

FABIANA MENDONÇA MARTINS DE ALMEIDA

**Disciplina jurídica da companhia aberta:
objeto, estrutura e fronteiras**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Prof. Associado Dr. Eduardo Secchi Munhoz

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo – SP
2020**

FABIANA MENDONÇA MARTINS DE ALMEIDA

**Disciplina jurídica da companhia aberta:
objeto, estrutura e fronteiras**

Dissertação 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 Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Associado Dr. Eduardo Secchi Munhoz.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo – SP
2020**

**Disciplina jurídica da companhia aberta:
objeto, estrutura e fronteiras**

Dissertação 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 Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Associado Dr. Eduardo Secchi Munhoz.

Banca Examinadora:

Orientador: Prof. Associado Dr. Eduardo Secchi Munhoz
Universidade de São Paulo

Examinador(a):

Examinador(a):

Examinador(a):

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

Mendonça Martins de Almeida, Fabiana

Disciplina jurídica da companhia aberta: objeto, estrutura e fronteiras ; Fabiana Mendonça Martins de Almeida ; orientador Eduardo Secchi Munhoz -- São Paulo, 2020.

360

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020.

1. Companhia aberta. 2. Mercado de valores mobiliários. 3. Registro de emissor de valores mobiliários. 4. Categorias de registro . 5. Dispensa de registro . I. Secchi Munhoz, Eduardo, orient. II. Título.

AGRADECIMENTOS

Os caminhos da vida me levaram do Rio de Janeiro para São Paulo, dos Pilotis para as Arcadas. Para o Largo de São Francisco, não sem motivo.

Com a viva lembrança de momentos e lições que tanto inspiraram e iluminaram o caminho até a conclusão dessa etapa, dedico meus comovidos agradecimentos:

Ao Professor Eduardo Secchi Munhoz, com imensa gratidão pela acolhida como orientanda e monitora, pelas importantes lições e pela sempre alegre e engrandecedora convivência.

Ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro, pelas preciosas colocações feitas em minha banca de qualificação, pela riqueza do convívio na Faculdade e em seu prestigioso grupo de estudos, e ainda por me recordar de Miller e de Baudelaire. Também aos amigos e mestres que o grupo de estudos reúne, pela estimulante e valiosa troca, em especial nas pessoas de Gabriel Buschinelli e Laura Amaral Patella, pelo constante incentivo.

À Professora Juliana Krueger Pela, também pelas preciosas colocações feitas em minha banca de qualificação, espelhando rara sensibilidade e generosa dedicação. E ainda, em conjunto com a Professora Sheila Cerezetti, pelo inspirador exemplo de liderança e pelas inesquecíveis experiências do curso de “Ensino do Direito Comercial”.

Ao Professor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, com deferência pelas palavras de respeito e seriedade para com a atividade acadêmica que marcaram minha primeira aula nessa casa.

Aos companheiros de pós-graduação, que compartilharam as alegrias e angústias dessa jornada, com felicidade pelos laços cultivados, especialmente nas pessoas de Ana Carolina Weber, Mariana Martins-Costa Ferreira e Maria Beatriz Grella Vieira.

Ao Professor Marcelo Fernandez Trindade, pelas generosas e determinantes lições, na vida, na academia e na prática profissional, pelo exemplo de dedicação e respeito que incute pelo magistério e pela advocacia, e pelo privilégio da convivência, com a admiração de aluna, sempre.

Também em conjunto com os companheiros da Trindade Sociedade de Advogados, Pedro Testa, Philippe Medeiros, Thiago Tannous, André Pitta, João Maion, Lucas Camargo, Bruno de Lara Resende, Gabriela Codorniz, Rafael Salles, Marcos Pinto, Ademar Vidal, João

Siqueira, Marília Lopes, Luiza de Paula, Ricardo Castorri e Eduardo Oliveira, pelo apoio irrestrito e pelos inestimáveis ensinamentos diários, nesses mais de dez anos de trajetória, com profundo respeito e admiração.

Aos meus pais e também Professores, Gilberto e Patricia, pelas lições mais fundamentais, pelo exemplo de fé e doação e pelo incansável amparo. Também à minha irmã, Victoria, motivo maior de alegria e orgulho, pela cumplicidade. E a Eugenia, pelo apoio constante.

A dois grandes incentivadores, Galeno Martins de Almeida e Alirio Lins de Medeiros, por “só coisas boas”, com eterna saudade.

Ao meu marido, Philippe, pelo aprendizado diário sobre as coisas mais valiosas e por me apresentar a uma capacidade de amor e companheirismo, de honestidade e lealdade, de devoção e renovação, ilimitada.

A todos, e à velha e sempre nova Academia de Direito, muito obrigada.

RESUMO

Esta dissertação é dedicada ao estudo da disciplina jurídica da companhia aberta inaugurada pelas Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, com foco na identificação de seu objeto e na análise de sua estrutura. Nesse intuito, busca promover uma análise panorâmica da matéria, para então examinar de maneira mais aprofundada as normas legais e regulamentares que escoram as *fronteiras* dessa disciplina, notadamente (i) as normas sobre o registro de emissor e o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, em atenção ao sentido e alcance da admissão à negociação de valores mobiliários nesse mercado, que determina o enquadramento como companhia aberta, de acordo com a definição legal; (ii) aquelas voltadas a tratar diferentemente as diferentes companhias abertas, conforme as espécies de valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação e o seu porte, que erigem *fronteiras internas* dentro dessa disciplina; e (iii) aquelas que permitem a ampliação do acesso a esse mercado por companhias não registradas como abertas, gerando um movimento quase que de erosão das *fronteiras externas* dessa disciplina. O tema adquiriu maior complexidade na medida em que o universo de normas aplicáveis às companhias abertas foi continuamente alterado e ampliado para fazer face à realidade. Deste quadro resulta uma nova e mais ampla taxonomia, que, por sua vez, revela um distanciamento da antiga dicotomia absoluta entre companhias abertas e fechadas que originalmente pautou a definição do objeto e da estrutura dessa disciplina. Espera-se contribuir para a elucidação desse quadro, em especial no tocante aos critérios para enquadramento como companhia aberta, bem como para a promoção de reflexão em torno dos contornos dessa disciplina jurídica, inclusive quanto aos novos caminhos que a ela se apresentam.

