores mobiliários passíveis de negociação no mercado de valores mobiliários (seja no mercado de bolsa, de balcão organizado ou de balcão não organizado) será considerada companhia aberta para os efeitos de tal definição, dificultando a criação de um perímetro regulatório sob o qual é possível acessar tal mercado sem adquirir esse *status*.

75. No que diz respeito ao espaço concedido à autonomia privada em relação à alocação de direitos políticos e econômicos no bojo das sociedades por ações, a disciplina societária brasileira se demonstra menos flexível em comparação ao regime norte-americano, inglês e italiano (e, em alguns aspectos, também ao regime francês).

76. Apesar de, no contexto da elaboração da Lei nº 6.404/76, ter sido reconhecido que a maleabilidade em relação à alocação de direitos políticos e econômicos no bojo da sociedade por ações era condição *sine qua non* para o desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários, percebe-se que o diploma contempla algumas importantes restrições nessa seara.

77. As restrições constantes da Lei nº 6.404/76 em relação (i) ao limite de emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou com esse direito restrito; (ii) à vedação à criação de ações com voto plural; (iii) à vedação à criação de classes diferenciadas de ações ordinárias em companhias abertas; (iv) às vantagens econômicas mínimas que devem obrigatoriamente ser concedidas às ações preferenciais sem direito a voto ou com esse voto restrito negociadas em bolsa; e (v) à instituição de quóruns qualificados nas companhias abertas, restringem, em certa medida, a autonomia privada em relação à possibilidade de alocação de direitos políticos e econômicos entre empreendedores e investidores, podendo

obstar arranjos desejáveis e essenciais em determinadas situações especiais e, conseqüentemente, a utilização do mercado de capitais por determinadas empresas.

78. E embora alguns defendam que o reaquecimento do mercado de valores mobiliários brasileiro durante a década de 2000 foi favorecido justamente pelo enrijecimento do arcabouço institucional societário e do mercado de capitais brasileiro no que diz respeito ao desincentivo ao uso dos mecanismos que operam dissociação entre direitos políticos e participação econômica, a análise atenta das particularidades que marcaram esse momento traz indícios de que tal movimento não decorreu desse enrijecimento, mas ocorreu apesar dele. Especialmente em relação às companhias que se capitalizaram por meio da concomitante adesão ao Novo Mercado, a impossibilidade de emissão de ações sem direito a voto no contexto de tais transações e o risco que tal situação poderia trazer à manutenção da posição de comando do empreendedor-controlador fez com que surgissem mecanismos estatutários capazes de garantia à estabilidade do poder de controle – ainda que exercido por acionistas que não mais dispusessem da maioria do capital votante – a despeito de uma quantidade considerável de ações ordinárias em circulação no mercado.

79. Em relação à estrutura decisória e administrativa, é notória, também uma maior rigidez no bojo da disciplina das sociedades por ações. Ademais, no seio da estrutura orgânica e hierarquizada subjacente a tal tipo societário, se estabelecem, muitas vezes por meio de regras cogentes, determinadas competências privativas e indelegáveis de seus órgãos, que não podem ser alteradas ou redistribuídas sequer pelos próprios estatutos, por vontade majoritária dos sócios.

80. O regime estabelecido pela Lei nº 6.404/76 contempla, também, marcante rigidez nessa seara, inclusive em comparação com jurisdições estrangeiras (exceção feita à disciplina alemã), sendo que a maior autonomia privada nesse campo fica, por aqui, restrita somente às companhias fechadas. Dessa forma, por aqui, a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários acaba por obrigar a adoção, pela empresa, de uma forma de organização robusta e complexa, o que, além de representar invariáveis custos diretos e indiretos, retira-lhe plasticidade que poderia ser, a depender de seu estágio de evolução e do seu ramo de atividade, de extrema relevância. Isso se verifica especialmente em virtude da imposição do regime de administração dual às companhias abertas, que encontra paralelo, nos demais regimes jurídicos avaliados, apenas na disciplina alemã.

81. A imposição da estrutura dual de administração para todas as companhias abertas constitui uma exagerada intromissão em assunto relativo à sua organização interna que, como visto, em outras jurisdições (especialmente Estados Unidos da América, Reino Unido,

França e Itália), costuma ser deixado à autonomia privada. Isso porque, a depender da estrutura de controle da companhia, seu porte, estágio evolutivo, bem como dos mecanismos de formação de capital por ela utilizados (que, como dito acima, nem sempre englobarão uma ampla e irrestrita captação de poupança popular), essa complexidade administrativa pode, além de não se adequar às necessidades da sociedade, representar custos indesejáveis, perda de dinamismo, ou mesmo ensejar a criação de um órgão com atribuições simplesmente formais e que não exercita, efetivamente, nenhuma função de relevo em relação aos negócios.

82. No que diz respeito à alocação de poderes entre os diversos órgãos da companhia, como dito, a disciplina das sociedades por ações brasileira é também marcada por importante rigidez, prescrevendo diversas competências privativas à assembleia geral e aos órgãos de administração, fora dos poderes de regramento privado pelos estatutos. Esse panorama de rigidez também acaba por limitar a construção de determinados arranjos customizados que, no caso concreto, poderiam atender aos anseios de empreendedores e investidores, promovendo um engessamento que, como dito, pode não se justificar em função do estágio evolutivo da empresa, de seu ramo de negócios ou em decorrência dos mecanismos por ela utilizados para captar recursos por meio daquele mercado.

83. No que diz respeito ao regime de destinação dos resultados das sociedades por ações, a Lei nº 6.404/76 contempla também disciplina bastante particular, associada à distribuição obrigatória de parcela dos resultados aos acionistas – o dividendo mínimo obrigatório –, que não deixa de representar um limitador à autonomia privada nessa seara. A ingerência legislativa em questão atinente à maneira como as finanças da companhia são geridas e aplicadas representa intromissão que acaba por colocar em segundo plano eventuais especificidades que podem subsistir, em concreto, na realidade da companhia – especialmente em função de seu estágio evolutivo ou ramo de atividade, mitigando o espaço conferido à autonomia privada nesse contexto.

84. A partir da análise conduzida, resta claro que a disciplina societária aplicável às sociedades por ações brasileiras – e especialmente aquelas qualificadas como companhias abertas nos termos da Lei nº 6.404/76 – é marcada por certa rigidez (inclusive quando confrontado com regimes estrangeiros) em relação à alocação de direitos políticos e econômicos, à sua estrutura decisória e administrativa e à distribuição de seus resultados, elementos esses que, como visto, são sensíveis no que diz respeito à estruturação dos arranjos econômicos subjacentes às relações de investimento que conformam o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

85. No Brasil, é notável que a definição estrutural das sociedades por ações, conforme disposta na Lei nº 6.404/76, teve por objetivo declarado a promoção e o desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários, buscando viabilizar a formação de capital da empresa nacional por meio da captação pública de recursos. Entretanto, talvez por assumir que o a capitalização por meio do mercado primário de valores mobiliários deveria constituir uma prerrogativa apenas das sociedades de maior porte e em estágio avançado de desenvolvimento, e sem prejuízo da altíssima qualidade que reveste tal lei, é de se notar que o regime instituído é marcado, em alguns aspectos importantes, de notável rigidez estrutural, especialmente (mas não somente) no tocante à disciplina aplicável às companhias abertas.

86. Tal circunstância pode impactar sociedades empresárias de diversos portes, estágios de desenvolvimento e dos ramos de atividade, em função da dificuldade de, no caso concreto, modelar a estrutura jurídica da sociedade à luz de suas particularidades e dos interesses mútuos de empreendedores e investidores. Todavia, a dificuldade é potencialmente maior para as empresas nascentes, iniciantes e emergentes, em relação às quais os custos diretos e indiretos e a inflexibilidade decorrente daquela rigidez estrutural são potencialmente mais prejudiciais.

87. Ademais, tal opção não se enquadra na realidade moderna do mercado de valores mobiliários, que contempla modelos regulatórios híbridos para a formação de capital – muitos deles desenhados para favorecer a utilização de tal mercado por empresas menores – , inclusive por meio de operações que envolvem valores reduzidos ou apelo restrito a um público sofisticado de investidores.

88. Embora a Lei nº 6.385/76 não restrinja os tipos societários ou outras formas organizativas que podem captar recursos por meio de tal mercado, a amplitude conferida à matéria na esfera legal não corresponde ao tratamento estabelecido pela CVM na esfera infralegal, que restringe a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários majoritariamente às sociedades constituídas sob a forma de sociedades por ações, resguardadas algumas exceções pontuais, também em desacordo com as tendências internacionais de franquear tal acesso de maneira mais efetiva a empresas organizadas sobre outras formas societárias. Tal realidade também representa uma importante limitação, ao menos para as empresas em estágios menos evoluídos de desenvolvimento, haja vista a rigidez estrutural que marca a disciplina das sociedades por ações.

89. Todavia, qualquer alternativa de flexibilização dessa realidade a partir de iniciativas regulatórias, em relação à autorização para que sociedades organizadas sob outras formas jurídicas pudessem emitir e ofertar uma gama maior de valores mobiliários (inclusive

representativos de participação societária), esbarraria na ausência de tipos societários aptos a exercer adequadamente esse papel.

90. Nesse contexto, a sociedade limitada, tipo societário cujas características organizacionais, em tese, poderiam favorecer a utilização do mercado de valores mobiliários, por aqui é dotada de inflexibilidade organizacional que em vários aspectos se equipara, ou até mesmo supera, a disciplina das sociedades por ações, especialmente no que diz respeito à alocação de direitos políticos e econômicos entre diferentes sócios e à definição de sua estrutura decisória e administrativa.

91. Em relação à possibilidade de alocação de direitos políticos e econômicos entre seus diversos sócios, a sociedade limitada dispõe de regime ainda mais rígido do que aquele constante da disciplina imposta pela Lei nº 6.404/76, diante da ausência de previsão acerca da possibilidade de emissão de quotas preferenciais (sem direito a voto ou com restrição a esse direito, em contrapartida da outorga de vantagens econômicas) ou de quotas com direitos políticos especiais por essas sociedades, que vem sendo entendida no sentido da impossibilidade de tal arranjo. Tais sociedades estão, ainda, sujeitas a um regime cogente e absolutamente rígido – inclusive em comparação ao previsto na Lei nº 6.404/76 – de quóruns deliberativos, retirando, por completo, a autonomia das partes em relação a tal estipulação. Esses elementos dificultam em muito a possibilidade de convivência de múltiplos sócios no seio de sociedade constituída sob esse tipo, sem que isso impacte no poder decisório dos controladores-empresendedores.

92. A sociedade limitada está também sujeita a inexplicável rigidez em relação à sua estrutura decisória e administrativa, que contempla rol taxativo de competência deliberativa dos sócios e procedimentos cogentes em relação ao processo de tomada de decisão.

93. Dessa forma, em termos de flexibilidade organizativa, a sociedade limitada não representa uma alternativa adequada no que diz respeito à possibilidade de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, por exemplo, por parte de sociedades empresárias em estágios menos avançados de evolução, ainda que o regulador pretendesse ampliar o leque de instrumentos à disposição de tais tipos societários para a captação de recursos por meio desse mercado.

94. A partir dessas considerações, é importante repensar a adequação da disciplina societária em relação ao papel que deve desempenhar ao suportar o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários de maneira não discriminatória, adequando-se à realidade e às necessidades de sociedades empresárias que se encontram nos mais variados estágios de desenvolvimento, se ocupam das mais diversas atividades e

utilizam-se de mecanismos variados de captação de recursos, à luz do espaço conferido à autonomia privada na formatação dos arranjos econômicos subjacentes à relação de investimento.

95. Nesse contexto, mesmo no âmbito das típicas ofertas públicas de valores mobiliários realizadas com amplo esforço de venda e subsequentemente admissão à negociação de tais títulos em bolsas de valores, onde serão livremente negociados, o regime cogente imposto pela disciplina societária em relação a determinadas regras estruturais e distributivas pode impactar ou inviabilizar alguns arranjos econômicos que seriam, em dadas situações, do interesse mútuo de empreendedores e investidores.

96. Tais matérias parecem comportar maior espaço para a autonomia privada, como, aliás, ocorre em jurisdições estrangeiras, inclusive no âmbito do direito europeu continental, historicamente marcado por uma disciplina mais rígida das sociedades por ações. E se uma maior autonomia privada nessa seara pode se apresentar problemática quando passível de ser exercida a qualquer momento da vida societária, em vista do reconhecimento de que a dificuldade de coordenação de seus participantes pode levar, em determinadas situações, à adoção de soluções inadequadas e indesejáveis, uma maior flexibilidade se justificaria, ao menos, no momento inicial de sua constituição ou quando da realização de sua oferta pública inicial, momento em que sua estrutura organizativa é efetivamente precificada pelos acionistas-investidores, favorecendo um processo de negociação a seu respeito.