Palavras-chave: Direito societário – Direito do mercado de valores mobiliários – companhia aberta – admissão à negociação – categorias de registro – dispensa de registro

ABSTRACT

This dissertation provides an analysis concerning the legal discipline on public companies, focusing on the investigation of its underlying object and on the examination of its structure, as introduced by Brazilian Laws No. 6,385/1976 and 6,404/1976. In this regard, it initially provides a panoramic overview of the subject matter and subsequently explores cornerstone legal and regulatory provisions that determine this discipline's boundaries, namely *(i)* the rules on the registration of securities issuers and on the registration of public offerings, with due regard to the definition and scope of the admission to trading on regulated securities markets, upon which the legal discipline governing public company applies; *(ii)* those designed to adapt the legal discipline on public companies according to the type of securities admitted to trading and according to their stature, thereby establishing internal boundaries within this body of rules; and *(iii)* those that enable access to regulated securities markets by non-registered companies, ultimately reshaping this discipline's external boundaries. New layers of complexity amassed as the body of rules governing public companies was continually adjusted and amended to address the ongoing reality. A new and more diverse taxonomy arises therefrom, that in turn reveals a departure from the outmoded dichotomy between public and private companies that originally dictated the object and the structure of the governing discipline. Accordingly, this dissertation aims to contribute towards the elucidation of the current legal framework governing public companies, particularly regarding applicable classification criteria, as well as to encourage further reflection on this discipline's overall contours and on the several paths available in this legal field.

Keywords: Corporate law – securities regulation – public companies – admission to trading – registration categories – registration exemption

TABELA DE ABREVIACOES

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
AMF	<i>Autorit� des Marchés Financiers</i>
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
BACEN	Banco Central do Brasil
BDR	Certificados de depósito de valores mobiliários (<i>Brazilian Depositary Receipts</i>)
CCB	Cédula de Crédito Bancário
CEPAC	Certificados de Potencial Adicional de Construção
CIC	Contrato de Investimento Coletivo
CMN	Conselho Monetário Nacional
CPF	Cadastro de Pessoas Físicas
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentac�o ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira
COE	Certificado de Operações Estruturadas
CONSOB	<i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i>
CRA	Certificados de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas
EUA	Estados Unidos da América
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FIP	Fundos de Investimento em Participações
FSA	<i>Financial Services Authority</i>
IBDF	Instituto Brasileiro de Desenvolvimento Florestal
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
IPCA	�ndice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
ITR	Formulário de Informações Trimestrais
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>
NCA	Nota Comercial do Agronegócio

NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
PIB	Produto Interno Bruto
SDM	Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SRE	Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	15
PARTE I OBJETO E ESTRUTURA	25
CAPÍTULO 1 A COMPANHIA ABERTA E O DIREITO	27
1.1 Origens históricas	27
1.2 Companhias abertas e fechadas	29
1.2.1 Reino Unido	32
1.2.2 Estados Unidos da América	36
1.2.3 França	42
1.2.4 Itália	45
1.2.5 Portugal	48
1.3 A companhia aberta e o Direito societário	51
1.4 A companhia aberta e o Direito do mercado de valores mobiliários	55
CAPÍTULO 2 A COMPANHIA ABERTA NO DIREITO BRASILEIRO (I): ANTES DA REFORMA DE 1976	59
2.1 As companhias e o mercado de capitais brasileiros (até 1976)	59
2.2 Disciplina da companhia	67
2.2.1 Disciplina da lei societária (Decreto-lei n. 2.627/1940)	67
2.2.2 Listagem obrigatória? (Decreto-lei n. 9.783/1946)	73
2.2.3 Disciplina complementar da lei do mercado de capitais (Lei n. 4.728/1965)	74
2.3 Disciplina do acesso ao mercado de capitais	75
2.3.1 Disciplina da lei do mercado de capitais (Lei n. 4.728/1965)	75
2.3.2 Posterior regulamentação do registro (Resolução n. 88/1968)	79
2.4 Disciplina da <i>sociedade anônima de capital aberto</i>	82
2.4.1 Disciplina da lei sobre imposto de renda (Lei n. 4.506/1964)	82
2.4.2 Disciplina superveniente da lei do mercado de capitais (Lei n. 4.728/1965)	84
2.4.3 Novos contornos (Resoluções n. 16/1966 e 106/1968)	85
2.4.4 Posterior consolidação (Resolução n. 457/1977)	90
CAPÍTULO 3 A COMPANHIA ABERTA NO DIREITO BRASILEIRO (II): A PARTIR DA REFORMA DE 1976	93
3.1 Disciplina da companhia aberta: o marco legal de 1976	93
3.1.1 Estudos preliminares	93
3.1.2 Objetivos e fundamentos da reforma	99
3.1.3 Ponto fulcral: a definição legal de companhia aberta	109
3.2 Disciplina societária da companhia aberta	116
3.2.1 Contornos originais da lei societária (Lei n. 6.404/1976)	116
3.2.2 Reforma de 1997 (Lei n. 9.457/1997)	121
3.2.3 Reforma de 2001 (Lei n. 10.303/2001)	124
3.2.4 Alterações posteriores	130
3.3 Disciplina do mercado de valores mobiliários	133
3.3.1 Contornos originais da lei do mercado de valores mobiliários (Lei n. 6.385/1976)	133
3.3.2 Reforma de 1997 (Lei n. 9.457/1997)	137
3.3.3 Reforma de 2001 (Lei n. 10.303/2001 e outros)	139
3.3.4 Alterações posteriores	143
3.4 As companhias e o mercado de capitais brasileiros (após 1976)	144

PARTE II FRONTEIRAS DA DISCIPLINA.....	161
CAPÍTULO 1 O REGISTRO E AS FRONTEIRAS	163
1.1 Sistema dual de registro	163
1.1.1 Registro de emissor de valores mobiliários	167
1.1.2 Registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.....	176
1.1.3 Listagem e admissão à negociação em mercado organizado.....	182
1.2 Companhia aberta: valores mobiliários “admitidos à negociação”?	187
1.2.1 Divergência doutrinária: conceito formal ou material?	187
1.2.2 O registro como requisito de admissão à negociação, <i>de lege data</i>	193
1.2.3 O registro como requisito de admissão à negociação, <i>de lege ferenda</i>	200
1.3 Registro de companhia aberta “de prateleira”	202
CAPÍTULO 2 FRONTEIRAS INTERNAS	207
2.1 Notas preliminares: um problema de origem	207
2.1.1 Traços originais da disciplina: dicotomia absoluta.....	207
2.1.2 Uma face do problema: espécies de valores mobiliários admitidos à negociação....	208
2.1.3 Outra face do problema: diferenças de porte	211
2.2 Disciplina da companhia aberta conforme as espécies de valores mobiliários admitidos à negociação.....	212
2.2.1 Categorias de registro de companhia aberta (artigo 4º, §3º da Lei n. 6.404/1976)...	212
2.2.2 Regulamentação das categorias de registro (Instrução CVM n. 480/2009).....	221
2.2.2.1 Discussões preliminares (Audiência Pública SDM n. 07/08).....	221
2.2.2.2 Categoria A	226
2.2.2.3 Categoria B.....	232
2.2.2.4 Adaptação ao regime de categorias de registro	237
2.2.2.5 Conversão de categoria de registro.....	237
2.2.3 Reformas adicionais à disciplina legal da companhia aberta.....	241
2.2.4 Considerações finais	243
2.2.4.1 Companhia aberta: “aberta” para quem?	243
2.2.4.2 Companhias com valores mobiliários de dívida admitidos à negociação.....	245
2.3 Disciplina da companhia aberta conforme o seu porte	248
2.3.1 Histórico regulatório	248
2.3.2 Futura categoria C?.....	255
2.3.3 Iniciativa frustrada (Medida Provisória n. 881/2019).....	257
2.3.4 Considerações finais	261
CAPÍTULO 3 FRONTEIRAS EXTERNAS	265
3.1 Notas preliminares: mais uma vez, um problema de origem	265
3.1.1 Exceções ao sistema dual de registro.....	265
3.1.2 Uma face do problema: dispensa de registro	266
3.1.3 Outra face do problema: registro paralelo	268
3.2 Disciplina das companhias que acessam o mercado sob dispensa de registro	268
3.2.1 Dispensa de registro (artigos 19, §5º e 21, §6º da Lei n. 6.385/1976).....	268
3.2.2 Regulamentação da dispensa de registro pela CVM.....	270
3.2.2.1 Histórico regulatório.....	270
3.2.2.2 Ofertas públicas distribuídas com esforços restritos (Instrução CVM n. 476/2009)	275
3.2.2.2.1 Dispensa de registro.....	275
3.2.2.2.2 Contrapartida: esforços restritos	280
3.2.2.2.3 Distribuição de valores mobiliários de dívida	284
3.2.2.2.4 Distribuição de valores mobiliários de capital.....	287
3.2.2.2.5 Disciplina do emissor (não registrado).....	292
3.2.2.3 Ofertas públicas de <i>crowdfunding</i> de investimento (Instrução CVM n. 588/2017)	295
3.2.2.3.1 Dispensa de registro.....	295
3.2.2.3.2 Contrapartida: novas restrições.....	300
3.2.2.3.3 Disciplina da sociedade empresária de pequeno porte.....	302
3.2.3 Considerações finais	305
3.2.3.1 Acesso ao mercado por companhia não registrada: antinomia aparente?.....	305

3.2.3.2	A dispensa de registro, <i>de lege data</i>	306
3.2.3.3	A dispensa de registro, <i>de lege ferenda</i>	311
3.3	Disciplina das companhias incentivadas.....	315
3.3.1	Origem.....	315
3.3.2	Tratamento lateral na reforma de 1976 (artigo 299 da Lei n. 6.404/1976)	317
3.3.3	Disciplina do mercado de títulos e valores mobiliários incentivados (Decreto-lei n. 2.298/1986)	318
3.3.4	Disciplina das companhias incentivadas (Instrução CVM n. 265/1997).....	321
3.3.5	Considerações finais.....	327
CONCLUSÃO		333
REFERÊNCIAS.....		345

INTRODUÇÃO

Companhia: aberta?

O que é a companhia aberta segundo o Direito brasileiro?

Como resposta imediata, dir-se-ia provavelmente que a companhia aberta é aquela cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. Afinal, é essa a definição consagrada há décadas em nossa legislação.

Porém, essa resposta não parece suficiente a fazer cessar a curiosidade.

Ao insistir-se na pergunta, nota-se então que essa definição legal estabelece uma dicotomia entre companhias abertas e fechadas e funciona como ponto terminal de regras¹, atraindo a incidência de disciplina jurídica própria.

Contudo, daí surgem novas perguntas, de modo que a complexidade da pergunta original começa a se revelar: Que conjunto de regras é esse aplicável às companhias abertas e por quê essas regras incidem a partir da admissão de valores mobiliários de sua emissão à negociação nesse mercado? O que exatamente constitui a admissão à negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia? A admissão à negociação, ou a efetiva negociação, de toda e qualquer espécie de valores mobiliários sujeita as companhias emissoras ao mesmo conjunto de regras? E ainda, ficam as companhias abertas sujeitas ao mesmo conjunto de regras independentemente de características como o seu porte, ou da forma e intensidade com que acessam esse mercado? É possível que as companhias acessem o mercado de valores mobiliários sem a atração dessa disciplina?