97. Os campos mais férteis a essa maior maleabilidade estrutural dizem respeito: (i) em relação à alocação de direitos políticos e econômicos, a uma maior flexibilização concernente aos limites de emissão de ações sem direito a voto, à criação de classes de ações com direitos políticos e econômicos diferenciados, inclusive dotadas de voto plural, permitindo maior estabilidade do poder de controle, quando isso for desejável, inclusive em contrapartida de direitos econômicos diferenciados; (ii) em relação à estrutura decisória e administrativa, a uma maior flexibilidade no desenho de sua organização interna, por meio da faculdade de se adotar uma estrutura administrativa dual ou unitária, de maior liberdade na definição de competências entre os diversos órgãos da companhia e na fixação dos quóruns deliberativos que regem seu funcionamento; e (iii) em relação ao regime de destinação de resultados, a uma maior flexibilidade em relação à tomada decisão quanto à distribuição dos lucros sociais, naquilo que não se referir à proteção dos interesses de credores.

98. Adicionalmente, é essencial que se contemplem mais alternativas quanto a possibilidade de utilização do mercado de valores mobiliários por sociedades empresárias

organizadas sob outros tipos societários, dotados de menor rigidez estrutural e custo de manutenção, especialmente por parte de empresas nascentes, iniciantes ou emergentes e no contexto de processos de captação de recursos por meio do emprego de mecanismos alternativos, sujeitos a regimes regulatórios especiais. De pouco adiantará que a política regulatória do mercado de valores mobiliários se volte à instituição desses regimes especiais enquanto a precondição para sua utilização for se organizar sob a forma de uma sociedade por ações sujeita à disciplina das companhias abertas, o que representa importante ônus, especialmente para as empresas de menor porte e em estágios menos avançados de desenvolvimento.

99. Nesse sentido, e à luz dos exemplos coletados no exterior, é necessário evoluir, em relação a tais alternativas, por meio: (i) do desenvolvimento de tipo societário mais flexível capaz de oferecer mecanismos, ainda que restritos, de acesso ao mercado de valores mobiliários; e (ii) da viabilização em relação à manutenção do *status* de companhia fechada por determinadas sociedades por ações que buscarem acesso ao mercado de valores mobiliários por meio de mecanismos alternativos e intermediários, mediante alteração da definição de companhia aberta constante da Lei nº 6.404/76 e da Lei nº 6.385/76.

100. Outro essencial componente relativo ao regime jurídico que permeia o processo de formação de capital diz respeito ao regramento dos mecanismos de capitalização das sociedades empresárias por meio do mercado de valores mobiliários, ou seja, a disciplina do processo de captação de recursos propriamente dito.

101. A regulação de tais operações, em geral, tem por objetivo primordial reverter o cenário de assimetria informacional entre ofertantes e ofertados, exigindo a divulgação de um conjunto substancial de informações tidas como essenciais para a tomada da decisão de investimento e regular de modo pormenorizado o processo de captação de recursos, a forma como a mesma é feita junto ao público investidor e a conduta daqueles que nele se engajam. Todavia, os pressupostos que justificam o rigor associado a tal procedimento nem sempre estarão presentes em toda e qualquer operação em que se busca a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários. Nesses casos, há de avaliar em que cenários se justifica a imposição de todos os ônus e custos decorrentes de todos aqueles requisitos que tradicionalmente regem os processos de ofertas públicas de valores mobiliários, bem como daqueles que são exigidos posteriormente às mesmas.

102. Um regime regulatório balanceado há de exigir o cumprimento desse custoso procedimento apenas quando houver uma justificativa efetiva para sua imposição, considerando os custos decorrentes *vis-à-vis* a tutela por ele concedida. E isso dependerá,

basicamente, de determinados aspectos relacionados à sociedade empresária envolvida na transação (porte, ramo de atuação etc.) e dos mecanismos empregados em seu processo de captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários.

103. Ademais, o acesso, por parte das sociedades empresárias, a recursos provenientes do mercado de valores mobiliários pode ocorrer de outras formas que não envolvam a emissão e oferta direta de valores mobiliários a serem distribuídos, pública ou limitadamente, a um determinado grupo de investidores. Por exemplo, por meio de operações que, sob a perspectiva da sociedade empresária, possuem natureza privada, em que ocorre a subscrição de valores mobiliários por veículos coletivos de investimento geridos profissionalmente e que, por sua vez, captam tais recursos junto a terceiros, utilizando mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários, que é o caso das operações de *venture capital* e *private equity*.

104. A partir desse conjunto de modelos de captação de recursos, é possível falar em mecanismos de formação privada, semipública e pública de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

105. Especialmente em relação a empresas em estágios menos desenvolvidos, para as quais a captação pública de recursos diretamente pode se demonstrar algo bastante complexo (em função dos custos envolvidos nesse tipo de operação, ou mesmo da dificuldade que pode haver, por parte dos investidores, de avaliar corretamente determinados empreendimentos em estágio bastante inicial), é natural que se desenvolva um nicho de especialistas em identificar boas oportunidades de investimentos dessa natureza, reduzindo, inclusive, a assimetria de informações entre investidores e empresas em estágios iniciais ou intermediários de desenvolvimento. Nesse contexto, as operações de *venture capital* e *private equity*, além de essenciais ao financiamento de empresas nascentes, iniciantes e emergentes, contribuem, também, para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, haja vista que constituem a porta de entrada para tal mercado, criando um estoque natural de empresas que, posteriormente, terão vocação para diretamente acessar seus mecanismos e instrumentos, inclusive pelo fato de as estratégias de desinvestimento aplicadas no contexto dessas transações envolverem a abertura de capital e a listagem em bolsa das sociedades empresárias investidas.

106. As operações de *venture capital* e *private equity* dependem (além dos investidores dispostos a aplicar seus recursos em tais negócios, dos intermediários especializados e de empreendimentos que lhes sejam atraentes) da possibilidade de construção de mecanismos contratuais aptos a conformarem de maneira eficiente os arranjos econômicos subjacentes

às relações negociais que se estabelecem no contexto de tais operações – seja no âmbito do relacionamento entre os intermediários especializados e os provedores de recursos, seja no contexto da relação entre os respectivos veículos de investimento (geridos por tais intermediários) e as sociedades investidas.

107. Tais arranjos estarão, sob a ótica da empresa investida e da relação de investimento que se configura em seu âmbito, invariavelmente sujeitos àqueles elementos de rigidez estrutural decorrentes do regime societário a ela aplicável, o que, como visto, pode representar determinados empecilhos em relação à sua modelagem.

108. No Brasil, a regulamentação dos Fundos de Investimento em Participação, — principal veículo de investimento utilizado no contexto dessas operações — embora tenha evoluído bastante com o advento da Instrução CVM nº 578/16, ainda embute algumas restrições capazes de retirar parcela da autonomia privada no desenho de tais operações, seja sob a ótica da relação instituída entre investidores e gestor de recursos (no âmbito do próprio veículo de investimento), seja sob a ótica da relação instituída entre tal veículo, a empresa investida e seus demais sócios.

109. No que diz respeito à relação entre os investidores no âmbito do Fundo de Investimento de Participações, destaca-se a impossibilidade de adoção de mecanismos capazes de instituir direitos políticos diferenciados entre seus diversos cotistas, bem como a rigidez no que diz respeito à fixação de quóruns de aprovação no âmbito do veículo de investimento.

110. Em relação às sociedades investidas, embora a Instrução CVM nº 578/16 tenha avançado ao permitir o investimento dos Fundos de Investimento em Participação em empresas constituídas sob a forma de sociedades limitadas (o que não era permitido sobre o regime anterior), tal possibilidade está restrita a determinados parâmetros em relação ao faturamento dessas empresas, obrigando sua transformação em sociedade por ações, uma vez ultrapassados tais parâmetros. A solução, portanto, ignora a possibilidade de simplesmente não ser do interesse do gestor do Fundo de Investimento em Participação ou de seus cotistas – necessariamente investidores qualificados – a promoção da transformação do tipo societário da sociedade investida, em vista dos custos, diretos ou indiretos, decorrentes.

111. Da mesma forma, o regramento manteve, em alguns casos, previsões quanto a determinadas exigências em relação à estrutura organizativa das sociedades investidas – como, por exemplo, a adoção de estrutura dual de administração, ainda que se trate de uma companhia fechada – o que parece injustificado diante da plena possibilidade de negociação

entre o Fundo de Investimento em Participação – por meio de seu gestor – e os demais sócios da empresa a respeito de sua estrutura ideal, em função de suas particularidades.

112. Ademais, reconhecendo que o aparato regulatório aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários impõe diversos pré-requisitos e obrigações que representam importantes custos, diretos e indiretos, a regulação do mercado de valores mobiliários, há longa data, busca promover o equilíbrio em relação à imposição de tais requisitos (em consideração, de um lado, às finalidades públicas a eles subjacentes e a tutela que por meio deles se busca conceder, e, de outro, aos custos que deles podem emergir e a sua efetiva plausibilidade no caso concreto), diante das características particulares de cada tipo de transação. Nesse contexto, se desenvolveram determinados regimes especiais para a realização de transações envolvendo a oferta de valores mobiliários que, não obstante se configurem como captação de poupança, não são inteiramente tratadas pela regulação como ofertas públicas, em função das particularidades que as revestem, no tocante, por exemplo, ao grau do intensidade do esforço de venda empregado, a quantidade e perfil dos seus destinatários, ao volume financeiro envolvido ou ao porte ou estágio evolutivo do respectivo emissor.

113. Fala-se, portanto, de ofertas limitadas, restritas, isentas ou dispensadas de registro perante o regulador, que compõem mecanismos de formação semipública de capital, uma vez que, não obstante não configurem ofertas públicas típicas para os efeitos da regulamentação, tampouco podem ser qualificadas como operações puramente privadas, em função da maneira como são estruturadas. Um arcabouço regulatório destinado a favorecer operações dotadas dessa natureza híbrida é fundamental para propiciar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários por parte de sociedades empresárias, sem, contudo, a imposição de ônus injustificados em face dos seus propósitos de capitalização.

114. Embora tais mecanismos sejam de utilidade para quaisquer tipos de sociedades empresárias, sua atratividade é ainda maior para aquelas em estágios iniciais ou intermediários de desenvolvimento, sob as quais os custos, diretos e indiretos, relacionados aos processos inerentes a uma oferta pública de valores mobiliários, recaem de maneira mais incisiva. Não obstante tais regimes tenham se desenvolvido, em um primeiro momento, a partir do estabelecimento de uma pretensa linha divisória entre as transações que, em função de suas características, deveriam ser consideradas como ofertas privadas (não sujeitas, portanto, aos regimes regulatórios aplicáveis às ofertas públicas), evoluíram em direção de abordagens mais pragmáticas e funcionais, em que sua aplicação está adstrita à observância de determinadas condições impostas pelo regulador (no contexto dos chamados *safe-harbors*) ou a determinados critérios específicos de enquadramento, sem que seja necessário

adentrar, para efeitos dessa definição, no pantanoso campo da distinção entre ofertas de natureza pública ou privada.

115. Uma das estratégias regulatórias utilizadas diz respeito à imposição de limitações qualitativas quando ao público-alvo da oferta, operando a dispensa ou flexibilização dos requisitos tradicionalmente impostos às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nas hipóteses em que o processo de captação envolve apenas investidores que, em virtude de sua especialização ou relação prévia com a sociedade empresária, não necessitam de maiores tutelas, operando-se, para esse efeito, uma presunção de que os mesmos conseguiriam, autonomamente, obter grau de proteção equivalente ao que derivaria daqueles requisitos dispensados, inclusive com relação ao provimento das informações que normalmente seriam exigidas no contexto de ofertas de valores mobiliários.

116. Outra estratégia comumente utilizada diz respeito à imposição de limitações quantitativas, por meio da qual se opera a aplicação de um regime regulatório especial para determinadas transações quando o processo de captação envolve um número limitado de investidores ou um montante financeiro reduzido. Nesse caso, o pressuposto que justifica o regime especial é que a natureza limitada da operação faz com que os custos diretos e indiretos advindos da aplicação do regime das ofertas públicas não se justifiquem diante dos benefícios que deles decorreriam.