Por sua vez, essas novas perguntas dão pistas de como o tratamento originalmente conferido às companhias abertas pelo Direito brasileiro foi posto em questão pela realidade subjacente. Apontam, ainda, para a complexidade que o tema foi adquirindo na medida em que, para

¹ Adota-se aqui a expressão empregada por Celso Antonio Bandeira de Mello ao tratar do conceito de “serviço público”, no sentido de que “*toda e qualquer noção jurídica (...) só tem préstimo e utilidade se corresponder a um dado sistema de princípios e regras; isto é, a um regime, uma disciplina peculiar. (...) Eis, pois, que um conceito jurídico é necessariamente um ponto terminal de regras, um termo relacionador de princípios e normas.*” (cf. BANDEIRA DE MELLO, Celso Antonio. *Prestação de serviços públicos e administração indireta*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973. p. 18) Ainda sobre os conceitos jurídicos indeterminados, destacando a definição supracitada: GRAU, Eros Roberto. Os conceitos jurídicos e a doutrina real do Direito. In: *Revista da Faculdade de Direito*, Universidade de São Paulo, vol. 77, 1982. p. 233.

fazer face à realidade, o universo de normas aplicáveis às companhias abertas foi continuamente alterado e ampliado.

Referimo-nos, em primeiro lugar, às *fronteiras internas* erigidas dentro dessa disciplina, a partir da adoção de medidas voltadas a tratar diferentemente as diferentes companhias abertas. Destaca-se, nesse sentido, a instituição de diferentes categorias de registro de companhia aberta, cada qual sujeita a subconjuntos específicos de regras.

Em segundo lugar, referimo-nos às medidas adotadas para ampliar o acesso ao mercado de valores mobiliários a outros emissores que se organizem sob a forma de sociedade anônima mas que não possuam registro de companhia aberta, gerando um movimento quase que de erosão das *fronteiras externas* daquela disciplina. Em especial, ressalta-se a permissão para a realização de ofertas públicas de valores mobiliários sob dispensa de registro.

Não surpreende, portanto, que o quadro atual cause perplexidade e provoque novas indagações quanto a essas *fronteiras internas e externas*. Afinal, delas decorre uma nova e complexa taxonomia, que, como produto histórico-jurídico, resulta de escolhas feitas com maior ou menor fundamento na realidade². Nessa perspectiva, o termo *fronteira* é aqui empregado no intuito de situar esses movimentos, destacando os diferentes espaços construídos pelo Direito, dentro ou no entorno desse campo, e assim propondo reflexão sobre o tema a partir da articulação de diferentes linhas divisórias.

Posto que essas inovações foram introduzidas sob a égide de uma disciplina pautada e estruturada em torno da dicotomia entre companhias abertas e fechadas – tanto assim que a definição legal de companhia aberta permanece essencialmente inalterada, do ponto de vista formal –, não é desprezível o esforço de interpretação que por vezes se faz necessário à adequada compreensão e aplicação das normas dessa disciplina.

Soma-se a isso o fato de que a conjugação das novas normas que determinam as *fronteiras internas e externas* dessa disciplina amplia a gama de possibilidades de acesso ao mercado

² A reflexão tem inspiração na afirmação de Pierre Bourdieu de que “*fronteira nunca é mais do que o produto de uma divisão a que se atribuirá o maior ou menor fundamento na 'realidade' segundo os elementos que ela reúne, tenham entre si semelhanças mais ou menos numerosas e mais ou menos fortes (dando-se por entendido que se pode discutir sempre acerca dos limites de variação entre os elementos não idênticos que a taxinomia trata como semelhantes).*” (cf. BOURDIEU, Pierre. *O Poder Simbólico*. Trad. Fernando Tomaz. 11. ed. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2007. p. 114-115) Pontua-se aqui a importância de se enxergar a disciplina jurídica da companhia aberta, como produto histórico-jurídico, sob ótica mais ampla, que permita a compreensão de sua dimensão sociológica. Dentro de suas limitações de escopo e de metodologia, o presente estudo será desenvolvido de maneira atenta às transformações vividas nesse período de transição da sociedade moderna para a contemporânea, buscando compreender e situar as marcas da contemporaneidade que esse exercício revela.

de valores mobiliários pelas companhias no país, revelando uma concorrência entre arranjos jurídicos não necessariamente simétricos.

Os comentários e questionamentos aqui brevemente derivados da pergunta que abre este Capítulo introduzem as principais questões que esta dissertação pretende abordar ao examinar o objeto, a estrutura e as fronteiras da disciplina jurídica da companhia aberta.

Delimitação do tema e sua relevância

A pergunta inicialmente formulada – “*O que é a companhia aberta segundo o Direito brasileiro?*” – carrega consigo um importante pressuposto, que delimita os objetivos desta dissertação.

A companhia aberta é elemento da realidade social que poderia ser estudado sob diferentes dimensões, sendo o Direito apenas uma dessas múltiplas facetas. O pressuposto da referida pergunta é exatamente que a companhia aberta *existe* no Direito brasileiro, como uma *construção jurídica* por assim dizer, produto do conjunto de normas sobre o tema.

É nesse sentido que esta dissertação se concentra na *disciplina jurídica* da companhia aberta³. Trata-se, essencialmente, de uma tentativa de retratar a companhia aberta em sua dimensão jurídica, que parte da inevitável indagação quanto aos propósitos segundo os quais o Direito se ocupa desse objeto, para então estudar como se desenha sua disciplina normativa⁴.

³ O termo “disciplina jurídica” é aqui empregado para designar um sistema ou corpo de normas jurídicas destinado a disciplinar, de maneira específica, um dado objeto – no caso desta dissertação, a companhia aberta. Ainda que essa disciplina seja composta por normas de ordens distintas e pertencentes a diferentes diplomas, entendemos que merecem ser estudadas de maneira unitária e sistemática, em vista de seu objeto e objetivos comuns, e por motivo de ordem pragmática – isto é, para permitir a adequada compreensão e análise do tratamento conferido às companhias abertas pelo Direito brasileiro, independentemente e sem que com isso se pretenda adentrar eventual discussão quanto à autonomia dessa disciplina como ramo do Direito.