117. Outra alternativa é justificar o tratamento diferenciado exclusivamente em função de características do emissor, como ocorre em relação a empresas de menor porte, inclusive sem a imposição de limitações de ordem qualitativa ou quantitativa, reconhecendo-se que a aplicação do regime típico das ofertas públicas pode, nesse caso, dificultar ou impedir a utilização do mercado de valores mobiliários por essas empresas. E, nesse contexto, a instituição de tal tipo de regime especial se reveste de alguns desafios ainda maiores, uma vez que não obstante sejam direcionadas ao público em geral, não estão sujeitas ao regramento típico aplicável às ofertas públicas.

118. Alguns desses regimes especiais costumam embutir como contrapartida a imposição de algum grau de restrição à negociação em mercados secundários dos valores mobiliários ofertados por meio desses mecanismos, de modo a evitar a frustração das restrições (qualitativas e quantitativas) impostas quando da realização da operação em mercado primário, especialmente em consideração ao fato de que o respectivo emissor, *a priori*, pode não estar sujeito a um amplo regime informacional subsequente, o que, a princípio, impacta a negociabilidade de tais valores mobiliários em mercados secundários.

119. Tais regimes especiais muitas vezes operam naquele já mencionado perímetro

regulatório em que não se atrai a disciplina societária e regulatória tipicamente aplicável às companhias abertas, evitando, assim, a incidência de uma série de outros custos, diretos e indiretos. Via de regra, esses regimes são construídos em torno da circunscrição acerca das operações que se sujeitam ao regime tipicamente aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários, quer seja definindo tais transações, quer seja estabelecendo as hipóteses que constituem exceção a esse regime.

120. No Brasil, embora a Lei nº 6.385/76 tenha conferido à CVM poderes para definir quais transações se sujeitam ao regime típico das ofertas públicas e aquelas excepcionadas de tal tratamento, a regulamentação não operou, por aqui, de maneira satisfatória, uma circunscrição objetiva em relação às operações sujeitas ou não a tal regime. A Instrução CVM nº 400/03, que regula as ofertas públicas, ao buscar circunscrever negativamente o conjunto de transações que não se sujeitam a tal regime regulatório, o faz de maneira limitada, essencialmente em função da existência ou não de relacionamento prévio com o emissor dos valores mobiliários ofertados, fincando-se, portanto, exclusivamente em requisito há muito tempo relativizado em outras jurisdições, especialmente, como visto, no mercado norte-americano e europeu, que operam essa circunscrição, também, a partir de critérios quantitativos e qualitativos associados ao público-alvo da oferta.

121. Tal situação foi atenuada apenas com o advento do regime proposto pela Instrução CVM nº 476/09, que regula as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, que se beneficiam de um regime regulatório diferenciado. Todavia, em comparação com o arcabouço regulatório norte-americano e europeu, tal regime pode ser considerado ainda bastante incipiente, não obstante as recentes iniciativas a respeito da matéria.

122. A primeira grande diferença diz respeito às espécies de valores mobiliários que podem ser ofertados nos termos desse regime. Não obstante a Lei nº 6.385/76 tenha, desde 2001, adotado uma noção genérica de valor mobiliário, a Instrução CVM nº 476/09 trata de circunscrever sua aplicação a um rol restrito desses títulos, excluindo, por exemplo, da incidência da norma, transações envolvendo valores mobiliários atípicos, algo que não se verifica nos regimes estrangeiros, que tradicionalmente se estendem para ofertas envolvendo quaisquer tipos de valores mobiliários.

123. Ao insistir em prescrever um rol taxativo de valores mobiliários que podem ser ofertados nos termos da Instrução CVM nº 476/09, a norma restringe significativamente a possibilidade de utilização desse mecanismo de formação semipública de capital por emissores organizados sob tipos societários diversos das sociedades por ações (como, por exemplo, por sociedades limitadas), que ficam impedidos de realizar ofertas de valores

mobiliários atípicos.

124. Desde a alteração promovida por meio da Instrução CVM nº 551/14, que incluiu as ações e valores mobiliários nelas lastreados, conversíveis ou permutáveis no rol dos valores mobiliários que podem ser objeto de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, a norma passou a contemplar dois regimentos distintos para realização de tais transações: um deles aplicável às operações envolvendo valores mobiliários representativos de dívida (desde que não conversíveis) e outro aplicável às ofertas envolvendo ações e valores mobiliários nelas lastreados, conversíveis ou permutáveis (incluindo, também, certificados de depósito, debêntures conversíveis e bônus de subscrição).

125. A diferença entre tais regimes é substancial: enquanto as ofertas de valores mobiliários representativos de dívida podem ser realizadas por emissores dispensados de registro perante a CVM, as transações envolvendo ações e valores mobiliários nelas conversíveis apenas podem ser realizadas por companhias abertas devidamente registradas nos termos da Instrução CVM nº 480/09, sujeitas, portanto, a todas as obrigações, inclusive de natureza informacional, ali prescritas.

126. O fato de a utilização de tal mecanismo, em relação às ofertas de ações, estar restrito às companhias abertas registradas perante o regulador retira grande parte de sua utilidade enquanto um efetivo mecanismo de formação semipública de capital apto a auxiliar a capitalização de empresas em estágios menos desenvolvidos, justamente por não contemplar qualquer tipo de customização em relação ao regime regulatório ao qual tais emissores estão sujeitos.

127. Dessa forma, os benefícios decorrentes do regime especial se limitam, basicamente, à celeridade em relação à realização da transação, uma vez que não sujeita a prévio registro perante o regulador. E mesmo a dispensa da obrigatoriedade de elaborar um prospecto – elemento central dos regimes especiais existentes nos Estados Unidos da América e na Europa – por aqui não significa muito em termos de desoneração regulatória, uma vez que, dentro da sistemática atualmente em vigor no bojo da Instrução CVM nº 400/03, a parte mais relevante e de custosa elaboração do prospecto, relativa às informações sobre o emissor dos valores mobiliários, é formada exclusivamente a partir das informações constantes do formulário de referência (cujo conteúdo é simplesmente anexado ao prospecto), cuja elaboração é obrigatória para todas as companhias registradas perante a CVM.

128. Em relação ao público-alvo de tais ofertas, a Instrução CVM nº 476/09 igualmente se afasta dos regimes estrangeiros, ao estabelecer a imposição simultânea e cumulativa de limitações quantitativas e qualitativas. Essa não é a tendência predominante na

regulamentação estrangeira, que, via de regra, lança mão de limites quantitativos apenas em relação à participação de investidores comuns, não impontando qualquer tipo de limitação dessa natureza em relação à participação de investidores sofisticados.

129. Ademais, a restrição qualitativa imposta nos termos da Instrução CVM nº 476/09 em relação à participação nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, a partir da noção de investidor profissional constante da Instrução CVM nº 539/13, é substancialmente mais rigorosa do que aquela constante da disciplina norte-americana e europeia, que contempla, como visto, critérios financeiros mais brandos para os efeitos de presumir a sofisticação dos investidores aptos a participar desse tipo de oferta.

130. Outra diferença substancial em relação aos regimes estrangeiros, também com importante potencial de impacto em relação aos custos dessas transações diz respeito à obrigatoriedade de as ofertas realizadas nos termos da Instrução CVM nº 476/09 serem intermediadas por integrantes do sistema de distribuição, que estão, além disso, sujeitos às mesmas obrigações e responsabilidades que se impõem nas ofertas públicas de distribuição realizadas nos termos da Instrução CVM nº 400/03. Não obstante o importante auxílio de tais intermediários no processo de seleção dos potenciais participantes da oferta, a obrigatoriedade de sua contratação e a imposição a tais instituições de diversas obrigações e responsabilidades semelhantes àsquelas existentes no contexto de ofertas públicas tradicionais implicam em custos significativos.

131. Os mecanismos de formação semipública de capital contemplam outra dimensão bastante relevante: a existência (ou não) de um mercado secundário no qual os valores mobiliários ofertados no contexto dos regimes regulatórios especiais acima descritos possam ser, de alguma maneira, transacionados, ainda que sujeitos a determinadas restrições. Esse regramento, está, portanto, associado a outro importante perímetro regulatório, por meio do qual se viabiliza não apenas a realização de uma oferta de valores mobiliários (portanto, no mercado primário), mas também a negociação desses valores mobiliários em mercado secundário sem que isso implique a submissão da empresa à disciplina societária e ao regime regulatório tradicionalmente aplicável às companhias abertas.

132. A análise dos dispositivos constantes da Instrução CVM nº 476/09 acerca da negociação, em mercado secundário, dos valores mobiliários ofertados sob o regime especial aplicável às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos demonstra, também, uma excessiva rigidez, sobretudo no que diz respeito à negociabilidade das ações ofertadas em respaldo de tal regramento.

133. Não obstante a realização de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos de

ações e valores mobiliários nelas lastrados, conversíveis ou permutáveis, seja permitida apenas para companhias abertas registradas perante a CVM (sujeitas, portanto, a todo o regramento e a todas as obrigações informacionais aplicáveis a tais companhias), a Instrução CVM nº 476/09 restringe a negociação de tais valores mobiliários em mercado secundário a investidores qualificados, exceto na hipótese de o emissor já ter realizado anteriormente oferta pública registrada de tais valores mobiliários ou após transcorridos dezoito meses de sua admissão à negociação em bolsa.

134. Tal restrição, além de dissonante da prática internacional (onde não há restrição à negociação de valores mobiliários emitidos por companhias abertas sujeitas ao regime regulatório a elas aplicável em sua completude), é contraditória com a própria estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários brasileiro. Isso porque o propósito declarado da Instrução CVM nº 480/09, que disciplina o registro das companhias abertas e suas obrigações, é justamente estabelecer e unificar o regime regulatório (e sobretudo informacional) que autoriza a negociação, em mercados secundários, de quaisquer valores mobiliários.

135. Não parece, portanto, justificável, a opção constante da Instrução CVM nº 476/09 de restringir a negociação, em mercado secundário, de valores mobiliários emitidos por companhias sujeitas ao regime informacional obrigatório constante da Instrução CVM nº 480/09, uma vez que, independentemente da maneira como tais valores mobiliários foram ofertados, todas as informações acerca dos respectivos emissores exigidas nos termos da regulamentação como condição para sua livre negociação em mercados secundários estarão disponíveis aos investidores. E diante da imposição dessa restrição, emissores que não são beneficiários de nenhuma dispensa em relação às obrigações informacionais tradicionalmente exigidas das companhias abertas – como ocorre, em regra, nos regimes estrangeiros – estão sujeitos às restrições, quanto à negociabilidade dos valores mobiliários por eles emitidos, que, em tese, apenas seriam justificáveis nas hipóteses em que tais dispensas são concedidas.

136. E ainda que fosse o objetivo do regulador abrandar os requisitos impostos às sociedades empresárias que desejam utilizar tal mecanismo de formação de capital, no bojo da competência de que dispõem em relação à fixação de tais obrigações, não seria possível, todavia, atingir o mesmo grau de efetividade, verificado, a esse respeito, nos mercados norte-americano e europeu, especialmente em função da definição de companhia aberta constante da Lei nº 6.404/76 e da Lei nº 6.385/76.

137. Ao contrário, portanto, do que ocorre no mercado norte-americano – que condiciona a

aquisição de tal *status* na admissão à negociação de uma bolsa de valores nacional, a realização de uma oferta pública ou ao atingimento de determinados parâmetros quantitativos em relação à dispersão dos titulares de valores mobiliários da companhia – e no mercado europeu – que o faz em função da admissão à negociação em um mercado regulado, que, conforme definição constante do *MiFID*, engloba apenas as bolsas de valores – no Brasil, tal qualificação passa a existir a partir do momento em que tais valores mobiliários se tornam passíveis de negociação no mercado de valores mobiliários (seja pela obtenção do registro próprio para tanto perante a CVM, seja em função do enquadramento em umas das hipóteses a que tal registro é dispensado).

138. Todavia, a noção de “mercado de valores mobiliários”, advinda da análise sistemática da Lei nº 6.385/76 e da regulamentação constante da Instrução CVM nº 461/07, é bastante abrangente, e comporta três modalidades distintas de mercado: o mercado de bolsa, o mercado de balcão organizado e o mercado de balcão não organizado. A amplitude associada a tais noções dificulta a criação de algum tipo de mercado, sistema ou ambiente para a negociação de valores mobiliários que não configure, para os efeitos da Lei nº 6.385/76, ao menos um mercado de balcão, o que é suficiente para atrair o *status* de companhia aberta para o emissor dos valores mobiliários nele transacionados.

139. Essas circunstâncias diminuem a possibilidade de criação de um perímetro regulatório para a negociação de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias sem que as mesmas acabem por atrair a qualificação de companhia aberta, seja para os efeitos da disciplina societária especial constante da Lei nº 6.404/76, seja para os efeitos da atração da competência regulatória da CVM sobre tais emissores. Isso inviabiliza, por exemplo, a criação, por aqui, de mercados semelhantes aos *exchange-regulated markets* no modelo existente na Europa, sujeitos exclusivamente à regulamentação e supervisão das entidades que os administram.