⁴ Dito isso, cumpre ressaltar que a pergunta original (“*O que é a companhia aberta segundo o Direito brasileiro?*”) não é tecnicamente precisa, e foi aqui formulada no intuito exclusivo de elucidar o raciocínio que conduz à delimitação do objeto e dos objetivos desta dissertação. Como bem aponta Alf Ross, perguntas desse tipo (“*O que é...?*”) podem ser adequadas para uma descrição detalhada de um objeto ao qual se refere uma palavra cujo significado está acima de qualquer dúvida (“*O que é a água?*”), mas não o são quando o que se pretende é precisamente estabelecer o sentido de uma *expressão* (“*O que é o Estado?*”). (cf. ROSS, Alf. Sobre los conceptos de “estado” y “órganos del estado” en derecho constitucional. In: *El concepto de validez y otros ensayos*. Buenos Aires: Centro Editor de America Latina, 1969. p. 85) Não há dúvida de que o objeto desta dissertação pertence ao segundo grupo. Nesse ponto, é pertinente a observação de Eros Grau de que os conceitos jurídicos são usados não para definir essências, e sim para permitir a aplicação de normas jurídicas. (cf. GRAU, Eros Roberto. Os conceitos jurídicos e a doutrina real do Direito. In: *Revista da Faculdade de Direito*, Universidade de São Paulo, vol. 77, 1982. p. 233)

Notadamente, concentra-se esta dissertação na estrutura normativa inaugurada com o marco legal de 1976. Frutos de um mesmo esforço histórico-político, as Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 consagraram a já mencionada dicotomia entre companhias abertas e fechadas e lançaram as bases de sua disciplina normativa⁵.

É importante ressaltar que o retrato a que se dedica esta dissertação será traçado com o olhar voltado sobretudo aos contornos da disciplina jurídica da companhia aberta, sem a pretensão de descrever e analisar em destalhes cada uma das normas que a integram. Este estudo mira especialmente certos denominadores comuns dessas normas e o modo como elas se estruturam e se relacionam, donde surgem questões que não se esgotam na análise individualizada e sequencial dessas normas – na verdade, a antecedem.

Nesse desígnio, serão estudadas mais detidamente as *fronteiras internas e externas* da disciplina jurídica da companhia aberta, exercício esse de particular importância à análise do tema, visto que a taxonomia que dele resulta acusa, a nosso ver, tratamento por vezes assimétrico, ou mesmo assistemático, pelo Direito brasileiro. Desse quadro exsurtem interessantes questões relacionadas à validade das normas que escoram essas fronteiras e à correspondência de normas específicas com os fins que as inspiram⁶, assim como à unidade e coerência interna dessa disciplina⁷.

⁵ Não obstante, para ilustrar as raízes e relevância da reforma de 1976, os antecedentes normativos da disciplina da companhia aberta serão estudados no Capítulo 2 da Parte I. Ressalva-se que este estudo promove análise parcial da Lei n. 6.404/1976, concentrando-se nas regras dedicadas exclusivamente às companhias abertas, às quais, não obstante, aplica-se também seu regime comum. Não serão examinados os dispositivos daquele diploma dedicados às sociedades em comandita por ações. Também da Lei n. 6.385/1976 este estudo promove análise parcial, concentrando-se nos dispositivos aplicáveis às companhias abertas, sem se aprofundar nas regras que regem os demais participantes e estruturas do mercado de valores mobiliários. Ademais, este estudo se dedica mais às regras que regem o acesso e a permanência das companhias no mercado de valores mobiliários do que naquelas que regem a eventual saída desse mercado. Não integram o escopo de análise normas de natureza fiscal ou outras que incidam em função da configuração como companhia aberta, exceção feita àquelas referidas no Capítulo 2 da Parte I.

⁶ O termo “validade” (ou “vigência”) é aqui empregado em referência à existência da norma enquanto tal, o que envolve uma investigação tipicamente jurídica quanto à competência de quem a emanou, se não foi revogada e se não é incompatível com outras regras (isto é, se não houve revogação implícita). (cf. BOBBIO, Norberto. *Teoria da Norma Jurídica*. 3^a ed. Bauru: Edipro, 2005. p. 46-47; REALE, Miguel. *Lições preliminares de Direito*. 27^a ed. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 105 et seq.) Já a análise da correspondência entre determinada norma e os fins que a inspiram poderia, no limite, levar a uma investigação tipicamente filosófica em torno da justiça (cf. BOBBIO, Norberto. *Teoria da Norma Jurídica*. 3^a ed. Bauru: Edipro, 2005. p. 51-52), incompatível com a metodologia desta dissertação e com suas limitações de escopo. Portanto, o escopo de análise abrangerá a perquirição das finalidades que inspiram as normas que disciplinam as companhias abertas, preliminar e complementarmente à análise formal dessas normas, evitando discussões de natureza deontológica e restringindo-se à indagação quanto à aptidão de normas específicas à realização de tais fins. Em síntese, não serão objeto de questionamento os fins perseguidos, e sim os instrumentos jurídicos empregados para a consecução de tais fins.

⁷ Cf. BOBBIO, Norberto. *Teoria de Ordenamento Jurídico*. 10^a ed. Brasília: Universidade de Brasília, 1999. p. 34 et seq.

A esta altura é forçoso reconhecer que a companhia aberta não tem mais o mesmo protagonismo que teve à época do marco legal de 1976, dada a posterior ampliação do mercado de valores mobiliários brasileiro a outros emissores, e mesmo o crescimento relativo do mercado de títulos corporativos – aquém do esperado, poder-se-ia dizer, especialmente no tocante ao mercado acionário⁸. Por que, então, dedicar-se a tão delimitado tema?

A redução do protagonismo original da companhia aberta serve de ponto de partida para a resposta a essa indagação. Afinal, como se demonstrará no curso deste trabalho, diversas das questões identificadas a partir do estudo da disciplina jurídica da companhia aberta decorrem de, ou de alguma maneira se relacionam com, os caminhos adotados pelo Direito brasileiro para permitir e incentivar essa ampliação. Ou seja, esse movimento não reduz a importância do objeto de estudo, e sim nele se insere na medida em que contribuiu para moldar as atuais feições dessa disciplina.

Esse retrato da disciplina jurídica da companhia aberta apresenta desafios que lhe são peculiares. Evidentemente, isso não quer dizer que questões semelhantes não se imponham quanto à disciplina jurídica afeta aos demais emissores de valores mobiliários, nem que novas questões não surjam da comparação destas com a disciplina jurídica da companhia aberta. Essas são questões importantes, mas que pertencem a retratos individuais dos diferentes emissores, ou de seu conjunto, enquanto esta dissertação pretende servir tão somente de passo inicial para a construção desse quadro, concentrando o seu campo de visão na companhia aberta.

Com isso, pretende-se fomentar o aprofundamento da análise de questões próprias à disciplina jurídica da companhia aberta, que, apesar de sua relevância prática, permanecem pouco exploradas pela doutrina sob a ótica aqui proposta e merecem ser debatidas e esclarecidas, a bem da adequada compreensão e da reflexão sobre o tema.

Essa abordagem é pautada primordialmente pela preocupação com a promoção de segurança

⁸ Vide item 3.4 do Capítulo 3 da Parte I. Em paralelo, outros mercados regulados pela CVM – como, por exemplo, os mercados de fundos de investimento e de derivativos – cresceram sobremaneira, tanto em volume quanto em complexidade. Para dados sobre esse crescimento, ver: CVM. Planejamento Estratégico: construindo a CVM de 2023. Versão 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 08 jul. 2019. Como comenta Trindade, “[o] sentido e o limite das expressões mercado financeiro, mercado de capitais e mercado de valores mobiliários está longe de ser unívoco”, sendo que a distinção entre os dois últimos termos “é menos clara na prática” (cf. TRINDADE, Marcelo. Processo sancionador na CVM: limites e possibilidades. In: *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 481). Isso posto, serão empregados ambos os termos neste trabalho em referência ao mercado em que são publicamente transacionados os títulos corporativos, o último deles designando mais especificamente o perímetro traçado pela Lei n. 6.385/1976.

jurídica em torno das normas que regem as companhias abertas, *de lege data*. Bem se sabe que o enquadramento como companhia aberta atrai a incidência de um conjunto específico e mais oneroso de normas; porém, como ilustram as indagações aventadas acima, essa classificação comporta nuances que não se esgotam na simples referência ao critério de distinção binário da definição legal de companhia aberta. Espera-se, portanto, contribuir para a elucidação desse quadro, explorando as aparentes zonas cinzentas quanto à sua delimitação.

A relevância prática do estudo do tema é ilustrada pelos números mais recentes do mercado de valores mobiliários brasileiro, que provocam reflexão sobre a disciplina da companhia aberta e os desafios que a ela se apresentam, com destaque para os seguintes, que serão retomados no curso deste trabalho⁹:

- O número de companhias abertas com registro ativo segue em queda, de 647 em 2013 para 607 em novembro de 2019. Em dezembro de 2018, havia apenas 333 companhias abertas com registro ativo e ações negociadas em bolsa de valores;
- Além disso, foram poucas, em número e volume, as ofertas públicas iniciais de ações realizadas no Brasil nos últimos anos¹⁰;
- Contudo, no período de 2013 a novembro de 2019, houve um aumento do volume de capitalização de mercado das companhias de R\$ 2,4 trilhões para R\$ 4,4 trilhões;
- As ofertas públicas com esforços restritos atualmente superam, em quantidade e volume, as ofertas públicas registradas¹¹. Mais especificamente, as ofertas públicas com esforços restritos de debêntures superam, em quantidade e volume, as ofertas públicas (registradas e com esforços restritos) de ações¹²;

⁹ Vide item 3.4 do Capítulo 2 da Parte I. Exceção feita aos dados do último subitem, os demais dados citados a seguir foram extraídos de levantamento divulgado pela própria CVM. (cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020)

¹⁰ Em 2011, houve 1.717 ofertas públicas iniciais de distribuição de ações, no volume total US\$ 183,1 bilhões, das quais apenas onze, no volume total de US\$ 4,3 bilhões, ocorreram em bolsa de valores no Brasil. Em 2018 o quadro não foi muito diferente: apenas três ofertas públicas iniciais de distribuição de ações, no volume total US\$ 2 bilhões, foram realizadas em bolsa de valores no Brasil, de um total mundial de 1.617 ofertas no volume total de US\$ 211,3 bilhões.

¹¹ Em 2018, houve 76 ofertas registradas sob a Instrução CVM n. 400/2003 e 991 ofertas com esforços restritos sob a Instrução CVM n. 476/2009, somando, respectivamente, R\$ 33,5 bilhões e R\$ 243,6 bilhões. Em 2019, até o mês de novembro houve 108 ofertas registradas sob a Instrução CVM n. 400/2003 e 964 ofertas com esforços restritos sob a Instrução CVM n. 476/2009, somando, respectivamente, R\$ 82,4 bilhões e R\$ 309,5 bilhões.

¹² Em 2018, houve cinco ofertas registradas e 346 ofertas com esforços restritos de debêntures, somando, respectivamente, R\$ 2,7 bilhões e R\$ 146,4 bilhões. No mesmo período, houve apenas três ofertas registradas e duas ofertas com esforços restritos de ações, somando, respectivamente, R\$ 4,4 bilhões e R\$ 6,8 bilhões. Em

Do total de ofertas públicas com esforços restritos de debêntures realizadas nos últimos anos, boa parte teve por emissores companhias de capital fechado¹³.

Em vista desse quadro, não surpreende que estejam na ordem do dia discussões diversas em torno de medidas voltadas a promover o desenvolvimento desse mercado e a diminuição do custo regulatório de seus participantes¹⁴, que poderão brevemente se materializar por reformas em sede regulamentar¹⁵. Soma-se o fato de medidas correlatas terem sido propostas por meios outros, como Medidas Provisórias, no ano de 2019¹⁶.