140. Outro mecanismo que vem ganhando relevo no contexto dos mecanismos de formação de capital voltados a empresas de menor porte (especialmente empresas nascente e iniciantes) são as transações de *investment-based crowdfunding*, que, em função de suas particularidades e características, impõem a necessidade de se imprimir dinâmicas diferentes sob a perspectiva da sua regulação.

141. Tratam-se, portanto, de operações que, de um lado, merecem tratamento regulatório especial (menos oneroso), em função do perfil das empresas que nelas se engajam, mas em relação às quais deve haver, também, ampla liberdade em relação à quantidade e perfil de investidores ofertados, uma vez que seu sucesso depende, via de regra, de sua pulverização

junto ao público. Tais operações vêm ocorrendo, no Brasil, essencialmente em respaldo das já comentadas hipóteses de dispensa de registro de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de microempresas e empresas de pequeno porte previstas na Instrução CVM nº 400/03.

142. A proposta de regulamentação recentemente divulgada pela CVM explicita a ausência, por aqui, de tipos societários capazes de viabilizar tais transações – que embutem, em essência, títulos representativos de participação em um determinado empreendimento – e acabam por forçar o enquadramento de tais sociedades na rígida armadura das companhias – se não como pré-requisito para a realização de tais operações, como uma potencial obrigação subsequente capaz de impor importantes custos e amarras estruturais a tais empresas. Isso porque, na hipótese de o ofertante ser constituído como uma sociedade limitada, a proposta insiste na vedação em relação à possibilidade de oferta das respectivas cotas representativas de participação societária.

143. Tal vedação é criticável na medida em que retira a autonomia dos agentes envolvidos em relação à formatação da estrutura da operação e acaba por incentivar arranjos que pressupõem a prematura transformação da empresa em sociedade por ações (como vem ocorrendo nas transações realizadas em respaldo das hipóteses de dispensa constantes da Instrução CVM nº 400/03, por meio de títulos de dívida conversível, cuja conversibilidade está associada à obrigatoriedade da transformação da empresa em uma sociedade por ações). Todavia, como dito, a disciplina sociedades limitadas é dotada, por aqui, de excessiva rigidez – especialmente diante da impossibilidade de emissão de quotas sem direito a voto ou com direitos políticos diferenciados e do regime cogente de quóruns de deliberação – o que também retira sua atratividade enquanto veículo para tais operações.

144. No que diz respeito ao regramento das ofertas públicas de distribuição, a construção de regimes regulatórios especiais decorrem, essencialmente, de aspectos ligados ao porte do emissor, em que tanto aqueles de menor porte como aqueles de grande porte são muitas vezes elegíveis a regimes diferenciados, a partir de pressupostos bastante diferentes.

145. O primeiro deles, em geral direcionados aos grandes emissores, diz respeito ao estabelecimento de procedimentos mais céleres, dinâmicos e com menor intervenção preventiva do regulador, no contexto de ofertas públicas subsequentes (os chamados *follow-ons*, posteriores, portanto, às ofertas públicas iniciais) realizadas por emissores que possuem certo porte ou volume de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa, já sujeitos, destarte, a um extenso conjunto de obrigações informacionais periódicas e eventuais, que permitem o seu permanente acompanhamento pelo público investidor e por analistas

especializados. Tais mecanismos são essenciais para o aproveitamento de janelas de mercado.

146. A regulamentação brasileira já há algum tempo busca contemplar mecanismos voltados a promover de maneira mais célere as ofertas públicas subsequentes realizadas por emissores que já possuem valores mobiliários em circulação no mercado. A primeira iniciativa relevante nessa seara foi implementada quando da edição da Instrução CVM nº 400/03, que contempla a possibilidade de registro de programas de distribuição de valores mobiliários. Todavia, nesse caso, a obrigatoriedade de submeter cada nova oferta realizada ao registro do regulador retira grande parte da celeridade que justifica tais regimes, especialmente no contexto do aproveitamento eficiente das chamadas janelas de mercado. E não obstante a CVM tenha proposto a reformulação de tal regime, de modo a contemplar a possibilidade de registro automático de ofertas realizadas em respaldo a programas de distribuição registrados previamente perante o regulador, a proposta restringe, de maneira injustificada, tal alternativa às debêntures simples.

147. Todavia, a ausência de mecanismos eficientes para realização de ofertas públicas subsequentes por emissores que já possuem ações admitidas à negociação de maneira mais célere, viabilizando o melhor aproveitamento das chamadas janelas de mercado, foi relativamente suplantada a partir da inclusão de tais valores mobiliários no rol daqueles que podem ser objeto de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476/09. Embora tal regime de oferta de ações tenha sido concebido para servir como mecanismo para a realização de ofertas iniciais por emissores de menor porte, acabou por instituir uma maneira mais ágil e eficiente para viabilizar a realização de ofertas subsequentes – ainda que sujeitas a limitação quanto ao perfil e quantidade de investidores ofertados – por parte das companhias abertas que já possuem ações negociadas em bolsa.

148. Em relação ao estabelecimento de procedimentos e requisitos menos onerosos para a realização de ofertas públicas, inclusive as iniciais e que envolvem admissão à negociação em bolsas de valores, por parte de emissores de menor porte (em lógica semelhante àquela existente em determinados mecanismos alternativos de formação de capital anteriormente explorados), a disciplina brasileira também carece de mecanismos mais efetivos, não contemplando regimes especiais a esse respeito, ao contrário do que existe nos Estados Unidos da América e na Europa.

149. A partir da exposição acima, percebe-se que o arcabouço regulatório brasileiro sob o qual se organizam os mecanismos de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários apresenta algumas importantes lacunas e restrições, inclusive em comparação

aos regimes estrangeiros, especialmente no que diz respeito aos mecanismos de formação semipública de capital.

150. Por aqui não existem efetivos alívios obrigacionais em relação às sociedades empresárias que utilizam tal modelo para promover operações de oferta de valores mobiliários representativos de participação societária, haja vista que o regime de ofertas distribuídas com esforços restritos, instituído pela Instrução CVM nº 476/09, exige dos emissores que realizam ofertas de ações ou valores mobiliários nela lastreados ou conversíveis o registro de companhia aberta perante a CVM. Assim, ao contrário do que ocorre no mercado norte-americano e europeu, não há por aqui qualquer modulação quanto às obrigações, inclusive informacionais, exigidas dessas empresas, a despeito da natureza limitada da colocação de seus valores mobiliários no mercado, apenas entre investidores profissionais.

151. Nesse sentido, é importante ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro e, sobretudo, ao bom cumprimento de sua função alocativa, estabelecer, por aqui, um efetivo regime regulatório de formação semipública de capital, permitindo que, nessa hipótese, e como contrapartida às eventuais limitações quantitativas e qualitativas impostas, as sociedades empresárias se sujeitem a obrigações diferenciadas e proporcionais.

152. E a efetividade de tal regime, contudo, não depende apenas de iniciativas regulatórias, que são incapazes de resolver o problema do rigor estrutural ao qual essas empresas estariam submetidas, uma vez que, mesmo dispensadas de registro perante o regulador (ou sujeitas a um regime regulatório customizado), continuariam sujeitas à disciplina societária aplicável às companhias abertas nos termos da Lei nº 6.404/76 (na falta, inclusive, de outro tipo societário apto a propiciar a utilização do mercado de valores mobiliários de maneira efetiva), bem como sujeitas à supervisão integral do regulador.

153. Faltam, portanto, por aqui, mecanismos aptos a delimitar um perímetro regulatório – como visto, tão relevante no atual contexto do mercado de valores mobiliários norte-americano e europeu – sob o qual as sociedades empresárias, e em especial as de menor porte, possam utilizar-se de mecanismos de formação de capital típicos do mercado de valores mobiliários sem que isso implique na aquisição do *status* de companhia aberta, inclusive sob a ótica da incidência da disciplina societária própria de tais sociedades.

5.2 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou adentrar em terreno pouco explorado no Brasil, pertinente

aos aspectos jurídicos que conformam o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, associados especificamente às alternativas de organização das sociedades empresárias e aos mecanismos existentes para sua capitalização por intermédio de tal mercado.

Resta evidente, ao final, que o regime legal e regulatório brasileiro, nessa seara, é dotado, em alguns aspectos relevantes, de excessiva rigidez – inclusive quando comparado a outras jurisdições –, seja ao retirar espaço da autonomia privada em determinados campos associados à organização estrutural das sociedades empresárias autorizadas a utilizar os mecanismos de captação de recursos típicos do mercado de valores mobiliários, seja ao estabelecer uma disciplina para a realização de tais processos que não se furta de impor determinados ônus, diretos e indiretos, que, no caso concreto, nem sempre são plenamente justificáveis. A consequência de tal rigidez possui o condão de impactar a atratividade do mercado de valores mobiliários enquanto efetiva alternativa de financiamento da atividade empresária, especialmente (mas não exclusivamente) em relação às empresas nascentes, iniciantes e emergentes, sobre as quais os efeitos de tal realidade tendem a ser mais penosos.

Evidente que buscar estabelecer uma correlação entre tal situação e a tímida atividade do mercado primário de valores mobiliários brasileiro – especialmente em comparação à magnitude de sua economia – seria temerário, haja vista a miríade de fatores de ordem econômica, política e cultural que invariavelmente afetam o desenvolvimento desse mercado em diferentes localidades. Tal tarefa exigiria, sem dúvida, um amplo conjunto de tantas outras avaliações que fogem ao escopo do presente trabalho.

Todavia, tal circunstância não retira a importância e a validade da análise feita no bojo da presente pesquisa, posto que a dimensão do arcabouço legal e regulatório é um componente que efetivamente influencia de maneira importante o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, especialmente no que diz respeito à sua função alocativa.

E considerando que a atual estrutura jurídica relativa ao mercado de valores mobiliários brasileiro – com quarenta anos de existência completados recentemente – foi instituída com o objetivo declarado de contribuir para o desenvolvimento de seu mercado primário, é fundamental avaliar, de maneira propositiva, determinados aspectos dessa disciplina que podem, em contrário, contribuir para o afastamento desse propósito.

Ademais, a abordagem predominante em diversos aspectos aqui analisados – de menor espaço para a liberdade dos agentes econômicos que participam da relação de investimento que se estabelece no bojo de tal mercado – não é, de todo, injustificada, especialmente quando avaliada à luz da realidade brasileira.

É natural que, na ausência de mecanismos e instrumentos aptos a promover um adequado nível de concretude e aplicação (*enforcement*) das regras que conformam e estruturam o mercado de valores mobiliários e as relações que por meio dele se estabelecem – que marca a realidade do nosso mercado –, o legislador e o regulador, reconhecendo (ainda que de maneira implícita) as dificuldades em fornecer uma resposta efetiva aos eventuais desvios de conduta, acabem por preferir estratégias que limitem, *a priori*, a liberdade dos agentes econômicos no que diz respeito à conformação de suas relações. Busca-se, assim, evitar que se criem determinadas condições que, em teoria, poderiam favorecer o cometimento de determinados abusos e desvios.

Entretanto, inegável que essa solução está longe de ser adequada, uma vez que inibe, na partida, o potencial de desenvolvimento desse mercado. Conforme a lição de F. Hayek: “*Freedom granted only when it is known beforehand that its effects will be beneficial is not freedom.*”¹⁴⁴²

¹⁴⁴² Cf. HAYEK, Friedrich A. *The Constitution of Liberty*. Chicago: The University of Chicago Press, 2011, p. 83.

BIBLIOGRAFIA

ACEMOGLU, Daron; JOHNSON, Simon; ROBINSON, James A. “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation.” *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 91, n. 5, 2001.

ADAMS, Renée.; FERREIRA, Daniel. One share-one vote: The empirical evidence. *Review of Finance*. Oxford: Oxford University Press, v. 12, n. 1, 2008.

ADRENAS, Mads; WOOLDRIDGE, Frank. *European Company Law*. Cambridge University Press: Cambridge. Kindle Edition, 2009.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI); FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV). *2º Censo de Private Equity e Venture Capital*, 2011. Disponível em: <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2014/11/Private_Equity_e_Venture_Censo-2o-Censo-Portugues.pdf>. Acesso em: 25 out. 2016.

AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. *The Review of Economic Studies*. Stockholm: Stockholm University, v. 59, n. 3, 1992.

AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. *Are Syndicates the killer app of equity-crowdfunding?* MIT Sloan Research Paper No. 5126-15. 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2569988>>. Acesso em: 01 dez. 2016.

AGUILAR, Luis A.. *The Need for Greater Secondary Market Liquidity for Small Businesses*. Advisory Committee on Small and Emerging Companies. Washington, DC, 2015. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/statement/need-for-greater-secondary-market-liquidity-for-small-businesses.html>>. Acesso em: 04 nov. 2016.

AGUILLAR, Luis A. *Increasing the Vulnerability of Investors*. 2012. Disponível em: <https://www.sec.gov/News/PublicStmnt/Detail/PublicStmnt/1365171491128#_edn5>. Acesso em: 27 out. 2016.

ALVARO, S.; CIAVARELLA, D.; D’ERAMO, D.; LINCiano, N. La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo. *Quaderni giuridici – Consob – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*. v. 5, 2014.

AMARAL, José Romeu Garcia do. *Ensaio Sobre o Regime Jurídico das Debêntures*. São Paulo: Almedina, 2015.

ANDREZZO, Andrea; LIMA, Iran. *Mercado Financeiro – Aspectos Conceituais e Históricos*. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ARIDA, Persio; BACHA, Edmar Lisboa; RESENDE, André Lara. *Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil*. Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, 2004. Disponível em: <<http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/TPD2IEPE.pdf>>. Acesso em: 24 ago. 2016.

ARMOUR, John; DEAKIN, Simon; SARKAR, Prabirjit; SIEMS, Mathias; SINGH, Ajit. Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal

Origins Hypothesis. *Journal of Empirical Legal Studies*. Itaca: Cornell Law School and Wiley Periodicals, Inc., v. 6, n. 2, 2009.

_____.; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. What is corporate law? In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2ª ed. London: Oxford University Press, 2009.

ARROW, Kenneth. Gifts and exchanges *Philosophy & Public Affairs*, Princeton: Princeton University Press, v. 1, 1972.

ASCARELLI, Túlio. “A Atividade do Empresário”. Tradução Por Erasmo Valladão A. e N. França. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 132, 2003.

_____. “O Empresário”. Tradução por Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 109, 1998.

_____. O Contrato Plurilateral. In: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

_____. *Panorama do Direito Comercial*. Sorocaba: Minelli, 2007.

_____. Princípios e Problemas das Sociedades Anônimas. In: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

ASQUINI, Alberto. “Perfis da Empresa”. Tradução por Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 104, 1996.

AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Concentração e Dispersão do Poder Político nas Organizações Coletivas Finalísticas. Regime Jurídico da Companhia Aberta Integrante do Novo Mercado da Bolsa de Valores: o Papel Decisivo Desempenhado pelos Instrumentos Jurídicos de Dissociação entre Representatividade Política e Participação Econômica de Acionistas no Âmbito da Companhia*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

BACHA, Edmar. Bancos Públicos: o que fazer? In: PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. *Mercado de Capitais e Bancos Públicos – análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-25, 2005. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=808584>>. Acesso em: 09 dez. 2016.

_____. *The Scope of the SEC’s Authority over Shareholder Voting Rights*, 2007. Disponível em: <<https://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf>>. Acesso em: 02 set. 2016.

BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Understanding Regulation – Theory, Strategy, and Practice*. 2nd. ed. Oxford: Oxford University Press, 2011.

BALLANTINE, Henry Winthrop. *Ballantine on Corporations*. Chicago: Callaghan and Company, 1946.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Principles for financial market infrastructures*. 2012. Disponível em: <<http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>>. Acesso em: 02 dez. 2016.

BANKMAN, Joseph. "The Structure of Silicon Valley Start-ups. *UCLA Law Review*. University of California: Los Angeles, vol. 41, 1993-1994.

BANNER, Stuart. *Anglo-American Securities Regulation – Cultural and Political Roots, 1690-1860*. New York: Cambridge University Press, 1998.

BARRETO, Oscar. "Seminário sobre a Reforma das Sociedades Anônimas, Promovido pelo Instituto dos Advogados Brasileiros. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 7, 1972.

BEBCHUK, Lucian A. The Case for Increasing Shareholder Power. *Harvard Law Review*. Cambridge: Harvard University Press, v. 118, 2005.

_____. The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law. *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989.

_____.; KRAAKMAN, Reiner; TRIANTIS, George G. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. In: MORCK, Randall (ed.) *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

BECK, Thorsten; LEVINE, Ross. Legal Institutions and Financial Development. *National Bureau of Economic Research*. NBER Working Paper Series, Working Paper 10126, 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10126>>. Acesso em: 30 maio 2016.

BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*. 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1578175>>. Acesso em: 26 nov. 16 2016.

BERGER, Allen; UDELL, Gregory. The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*. Atlanta: Elsevier, vol. 22, 1998.

BERGER, Renato. "Pequenas Respostas para Grandes Perguntas (Sociedades Limitadas)". In: AZEVEDO, Luís Andre N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Sociedade Limitada Contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

BERKOWITZ, Daniel; PISTOR, Katharina; RICHARD, Jean-Francois. Economic development, legality and the transplant effect. *European Economic Review*. Atlanta: Elsevier, vol. 47, 2003.

BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. 2ª ed. New York: Transaction Publishers, 1991.

BLACK, Bernard; GILSON, Ronald. *Does venture capital require an active stock market? Journal of Applied Corporate Finance*. Wiley, 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=219174>>. Acesso em: 07 maio 2015.

_____. Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis. *Northwestern University Law Review*. Chicago: Northwestern University Law School, vol. 84, n. 2, 1990.

BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. A Team Production Theory of Corporate Law. In: *The Journal of Corporation Law*. University of Iowa College of Law: Iowa City, v. 24, 1998-1999.

BOBBIO, Norberto. *Teoria da Norma Jurídica*. Tradução por Ariani Bueno Sudatti e Fernando Pavan Baptista. 5. ed. São Paulo: Edipro, 2014.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das Debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____. *Direito Societário*. 9ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 2004.

BRADFORD, Steven. The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled. *Securities Regulation Law Journal*. Thomson Reuters: New York, v. 40, 2012.

BRISTOW Duke K.; KING, Benjamin D.; PETILLON Lee R. Venture Capital Formation and Access: Lingering Impediments of the Investment Company Act Of 1940. *Columbia Business Law Review*, New York: Columbia Law Review, 2004.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Sistema Jurídico da Companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.), *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, v. 1, 2009.

BURG, Elliot. "Law and Development: A Review of the Literature & a Critique of "Scholars in Self-Estrangement"". *The American Journal of Comparative Law*. Ithaca: American Society of Comparative Law, v. 25, n. 3, 1977.

BUSSALB, Jean-Pierre. *Retail Investors Protection Act: Improved transparency on the unregulated capital market*. BaFin, 2015. Disponível em: <https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa_bj_1501_kleinanlegerschutzgesetz_en.html>. Acesso em: 1 dez. 2016.

BUTTURINI, Paolo. "Financial Crowdfunding Regulation in EU Countries". In: BOTTIGLIA, Roberto; PICHLER, Flavio (ed.). *Crowdfunding for SMEs – A European Perspective*. London: Palgrave Macmillan, 2016.

CÂMARA, Paulo. A Directiva dos Prospectos: contexto, conteúdo e confronto com o direito positivo nacional. *Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, v. VII, 2007.

_____. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2009.

CAMPBELL JR, Rutheford B. "The Wreck of Regulation D: The Unintended (and Bad) Outcomes for the SEC's Crown Jewel Exemptions" *The Business Lawyer*. Washington DC: New American Bar Association, v. 66, 2011.

CAMPOBASSO, Gian Franco. *Diritto Commerciale 2. Diritto Delle Società*. 9ª ed. Milano: Utet, 2015.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. “As *poison pills* estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade” In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____. *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 4 v., 2008.

_____; AZEVEDO, Antonio Junqueira de (coord.). *Comentários ao Código Civil: parte especial. Do Direito de Empresa. Da Sociedade Personificada – arts. 1052 a 1195*. São Paulo: Saraiva, v. 13, 2003.

_____; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARY, William L. Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware. *Yale Law Journal*. New Haven: The Yale Law Journal Company, v. 83, 1973-1974.

CEREZETTI, Sheila Cristina Neder. Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). *Regulação e Desenvolvimento – Novos Temas*. Malheiros: São Paulo, 2012.

CHEFFINS, Brian R. *Company Law – theory, structure and operation*. Oxford: Oxford University Press, 1997.

CHOI, Stephen J. Gatekeepers and the Internet: Rethinking the Regulation of Small Business Capital Formation. *The Journal of Small & Emerging Business Law*. Portland: Lewis & Clark Law School, v. 1, n. 27, 1998.

_____. Law, Finance, and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets. *Texas Law Review*. Austin: *University of Texas School of Law*, n. 80, 2011-2012.

_____.; PRITCHARD, Adam. C. *Securities Regulation: Essentials*. Aspen: New York, 2008.

_____.; PRITCHARD, Adam. C. *Securities Regulation*. Foundation Press: New York, 2015.

CHURCHILL, Neil C; LEWIS, Virginia. The Five Stages of Small Business Growth. *Harvard Business Review*. Cambridge: Harvard University Press, v. 61, n. 3, 1983. Disponível em: <<https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business-growth>>. Acesso em: 05 dez. 2016.

CLARK, Robert C. Contracts, Elites, and Traditions in the Making of Corporate Law. *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989.

_____. *Corporate Law*, New York, Aspen Law & Business, 1986.

_____. The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Managements Tratises. *Harvard Law Review*. Cambridge: Havard University Press, 1981, v. 94.

COASE, Ronald Harry. The problem of social cost. *The Journal of Law and Economics*. Chicago: University of Chicago, v. 3, 1960.

_____. “The firm, the market and the law” In: COASE, Ronald. *The firm, the market and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

COATES, IV, John C. *Testimony of John C. Coates IV Before the U.S. Senate Subcommittee on Securities, Insurance and Investment on Proposed Securities Law Reforms*. 2011. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1973258>>. Acesso em: 29 out. 2016.

COFFE JR, John. *Spurring Job Growth Through Capital Formation While Protecting Investors – Statement of Professor John C. Coffee, Jr at Hearings Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*. 2011. Disponível em: <http://www.banking.senate.gov/public/_cache/files/d580503c-a7f3-4db5-b9f5-968d03af374f/33A699FF535D59925B69836A6E068FD0.coffeetestimony12111.pdf>. Acesso em: 29 out. 2016

_____. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. New York: Oxford University Press, 2006.

_____. The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role. *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989.

_____. *The Challenge of the Semi-Public Company*, 2013. Disponível em: <<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/04/01/the-challenge-of-the-semi-public-company/>>. Acesso em: 13 nov. 2014.

_____; SALE, Hillary. *Securities regulation: cases and materials*. 12ª ed. New York: Foundation Press, 2012.

COHEN, Paul D. “Securities Trading Via the Internet”. *Stanford Journal of Law, Business and Finance*. Stanford: Stanford University Press, v. 4, 1998.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 01/09*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 nov. 2016.

_____. *Edital de Audiência Pública nº 01/2014*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 nov. 2016.

_____. *Edital de Audiência Pública nº 05/2008*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 nov. 2016.

_____. *Edital de Audiência Pública nº 06/2007*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 nov. 2016.

_____. *Edital de Audiência Pública nº 07./08*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 nov. 2016.

_____. *Edital de Audiência Pública SDM nº 04/16*. 2016. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 nov. 2016.

_____. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016.

_____. *Parecer de Orientação 32, de 30 de setembro de 2005*. 2005. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 26 dez. 2016.

_____. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979.

_____. *Relatório de Análise – Edital de Audiência Pública nº 01/2014 – Processo CVM nº RJ-2013-5756*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 nov. 2016.

_____. *Relatório de Análise SDM – Audiência Pública nº 05/2008*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 nov. 2016.

COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quorum nas assembleias e reuniões do conselho de administração. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. *Aspectos Jurídicos da Macro-Empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

_____. O direito ao dividendo nas companhias fechadas. *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas*. 4ª ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Mariana. Comentários ao artigo 2º da Lei nº 6.385/76. In: PATELLA, Laura; CORDONIZ, Gabriela. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CORRÊA, Osmar Brina. “Cotas preferenciais na sociedade por cotas de responsabilidade limitada” In: *Revista dos Tribunais*. vol. 664. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991. PRADO, Viviane Muller. “As quotas preferenciais no direito brasileiro” In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. V. 5. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

COSTI, Raul. *Il Mercato Mobiliare*. 10ª ed. Torino: G. Giappichelli, 2016.

COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee. *Corporations*. 2nd ed. New York: Aspen Publishers, 2003.

_____; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. *Securities Regulation: Cases and Materials*. 7th ed., New York: Aspen Publishers, 2013.

COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. *Droit des sociétés*. 26ª ed. Paris: Lexis Nexis, 2013.

DAM, Kenneth. *The Law-Growth Nexus – the rule of law and economic development*. Kindle Edition. Washington DC: Brookings Institution Press.

DARMON, Muriel Goldberg. *Le droit de l'introduction en bourse*. Paris: Revue Banque,

2003.

DAVIES, Paul L. *Introduction to Company Law*. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2010.

_____; WORTHINGTON, Sarah. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 9th ed. London: Sweet & Maxwell, 2012.

DAVIS, Kevin E.; TREBILCOCK, Michael J. *The Relationship between Law and Development: Optimists Versus Skeptics* New York University School of Law. Law & Economics Research Paper Series Working Paper No. 08-24., 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1124045>>. Acesso em: 19 mar. 2015.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli. Finance and Economic Development: Policy Choices for Developing Countries. World Bank Policy Research Working Paper 3955, 2006. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/3955.html>>. Acesso em: 31.05.2016.

DENT JR, George W. Dual Class Capitalization: A Reply to Professor Seligman. *The George Washington Law Review*. Washington: The George Washington University, vol. 54, 1985-1986.

DEUTSCHE BÖRSE. *Entry Standard: Tailor-made capital market access for small-caps and mid-caps*. 2005. Disponível em: < <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/blob/1192454/96e9f9a8092d388f854cf7d4ee41a648/data/Entry-Standard-brochure.pdf>>. Acesso em: 26 dez. 2016.

DI SABATO, Franco. *Diritto delle società*. 3^a ed. Giuffrè: Milano. 2011.

DUNLAVY, Collen A. A Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights. *Washington and Lee Law Review*. Lexington, v. 63, n. 4, 2006.

DUTRA, Marcos Galileu. *As Novas Estruturas Organizacionais das Bolsas*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

DYAS, Garteh P.; THANHEISER, Heinz T. *The Emerging European Enterprise – strategy and structure in French and German industry*. London: McMillan, 1976.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private Benefits of Control: An International Comparison*. NBER Working Paper No. 877, Cambridge-MA, 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8711>>. Acesso em: 29 ago. 2016.

EASTERBROOK, Frank. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 74, n. 4, 1984.

EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. The Corporate Contract. *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989.

_____; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. London: First Harvard University Press, 1996.

_____; FISCHER, Daniel R. Voting in Corporate Law. *The Journal Of Law And Economics*. Chicago: The University of Chicago Press, v. 26, n. 2, 1983.

EISENBERG, Melvin A. The Structure of Corporation Law. *Columbia Law Review*. New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989.

_____; COX, James D. *An Introduction to Agency, Partnerships, and LLCs*. 6ª ed. New York: Foundation Press, 2012.

_____; COX, James D. *Corporations and Other Business Organizations, Cases and Materials*. 10ª ed. New York: Foundation Press, 2011.

EIZIRIK, Nelson. “A Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários”. In: EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário – Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. “Emissão Pública de Valores Mobiliários” In: EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. *A Lei das S/A Comentada*. 2ª ed. rev. e ampl. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. *Reforma das S.A & do Mercado de Capitais*. 2ª ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

_____. “‘Underwriting’ de Valores Mobiliários”. In: EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENGERMAN, Stanley L.; SOKOLOFF, Kenneth L. “Factor Endowments, Institutions, and Differential Paths of Growth among New World Economies: A View from Economic Historians of the United States.” In: HABER, Stephen. (ed.) *How Latin America Fell Behind*. Stanford: Stanford University Press, 1997.

ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2ª ed. London: Oxford University Press, 2009.

ERNEST YOUNG. *The JOBS Act: 2015 mid-year update: An overview of implementation and an analysis of emerging growth company trends*. 2015. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/JOBSAct_2015MidYear_CC0419_16September2015/\\$FILE/JOBSAct_2015MidYear_CC0419_16September2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/JOBSAct_2015MidYear_CC0419_16September2015/$FILE/JOBSAct_2015MidYear_CC0419_16September2015.pdf)>. Acesso em: 19 nov. 2016.

EUROPEAN COMMISSION. *Commissions Staff Working Document – Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. 2016. Disponível em: <http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf>. Acesso em: 27 nov. 2016.

_____. *Report of the Expert Group: Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds*. Enterprise and Industry Directorate-General, 2007. Disponível em:

<<http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/3338/attachments/1/translations/en/renditions/native>>. Acesso em: 24 out. 2016.

_____. *Consultation Document: Review of the Prospectus Directive*. Bruxelas, 2015. Disponível em: <http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document_en.pdf>. Acesso em: 01 nov. 2016.

_____. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*. Bruxelas, 2015. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:036c16c7-9763-11e5-983e-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF>. Acesso em: 01 nov. 2016.

EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE; SHEARMAN & STERLING. *Report on the Proportionality Principle in the European Union, European Corporate Governance Institute (ECGI), Institutional Shareholder Services e Shearman & Sterling*, 2006. Disponível em: <http://www.ecgi.org/osov/final_report.php>. Acesso em: 01 set. 2016.

FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco; JONES, Frank J. *Foundations of Financial Market and Institutions*. 4th ed. Boston: Pearson, 2010.

FARGNOL, Jonh P. “The JOBS Act: Investor Protection, Capital Formation, and Employment in an Increasingly Political Economy”. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*. New York: Brooklyn Law School, v. 8, 2013.

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Sociedades Mercantis*. 5^a ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Editora Nacional de Direito, vol. 3 – Sociedades por Quotas de Responsabilidade Limitada, 1958.

FERRI, Giuseppe *La società*. Torino: Utet, 1971.

_____; ANGELICI, Carlo; FERRI, Giovanni B. *Manuale di Diritto Commerciale*. 14^a ed. Milano: Utet, 2015.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*. 2016. Disponível em: <<https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>>. Acesso em: 27 nov. 2016.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *Policy Statement 14/4: The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*. 2014. Disponível em: <<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>>. Acesso em: 27 nov. 2016.

FINK, Andrew. *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act*. 2012. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2046051>>. Acesso em: 26 nov. 2016.

FISCHEL, Daniel R. Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock. *The University of Chicago Law Review*. Chicago: The University of Chicago Press, v. 54, 1987.

FLEISCHER, Holger. A Guide to German Company Law for International Lawyers. In: FLEISCHER, Holger; HANSEN, Jesper Lau; RINGE, Wolf-Georg. *German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2015.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflitos de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed. rev. São Paulo: Malheiros, 2014.

FRANCO, Vera Helena de Mello. “O triste fim das sociedades limitadas no Novo Código Civil” In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, nº. 123, 2001.

FREEMAN, Samuel. Capitalism in the Classical and High Liberal Traditions. In: PAUL, Ellen Frankel; MILLER JR., Fred D.; PAUL, Jeffrey. *Liberalism and Capitalism* (ed.). Cambridge: Cambridge University Press, 2012.

FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Promoting access to primary equity markets. A legal and regulatory approach. *The World Bank Policy Research Working Paper 3.892/2*, 2006.

FRIEDMAN, Milton. *Capitalism and Freedom*. The University of Chicago Press: Chicago, 2002.

GABISON, Garry. *Understanding Crowdfunding and its Regulations*. JRC Science and Policy Report, 2015. Disponível em: <<http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC92482/lbna26992enn.pdf>>. Acesso em: 26 nov. 2016.

GALLAGHER, Daniel M. *Grading the Commission’s Record on Capital Formation: A+, D, or Incomplete?* US SEC. Vanderbilt Law School’s 17th Annual Law and Business Conference. Tennessee, 2015. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/032715-spch-cdmg.html>>. Acesso em: 12 abr. 2015.

_____. *Opening Statement to the March 2015 Meeting of the SEC Advisory Committee on Small and Emerging Companies*. US SEC, 2015. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/statement/2015-statementdmg-030415.html>>. Acesso em: 12.04.2015.

GALLAGHER, Daniel M. *Statement at Open Meeting on Reg A+*. US SEC, 2015. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/statement/032515-ps-dmg-a.html>>. Acesso em: 12 abr. 2015.

_____. *Whatever Happened to Promoting Small Business Capital Formation?*. US SEC, 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370542976550>>. Acesso em: 12 abr. 2015.

GERMAIN, Michel; MAGNIER, Véronique. *Les Sociétés Commerciales*. 21^e. Paris: Lextenso, 2014.

GILSON, Ronald J. Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes. *Virginia Law Review*. Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 73, n. 5, 1987.

_____; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a

Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union. *Stanford Law Review*. Stanford: Stanford University Press, v. 63, 2010-2011.

_____; GORDON, Jeffrey. Controlling Controlling Shareholders. *The University of Pennsylvania Law Review*. Philadelphia: The University of Pennsylvania Law Review, vol. 152, 2003.

_____. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review*. Stanford: Stanford University Press, v. 55, n. 4, 2003.

GIORDANO, Domenico. *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali*. Milano: Giuffrè, 2006.

GOERGEN, Marc; MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc. Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe. *Oxford Review of Economic Policy*. Oxford: Oxford University Press, v. 21, n. 2, 2005.

GOLÇALVES NETO, Alfredo Assis. *Lições de Direito Societário*. 2ª ed. v. 1. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004.

GOLDSMITH, Raymond W., *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press, 1969.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 26ª ed. Atualizadores: Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy; METRICK, Andrew, Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *The Review of Financial Studies*. Oxford: Oxford University Press, v 23, n 3, 2010.

_____; LERNER, Josh. "The Venture Capital Revolution". *Journal of Economic Perspectives*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 15, 2011.

_____; LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*. 2nd ed. Cambridge: The MIT Press, 2006.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito da Empresa*. 3ª ed. rev., atual., e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

_____. Identificação do Tipo. In: GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Tratado de Direito Empresarial. Vol 2 – Empresa Individual de Responsabilidade Limitada e Sociedade de Pessoas* (coord. Modesto Carvalhosa). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

_____. *Quotas Sociais*. In: GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Tratado de Direito Empresarial. Vol 2 – Empresa Individual de Responsabilidade Limitada e Sociedade de Pessoas* (coord. Modesto Carvalhosa). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

_____. Tipos Societários e Classificação. In: _____. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Tratado de Direito Empresarial. Vol 2 – Empresa Individual de*

Responsabilidade Limitada e Sociedade de Pessoas (coord. Modesto Carvalhosa). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

GORDON, Jeffrey N. The Mandatory Structure of Corporate Law. *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989.

_____. Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice. *California Law Review*. Berkeley: University of California, vol. 76, 1988.

GORMAN, Michael; SAHLMAN, William. “What do Venture Capitalists Do?”. *Journal of Business Venturing*. New York: Elsevier, v. 4, 1989.

GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate Control and Idiosyncratic Vision. *The Yale Law Journal*. New Haven: The Yale Law Journal Co., v. 125, 2016.

GRAU, Eros. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 17^a ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2015.

GREENFIELD, Kent. *Democracy and the dominance of Delaware in Corporate Law*, 2004. Disponível em: <<http://scholarship.law.duke.edu/lcp/vol67/iss4/7/>>. Acesso em: 11 jun. 2015.

GRUNDMANN, Stefan. *European Company Law*. 2nd ed. Cambridge: Intersentia, 2012.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sociedade por quotas – Quotas preferenciais” In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº. 94, 1994.

_____. *Comentários ao Código Civil*, no prelo, apud FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *A Sociedade em Comum*. São Paulo: Malheiros, 2013.

_____. *Regime Jurídico do Capital Autorizado*. São Paulo: Saraiva, 1984.

_____. A Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº. 77, 1990

GUINNANE, Timothy; HARRIS, Ron; LAMOREAUX, Naomi R. ROSENTHAL, Jean-Laurent. *Putting The Corporation in its Place*. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, Working Paper 13109, 2007. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w13109>>. Acesso em: 04 abr. 2015.

GUYON, Yves. *Droit des Affaire – Tome 1 : Droit Commercial général et Sociétés*. 12^e édition. Paris : Economica, 2003.

HABER, Stephen. “Political Competition and Economic Growth: Lessons from the Political Economy of Bank Regulation in the United States and Mexico”, 2004. Disponível em: <http://siteresources.worldbank.org/INTPUBSERV/Resources/haber_political.pdf>. Acesso em: 23 jul. 2016.

HAGEDORN, Anja; PINKWART, Andreas. The Financing Process of Equity-Based Crowdfunding: An Empirical Analysis. In: BRÜNTJE, Dennis; GAJDA, Oliver. *Crowdfunding in Europe – State of the Art in Theory and Practice*. New York: Springer,

2016.

HAMILTON Robert. W.; FREER, Richard. *The Laws of Corporations*. 6th ed. St. Paul: West, 2011.