Nos parece oportuno o debate sobre tais medidas e acertada a preocupação com o tema. Espera-se assim contribuir para a promoção de reflexão em torno dos contornos da disciplina jurídica da companhia aberta, inclusive quanto aos novos caminhos que a ela se apresentam, *de lege ferenda*.

2019, até o mês de novembro houve oito ofertas registradas e 301 ofertas com esforços restritos de debêntures, somando, respectivamente, R\$ 12,1 bilhões e R\$ 150,3 bilhões. No mesmo período, houve dez ofertas registradas e 25 ofertas com esforços restritos de ações, somando, respectivamente, R\$ 35,2 bilhões e R\$ 42,5 bilhões.

¹³ O levantamento é feito pela ANBIMA a partir de distinção entre “empresas de capital aberto” e “empresas de capital fechado”. Em 2013, as ofertas lançadas por “empresas de capital fechado” representaram 50,8% do volume total e 67,9% do número total de ofertas públicas com esforços restritos de debêntures daquele ano. Em 2018, as ofertas públicas com esforços restritos de debêntures lançadas por “empresas de capital fechado” representaram 53,3% do volume total e 62,7% do número total de operações daquele ano. Em 2019, as ofertas públicas com esforços restritos de debêntures lançadas por “empresas de capital fechado” representaram 32,3% do volume total e 60,1% do número total de operações daquele ano. (cf. ANBIMA. Boletim de Mercado de Capitais, dezembro/2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-registram-aumento-de-59-3-em-2019.htm. Acesso em: 08 jan. 2020)

¹⁴ Por exemplo: em novembro de 2017, a CVM deu início ao “Projeto Estratégico de Redução de Custo de Observância Regulatória”. Sobre o tema, confira-se: CVM. *Custo de observância regulatória*. http://www.cvm.gov.br/legislacao/custo_observancia.html. Acesso em: 25 mar. 2019; BARBOSA, Marcelo. PEREIRA, Catarina. *Custos de observância e o equilíbrio regulatório: a CVM e os bastidores do projeto de redução do custo de observância*. 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/custos-de-observancia-e-o-equilibrio-regulatorio-19122018>. Acesso em: 25 mar. 2019; CVM. *Deliberação CVM 809 traz inovações relacionadas ao registro de ofertas públicas: medidas fazem parte do projeto de redução dos custos de observância e estão em linha com as práticas internacionais*. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190219-2.html>. Acesso em: 25 mar. 2019.

¹⁵ Como detalhado no Capítulo 2 da Parte II, em 4 de fevereiro de 2019, a CVM divulgou lista de prioridades de sua agenda regulatória para aquele ano, que incluiu a revisão do regime informacional das companhias. Diz a nota que durante o ano de 2019 a CVM pretendia realizar estudo normativo com o objetivo de tornar mais simples e objetivo o formulário de referência de que trata a Instrução CVM n. 480/2009, bem como que essa iniciativa surgiu a partir de contribuições do “Projeto Estratégico Custo de Observância”. Além disso, diz a nota que nesse âmbito será também “*avaliada a criação de nova categoria de companhias, a princípio denominada “C” (hoje existem a “A” e “B”), para abarcar companhias de menor porte, com regulamentação diferenciada, de forma a estimular e promover a entrada de mais empresas no mercado*”. (cf. CVM. Agenda Regulatória CVM 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190204-1.html>. Acesso em: 21 mar. 2019) A revisão do regime informacional das companhias agora consta da agenda regulatória da CVM para o ano de 2020, sob a indicação de “tema para audiência pública”, junto com a revisão do arcabouço de ofertas públicas. (cf. CVM. *Regime informacional e ofertas públicas estão na agenda regulatória CVM 2020*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/index.html>. Acesso em 08 jan. 2020)

¹⁶ Vide Capítulo 2 da Parte II.

Uma nota final se faz necessária para ressaltar que não se está aqui a propor uma ampla revisão da disciplina legal da companhia aberta – ao contrário, tem-se em vista a inegável qualidade e plasticidade dos referidos diplomas –, e quanto menos o redirecionamento da agenda regulatória. Não obstante, se da análise das questões teóricas a que esta dissertação se dedica despontam considerações de ordem prática, é tão somente no intuito de contribuir para esse debate circunscrito, sujeito às referidas limitações.

Plano de trabalho e metodologia

Esta dissertação é dividida em duas partes, cada qual composta por três capítulos, além desta Introdução e da Conclusão.

A Parte I será dedicada à identificação do objeto e à análise da estrutura da disciplina jurídica da companhia aberta, no intuito de proporcionar uma visão panorâmica do tema.

No Capítulo 1 analisar-se-á de maneira introdutória a relação entre a companhia aberta e o Direito, com foco nas origens históricas e elementos fundamentais dessa tutela em diferentes países, o que servirá de base referencial para a contextualização e construção do estudo da disciplina da companhia aberta pelo Direito brasileiro.

No Capítulo 2 dar-se-á início ao estudo da disciplina da companhia aberta pelo Direito brasileiro, com o exame de seus antecedentes normativos, com vistas a contribuir à compreensão das raízes e da relevância da reforma promovida em 1976.

No Capítulo 3 dar-se-á continuidade ao estudo da disciplina da companhia aberta pelo Direito brasileiro tal como consagrada a partir do marco legal de 1976, investigando o contexto e os objetivos dessa reforma. Essa análise será concentrada no plano das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 e obedecerá a ordem cronológica, no intuito de explorar como foi originalmente delineado o objeto e estruturada essa disciplina, bem como o impacto para esses fins das principais reformas e alterações posteriormente introduzidas.

A Parte II será dedicada à análise das fronteiras da disciplina jurídica da companhia aberta, com foco nas normas legais e regulamentares que moldam essas fronteiras, tomando por base o estudo sobre o objeto e a estrutura da disciplina na Parte I.

No Capítulo 1 examinar-se-á a relação entre as normas sobre o registro de emissor e o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários e as referidas fronteiras, com

foco nos elementos fundamentais de definição do objeto e de atração dessa disciplina.