HANNIGAN, Brenda. *Company Law*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2012.

HART, Oliver. Financial Contracting. *Journal of Economic Literature*. Pittsburgh: American Economic Association, vol. 34, n. 4, 2001.

HAYEK, Frederich A. *Law, legislation and liberty: a new statement of the liberal principles of justice and political economy*. vol. 1. London: Routledge, 1983.

_____. *The Constitution of Liberty*. Chicago: University of Chicago Press, 2011.

HAZEN, Thomas Lee. Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure. *North Carolina Law Review*, vol. 90, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1954040>>. Acesso em: 03 abr. 2015.

HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED. *Concept Paper Weighted Voting Rights*, 2014. Disponível em: <<http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082.pdf>>. Acesso em: 06 set. 2014.

_____. *Consultation Conclusions to Concept Paper Weighted Voting Rights*, 2015. Disponível em: <<http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082cc.pdf>>. Acesso em: 27 jun. 2015.

HOOGHIEMSTRA, Sebastiaan; DE BUYSERE, Kristof. “The Perfect Regulation of Crowdfunding: What Should the European Regulator Do?” In: BRÜNTJE, Dennis; GAJDA, Oliver. *Crowdfunding in Europe – State of the Art in Theory and Practice*. New York: Springer, 2016.

HOPT, Klaus. *The German Law of and Experience with the Supervisory Board*. European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 305/2016, 2016. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2722702>>. Acesso em: 10 set. 2016.

HUNT, Emery Kay; LAUTZENHEISER, Mark. *História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica*. Tradução por André Arruda Villela. 3^a ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

_____; SHERMAN, Howard J. *História do Pensamento Econômico*. Tradução por André Jaime Larry Benchimol. 26^a ed. Petropolis: Vozes, 2013

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. *SME Financing Trough Capital Markets – Final Report*. The Growth and Emerging Markets Committee, 2015. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2016

IRTI, Natalino. *L'ordine giuridico del mercato*: Roma: Laterza, 2003.

IVANOV, Vlad; GULLAPALLI, Rachita; BAUGUESS, Scott. *Capital raising in the U.S.:*

An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2014, 2015. Disponível em: <<https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/unregistered-offering10-2015.pdf>>. Acesso em: 29 out. 2016.

JANSON, Nair; MALUF, Rafael Vargas; STIRNBERG, Tobias; CÂMARA, Felipe. Nova 476. *Revista RI*. São Paulo: The Media Group, v. 181, 2005.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: JENSEN, Michael. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2000.

JO WHITE, Mary. *Opening Remarks at Meeting of SEC Advisory Committee on Small and Emerging Companies*. US SEC, 2015. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/statement/opening-remarks-to-acsec.html>>. Acesso em: 12 abr. 2015.

JORDAN, Cally. *International Capital Markets: Law and Institutions*. New York: Oxford University Press, 2014.

KEYNES, Jonh Maynard. The end of laissez-faire. In: *Essays in Persuasion by Jonh Maynard Keynes*. London: Norton & Company, 2011.

KIM, Susanna. Paternalism and Securities Regulation. *Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Forthcoming*; Chapman University, Fowler Law Research Paper No. 15-08, 2015. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2593966>>. Acesso em: 20 jun. 2015.

KING, Robert G.; LEVINE, Ross. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford: Oxford University Press, v. 108, n. 3, 1993.

KLEIN, Peter G. *The Capitalist and the Entrepreneur – Essays on Organizations and Markets*. Ludwig von Mises Institute: Alabama, 2010.

KLÖHN, Lars; HORNUF, Lars; SCHILLING, Tobias. *The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions*. 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2595773>>. Acesso em: 01 dez. 2016.

KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al., *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach*. London: Oxford University Press, 2ª. ed, 2009.

KÜBLER, Friedrich. *Derecho de sociedades*. 5ª ed. rev. e ampl. Traducción: Michèle Klein. Madrid: Fundación Cultural del Notariado, 2001.

LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. *Journal of Political Economy*. Chicago: University of Chicago Press, v. 106, n. 6, 1998.

_____; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei. *The Economic Consequences of Legal Origins*, 2007. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w13608>>. Acesso em: 11 maio 2015.

_____; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Legal Determinants of External Finance*. NBER Working Paper No. 5879, 1997. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5879.pdf>>. Acesso em: 27 mar. 2015.

_____; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor Protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*. Atlanta: Elsevier, vol. 58, 2000.

_____; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei. *What Works in Securities Laws?*. Tuck School of Business Working Paper No. 03-22; AFA 2005 Philadelphia Meetings, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=425880>>. Acesso em: 05 jun. 2015.

_____; SILANES, Florêncio Lopez; e SHLEIFER, Andrei. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*. New York: American Finance Association, vol. 55, 2000.

LA SALA, Gian Paolo. *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*. Torino: G. Giappichelli, 2011.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

LAMY FILHO, Alfredo. Sociedade por Ações e a Empresa. In: *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____. Texto sobre a Reforma da Lei de S.A. In: LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração, Modificações*, Rio de Janeiro, Renovar, 2 vols., 1997.

_____; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. Ação como Participação Societária. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.), *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, vol. 1, 2009.

_____; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. Classes de Companhias. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.), *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, vol. 1, 2009.

_____; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. Estrutura da Companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.), *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, vol. 1, 2009.

LANDIS, James. The legislative history of the securities act of 1933. *The George Washington Law Review*. Washington: The George Washington University, vol. 29, 1959-1960.

LANGEVOORT, Donald C; THOMPSON, Robert B. 'Publicness' in Contemporary Securities Regulation after the JOBS Act. *Georgetown Law Journal – Georgetown Law and Economics Research Paper* No. 12-002, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1984686>>. Acesso em: 14 jun. 2015.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*, 2ª ed., São Paulo, Revista dos Tribunais, 1982.

_____. *Do Direito do Acionista ao Dividendo*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1969.

LEME, Ernerto. *Das Acções Preferenciaes nas Sociedades Anonymas*. São Paulo: Saraiva, 1933.

LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock market development and long run growth. *World Bank Economic Review*, 1996. Disponível em: <<http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-1582>>. Acesso em: 05.04.2015.

_____; ZERVOS, Sara. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 88, n. 3, 1998.

_____. Finance and Growth: Theory and Evidence. *National Bureau of Economic Research*. NBER Working Paper Series, Working Paper 10766, 2005. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10766>>. Acesso em: 30 maio 2016.

LIEB, Barbara Dauner. “L’état du droit positif allemand”. In: MENJUCQ, Michel; FAGES, Bertrand. *Actualité et évolutions comparées du droit allemand et français des sociétés*. Paris: Dalloz, 2010.

LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Peres. “Investimentos *venture capital* e *private equity*: considerações práticas e jurídicas. In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas – aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas-Gen, 2016.

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. 6th ed. New York: Wolters Kluwer, 2011.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 3 vol. 2009.

LYNCH, David. Economic growth and financial sector development. *CBMF Paper n. 10*. Center for Studies in Money, Banking and Finance. North Ryde: Macquarie University, 1994. Disponível em: <<http://www.mafo.mq.edu.au/linkservid/94C3D76E-5056-AF00-5619DD275452AB37/showMeta/0/>>. Acesso em: 05 jun. 2015.

MAHONEY, Paul G. The Common Law and Economic Growth: Hayek Might Be Right. *Journal of Legal Studies*. Chicago: University of Chicago Press, vol. 30, 2003.

MALONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation (Oxford European Union Law Library)*. Oxford: Oxford University Press, Kindle file, 2014.

MANNING, Bayless; HANKS JR., James J. *Legal Capital*. 4th ed. New York: Foundation Press, 2013.

MARCHETTI, Piergaetano. L’autonomia statutaria nella società per azioni. *Rivista delle società*. Milano: Giuffrè, anno 45, v.3-4, 2000.

MARCONDES, Sylvio. “Direito Mercantil e Atividade Negocial no Projeto de Código Civil”. In: MARCONDES, Sylvio. *Questões de Direito Mercantil*. São Paulo: Saraiva, 1977.

_____. “Origem, Evolução e Conceituação das Sociedades de Responsabilidade Limitada”. In: MARCONDES, Sylvio. *Problemas de Direito Mercantil*. São Paulo: Max Limonad, 1970.

_____. Do Conceito de Empresa. In: *Problemas de Direito Mercantil*. São Paulo: Max Limonad, 1970.

MARTIN, Thomas A. *The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd*. 2012. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2040953>>. Acesso em: 29 out. 2016.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. Vol. 3. Rio de Janeiro: Forense, 1979.

_____. *Sociedade por quotas no direito estrangeiro e brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1960.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; VILELA, Renato. *O mercado de ações é útil?* 2016. Disponível em: <<http://jota.info/colunas/jota-inside/o-mercado-de-acoes-e-util-23092016>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. 1. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015.

MCCAHERY, Joseph A.; VERMEULEN, Erik P. M.; HISATAKE, Massato; SAITO, Jun. “The New Company Law: What Matters in an Innovative Economy”. In: MCCAHERY, Joseph A.; TIMMERMAN, Levinus; VERMEULEN, Erik P. M. *Private Company Law Reform – International and European Perspectives*. Hague: T.M.C. Asser Press, 2009.

MEIRELES, Hely Lopes; ALEIXO; DÉLCIO Balestero; BURLE FILHO, José Emmanuel. *Direito Administrativo Brasileiro*. 40^a ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

MENDES, Leilani Dian. *Qualificação jurídica das plataformas de crowdfunding no Brasil: Um estudo de caso da plataforma ‘online’ da Broota Brasil*. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2016.

MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. *Law & Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around the World*. Kindle Edition. Chicago: University of Chicago Press, 2010.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos n°. 196, de 24 de junho de 1976. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp>.

_____. *Os projetos de Lei das Sociedades por Ações e da Comissão de Valores Mobiliários – Palestra Proferida pelo Ministro da Fazenda Professor Mário Henrique Simonsen*. Brasília, 1976.

_____. *Palestras e Conferências* – Min. Mário Henrique Simonsen. Rio de Janeiro, 1974.

MIRANDA VALVERDE, Trajano de. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 3^a ed. Rio de Janeiro: Forense, 3 vol, 1959.

MISES, Ludwig von. *Human Action: A Treatise on Economics*, scholar’s edition. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 1998.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. Corporate income, taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, 1963.

_____; MILLER, Merton. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, 1958.

MONTALENTI, Paolo; BALZOLA, Stefano. *La società per azioni quotata*. Bologna: Zanichelli, 2014.

MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Almedina, 1997.

MUSACCHIO, Aldo. Laws versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890–1950. *Business History Review*. Cambridge: Harvard University Press, v. 82, n. 3, 2008.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; PERES, Fábio Henrique, “Notas Acerca das Quotas no Direito Brasileiro”. In: AZEVEDO, Luís Andre N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Sociedade Limitada Contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013

NENOVA, Tatiana. *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis*. 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=237809>>. Acesso em: 29 ago. 2016.

NUSDEO, Fabio. “Desenvolvimento econômico – Um retrospecto e algumas perspectivas” In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002.

_____. *Fundamentos para uma codificação do Direito Econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995.

OIOLI, Erik Frederico. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2015

_____; AMARAL, José Romeu G. “O conceito de oferta pública como elemento delineador do regime jurídico dos valores mobiliários.” *Revista de Direito das Sociedade e dos Valores Mobiliários*. São Paulo: Almedina, v. 2, 2015.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Lack of Proportionality Between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion, OECD Steering Group on Corporate Governance*, 2007. Disponível em; <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>>. Acesso em: 01 set. 2016.

PALMITER, Alan R. *Securities Regulation*. 6th ed. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014.

PARENTE, Norma. *Tratado de Direito Empresarial. Vol 6 – Mercado de Capitais* (Coord. Modesto Carvalhosa). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of shareholder voting in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France. In: *Business History*. Boca Raton: Taylor & Francis, vol. 55, n. 4, 2014.

_____. *Evolução do Direito Societário*. São Paulo: Saraiva, 2013.

PELA, Juliana Krueger. *As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PICCHI, Flávio Augusto. “A sociedade em conta de participação e os contratos de investimento coletivo: paralelismo e assimetria.” *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 134, 2004.

PICHLER, Flavio; TEZZA, Ilaria. Crowdfunding as a new phenomenon: Origins, Features and Literature Review. In: BOTTIGLIA, Roberto; PICHLER, Flavio (ed.). *Crowdfunding for SMEs – A European Perspective*. London: Palgrave Macmillan, 2016.

PINHEIRO, Armando Castelar. Bancos Públicos no Brasil: para onde ir? In: PINHEIRO, Armando Castelar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. *Mercado de Capitais e Bancos Públicos – análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone Pinheiro; SAVÓIA, José Roberto Ferreira; SECURATO, José Roberto. Basileia III: Impacto para os Bancos no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças*. v. 26, n. 69, São Paulo, 2015.

PISTOR, Katharina; BERKOWITZ, Daniel; RICHARD, Jean-Francois. *Economic Development, Legality and the Transplant Effect*, 1999. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=183269>>. Acesso em: 05 abr. 2012.

_____; RAISER, Martin; GELFER, Stanislav. Law and finance in transition economies. *Economics of Transition*. Hoboken: Blackwell Publishers, vol. 8, 2000.

PITTA, André Grünspun Pitta. Comentários ao artigo 21 da Lei nº 6.385/76. In: PATELLA, Laura; CORDONIZ, Gabriela. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. A Possibilidade de Emissão de Debêntures por Sociedade Limitada Regida Supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações. In: AZEVEDO, Luís Andre N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Sociedade Limitada Contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

_____. Mercado de Acesso: Recentes Evoluções. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (Org.). *Finanças Corporativas – Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. São Paulo: Gen-Atlas, 2016.

_____. *O Regime de Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PRITCHARD, Adam. C. Revisiting “Truth in Securities” Revisited: Abolishing IPOs and Harnessing Private Markets in the Public Good. *Seattle University Law Review*. Seattle: Seattle University School of Law, v. 36, 2012–2013.

RAJAN, Raghuram G; ZINGALES, Luigi. Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 88, n. 3, 1998.

_____.; ZINGALES, Luigi. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*. Atlanta: Elsevier, v. 69, 2003.

REYES, Francisco. *Direito Societário Americano: Estudo Comparativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RIBEIRO, Cinthia Daniela Bertan. “Financial Contracting Choices in Brazil: Does the Brazilian Legal Environment Allow Private Equity Groups to Enter into Complex Contractual Arrangements with Brazilian Companies?”. *Law and Business Review of the Americas*. Dallas: Southern Methodist University, v. 13, 2007.

RIBSTEIN, Larry. “Why Corporations”. *Berkeley Business Law Journal*. Berkeley University: Berklee, vol 1, 2004.

RINGE, Wolf George. Deviations from Ownership-Control Proportionality—Economic Protectionism Revisited in BERNITZ, Ulf U.; RINGE, Wolf George. *Company Law and Economic Protectionism*. Oxford: Oxford University Press, 2011.

RIPERT, Georges. *Aspectos Jurídicos do Capitalismo Moderno*. Tradução de Gilda G. De Azevedo. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1947.

ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo Obrigatório nas Sociedades por Ações Brasileiras*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ROCCA, Carlos Antonio; SILVA, Marcos Eugênio da; CARVALHO, Antonio Gledson. *Mercado de capitais e a retomada do crescimento econômico: os desafios da Bovespa*. São Paulo: Bovespa, 1999.

RODRIGUES, Ushua. Securities Law's Dirty Little Secret. *Fordham Law Review*. New York: Fordham University, v. 81, 2013.

ROE, Mark J. *Legal Origins, Politics and Modern Stock Markets*. Discussion Paper No. 563 11/2006, Harvard Law School Cambridge, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=908972>>. Acesso em: 15 mar. 2015.

_____. J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*. Stanford: Stanford University Press, v. 53, n. 3, 2000.

ROMANO, Roberta. Answering The Wrong Question: The Tenuous Case For Mandatory Corporate Laws. *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989.

_____. *Foundations Of Corporate Law*. 2nd ed. New Jersey: Lexis Nexis, 2006.

_____. *The Genius of American Corporate Law*. Washington: AEI Press, 2003.

ROPPO, Enzo. *O contrato*. Tradução de Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 2009.

SÁ, Paulo. “Produção, Produtividade e Iniciativa Privada”. *Síntese Política, Econômica, Social*. Belo Horizonte: Faculdade Jesuíta de Filosofia e Teologia. v.1, n. 4, 1959.

SAHLMAN, William. “The structure and governance of venture-capital organizations”. *Journal of Financial Economics*. New York: Elsevier, v. 27, 1990.

SALLES, Denise Chachamovitz Leão de. “Das Quotas Preferenciais”. In: AZEVEDO, Luís Andre N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Sociedade Limitada Contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SALOMÃO FILHO, Calixto. “Análise Estruturalista do Direito Societário”. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. “Interesse Social: A Nova Conceção”. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. “Diluição de Controle”. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. “Golden Share”: Utilidade e Limites. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. *Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos*. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

SAMPAIO DE LACERDA, José Cândido. *Manual das Sociedades por Ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1974.

SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. *Economics*. 19th ed. New York: McGraw-Hill, 2010.

SCALZILLI, João Pedro. *Mercado de Capitais – ofertas hostis e técnicas de defesa*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SCHAPIRO, Mario G. Banco de desenvolvimento, regulação e autorregulação: complementariedade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco. In: SCHAPIRO, Mario G.; TRUBEK, David M. *Direito e Desenvolvimento – um diálogo entre os BRICS*. São Paulo: Saraiva, 2012.

_____; TRUBEK, David M. “Redescobrimo o Direito e desenvolvimento: experimentalismo, pragmatismo democrático e diálogo horizontal”. In: SCHAPIRO, Mario G.; TRUBEK, David M. *Direito e Desenvolvimento – um diálogo entre os BRICS*. São Paulo: Saraiva, 2012.

SCHAPIRO, Mary. Letter from Mary L. Schapiro, Chairman, SEC, to U.S. Senators Tim Johnson & Richard C. Shelby I (Mar. 13, 2012). Disponível em: <http://www.aicpa.org/advocacy/issues/downloadabledocuments/404b/3-13-12_secchmschapimlattertojohnson.pdf>. Acesso em: 14 maio 2016.

SCHULZ, Martin; WASMEIER, Oliver. *The Law of Business Organizations – A Concise Overview of German Corporate Law*. Berlin: Springer, 2012.

SCHUMPETER, Joseph A. *The Theory of Economic Development*. Cambridge: Harvard University Press, 1934.

_____. The Creative Response in Economic History. *The Journal of Economic History*. Cambridge: Cambridge University Press, vol. 7, n. 2, 1947.

SCHWIEGER, Elena. Redefining the Private Placement Market after Sarbanes-Oxley: NASDAQ's PORTAL and Rule 144A. *The Business Lawyer*. Washington DC: New American Bar Association, vol. 64, 2008-2009.

SCOTT, Mel; BRUCE, Richard. "Five Stages of Growth in Small Business". *Long Range Planning*. vol. 20, n. 3, 1987.

SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding*. France, 2012. Disponível em: <<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-smsg-59.pdf>>. Acesso em: 01 nov. 2016.

SELIGMAN, Joel. Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy. *The George Washington Law Review*. Washington: The George Washington University, v. 54, 1985-1986.

_____. Historical need for a mandatory corporate disclosure system. *The Journal of Corporation Law*, Iowa City: University of Iowa, v. 9, 1983.

SHANE, Scott A. A General Theory of Entrepreneurship: The Individual–Opportunity Nexus. Cheltenham: Edward Elgar, 2003.

SHERMAN, Ann. Global trends in IPO methods: book building versus auctions with endogenous entry. *Journal of Financial Economics*. Atlanta: Elsevier, v. 78, 2005.

SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*. New York: American Finance Association, vol. 54, 1999.

SIEMS, Mathias M. What Does Not Work in Comparing Securities Laws: A Critique on La Porta et al's Methodology. *International Company and Commercial Law Review*, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=608644>>. Acesso em: 06 jun. 2016.

SILVA, Thiago Mascarenhas de Souza. *O Controle Societário nas Companhias com Investimento de Fundos de Private Equity Listadas na BM&FBOVESPA*. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2010.

SJOSTROM, William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings. *UCLA Law Review*, vol. 56, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>.

SMITH, Adam. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Kindle Edition, 1777.

SPADA, Paolo. Autorità e libertà nel diritto della società per azioni. *Rivista di Diritto Civile*. Padova: Cedam, anno XLII, n. 6, 1996.

STEIN, Kara M. *Supporting Innovation Through the Commission's Mission to Facilitate Capital Formation*. US SEC, Stanford Rock Center for Corporate Governance, Stanford Law School, Stanford, 2015. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/innovation-through-facilitating-capital-formation.html>>. Acesso em 12.04.2015.

STEINBERG, Marc I. *Securities Regulation*. 6th ed. San Francisco: Lexis Nexis, 2013.

STIGLITZ, Joseph E.; WALSH, Carl E. *Introdução à microeconomia*. Tradução por Helga Hoffmann. 3^a ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

_____. E. Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money, Credit and Banking*. Ohio: The Ohio State University, 1985.

STOUT, Lynn A. The Mythical Benefits Of Shareholder Control. *Virginia Law Review*. Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 93, 2007.

STULZ, René M.; WILLIAMSON, Rohan. 2003. "Culture, Openness, and Finance." *Journal of Financial Economics*. Atlanta: Elsevier, vol. 70, 2003.

SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo Ordenador*. São Paulo: Malheiros, 1993.

SZTAJN, Rachel. "Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários". *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, nº 135, 2004.

_____. A Incompletude do Contrato de Sociedade. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*. v. 99, 2004.

_____. *Contrato de Sociedade e Formas Societárias*. São Paulo: Saraiva, 1989.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

_____; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. v. 1. São Paulo: José Bushatsky, 1979.

TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia Privada no Direito Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

TELLECHEA, Rodrigo. Comentários ao artigo 22 da Lei nº 6.385/76. In: PATELLA, Laura; CORDONIZ, Gabriela. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

TEPEDINO, Ricardo. Assembleia Geral. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.), *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, vol. 1, 2009.

THOMPSON, Robert B; LANGEVOORT, Donald C. *Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital-Raising*. Georgetown Public Law Research Paper

No. 12-119; Georgetown Law and Economics Research Paper No. 12-031, 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2132813>>. Acesso em: 11 jun. 2015.

TOLEDO, Paulo F. Campos Sales de. “Poison pill: modismo ou solução?”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

TRUBEK, David M; SANTOS, Alvaro (org.). *The Law and Economic Development: A critical appraisal*. New York: Cambridge University Press, 2006 e DAM, Kenneth. *The Law-Growth Nexus – the rule of law and economic development*. Washington DC: Brookings Institution Press, 2006.

_____. “Max Weber on Law and The Rise of Capitalism”. *Wisconsin Law Review*, 1972. Disponível em: <http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4001>. Acesso em: 24 jul. 2016.

TRUBEK, David, M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; DE SÁ, Paulo Fernandes. *Direito, Planejamento e Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro: 1965-1970*. 2ª ed. São Paulo, Saraiva, 2010.

VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. As Sociedades Limitadas e o Mercado de Capitais. AZEVEDO, Luís Andre N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Sociedade Limitada Contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

VENÂNCIO FILHO, Alberto. *A Intervenção do Estado no Domínio Econômico*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1968.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial – vol. 2: Teoria Geral das Sociedades – As Sociedades em Espécie do Código Civil*. São Paulo: Malheiros, 2006.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordos de Acionistas e a Governança das Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

VITAL, Sebastião Marcos; NESS JR, Walter L. O progresso do mercado brasileiro de capitais: uma avaliação crítica. *Revista de Administração de Empresas*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, v. 13, n. 1, 1973.

WARDE JR, Walfrido; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Regime Especial da Sociedade Anônima Simplificada*. São Paulo: Saraiva, 2013.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Sistema de regulação do mercado de valores mobiliários: para além da informação*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2016.

WIEDEMANN, Herbert. Excerto do “Direito Societário I – Fundamentos”. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009.

WINTER, Jaap. “EU Company Law at the Cross-Roads” In: FERRARINI, Guido; HOPT, Klaus; WINTER, Jaap; WYMEERSCH, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. New York: Oxford University Press, 2004.

WINTER, Ralph. State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation. *The Journal of Legal Studies*. Chicago: University of Chicago Press, vol. 6, 1977.

YAZBEK, Otávio. “Em busca de um regime para os ‘private placements’ no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas – aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas-Gen, 2016.

_____. As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Sociedades Anônimas*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. Crise Financeira e Risco Sistêmico: A evolução recente da regulação sistêmica no Brasil. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua Lima (coord.). *Direito e Economia – 30 anos de Brasil*. t. 2. São Paulo: Saraiva, 2012.

_____. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZANINI, Carlos K. A ‘poison pill’ brasileira. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2010.

ZEIDEL, Michael J. *The Jobs Act: Did it Accomplish Its Goals?*, 2016. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/07/18/the-jobs-act-did-it-accomplish-its-goals/>>. Acesso em: 29 out. 2016.