No Capítulo 2 serão exploradas as fronteiras internas da disciplina jurídica da companhia aberta, com foco nas principais iniciativas no tocante à disciplina das companhias abertas conforme a espécie de valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação – em especial, as categorias de registro de companhia aberta – e conforme o seu porte.

No Capítulo 3 serão analisadas as fronteiras externas da disciplina jurídica da companhia aberta, com destaque para as principais iniciativas no tocante à dispensa dos registros antes mencionados e à administração do registro paralelo para as companhias incentivadas.

Finalmente, na Conclusão, as conclusões parciais dos capítulos anteriores serão consolidadas e articuladas, com vistas a oferecer um retrato da companhia aberta em sua dimensão jurídica, construído a partir do exame do objeto e da estrutura dessa disciplina.

A disciplina jurídica da companhia aberta será aqui considerada não apenas sob o prisma formal, mas como produto de situações histórico-políticas. A perspectiva histórica será priorizada especialmente nas abordagens de pesquisa e interpretação, buscando-se um estudo não estático, e sim iluminado pela evolução dessa disciplina e da realidade subjacente. Para tanto, as normas pertinentes serão encaradas sob dupla visão, retrospectiva e prospectiva¹⁷.

O principal substrato para esse estudo será a produção normativa em torno do tema, isto é, as normas em vigor e aquelas já revogadas pertinentes às companhias abertas no Brasil¹⁸. Contudo, como bem assinala Bobbio, “[o] legislador é um personagem imaginário que esconde uma realidade mais complicada”¹⁹. Para descortinar essa realidade, recorrer-se-á a

¹⁷ Refere-se aqui à lição de Reale acerca da teoria da interpretação histórico-evolutiva da norma jurídica, que tem por corolário a concepção de que esta se desprende da pessoa do legislador (como a criança se livra do ventre materno, como disse Saleilles) e tem vida própria, podendo assim adquirir novos significados conforme a transformação da realidade subjacente. (cf. REALE, Miguel. *Lições preliminares de Direito*. 27ª ed. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 293-294)

¹⁸ Ainda dentro dessa perspectiva, o Direito estrangeiro será tido em conta como subsídio de análise na medida em que isso se justificar por sua contribuição para a compreensão das origens e a reflexão sobre os contornos da disciplina brasileira, e sem que com isso se pretenda desenvolver uma análise propriamente de Direito comparado sobre o tema. Nesse ponto, invoca-se a lição de Ascarelli a respeito da importância do estudo do Direito estrangeiro à identificação de premissas implícitas de nosso Direito: “*Estudando o Direito estrangeiro e descobrindo-lhe as premissas, eventualmente diferentes das do seu direito nacional, ocorrer-lhe-á, às vezes, encontrar, ao cabo do estudo de um direito estrangeiro, uma explicação melhor para alguns problemas do direito do seu país.*” (cf. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e Direito comparado*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1969. p. 10) Como comenta Comparato, “[o] conhecimento desses pressupostos, no entanto, é indispensável aos intérpretes do sistema jurídico, sobretudo diante de institutos de importação.” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 3)

¹⁹ Cf. BOBBIO, Norberto. *Teoria de Ordenamento Jurídico*. 10ª ed. Brasília: Universidade de Brasília, 1999. p. 37.

fontes secundárias como exposições de motivos, relatórios de audiência pública e outras pertinentes ao processo de produção normativa, como registros históricos das motivações para edição, alteração ou revogação de diferentes normas e do sentido que se lhes pretendeu conferir. Também as abordagens do tema em sede doutrinária e jurisprudencial – em especial, na jurisprudência administrativa da CVM – serão levadas em consideração enquanto fotografias de convicções e expectativas contemporâneas.

Por fim, dados estatísticos e outras informações disponíveis, relacionadas à realidade das companhias abertas e do mercado de valores mobiliários brasileiro, serão levados em consideração como retratos da realidade subjacente à aludida disciplina jurídica, sem que com isso se pretenda desenvolver um estudo histórico-econômico sobre o tema²⁰.

²⁰ Nesse ponto, apesar de abalizadas as fontes, faz-se necessária a ressalva quanto à dificuldade de verificação da metodologia empregada e dos critérios adotados no cômputo de dados sobre as companhias abertas e o mercado de valores mobiliários.

PARTE I
OBJETO E ESTRUTURA

CAPÍTULO 1

A COMPANHIA ABERTA E O DIREITO

Este Capítulo examinará de maneira preliminar a relação entre a companhia aberta e o Direito, com foco nas origens históricas e nos elementos fundamentais dessa disciplina. Para tanto, oferecerá um breve panorama acerca do desenvolvimento dessa disciplina em países selecionados por sua relevância histórica e influência para a legislação de outros países como o Brasil. Isto servirá de base para a contextualização e a construção do estudo da disciplina da companhia aberta pelo Direito brasileiro nos capítulos seguintes desta dissertação.

1.1 Origens históricas

A sociedade anônima moderna é tipo societário cujas origens remontam às companhias coloniais dos séculos XVII e XVIII. Tais companhias, constituídas por concessão governamental para projetos de grande escala, como a exploração comercial de novas rotas marítimas, permitiram a associação de recursos de comerciantes e investidores individuais a recursos do Estado para fazer frente aos desafios da era dos grandes descobrimentos²¹.

Para o sucesso desse instituto e sua capacidade de mobilização de capitais foram determinantes (i) a consagração das participações em ações livremente transferíveis, que passaram a ser negociadas em bolsas antes dedicadas a mercadorias e títulos públicos²², e (ii) a limitação de responsabilidade dos acionistas. A história de sua difusão se entrelaça com aquela do desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários, marcada pela criação de bolsas especializadas²³.

²¹ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 19 et seq.; VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 10 et seq.; BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973. p. 9-74; COSTA, Philomeno J. da. *Anotações às companhias*. Vol. I. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. p. 1 et seq.; ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e Direito comparado*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969. p. 313 et seq.; CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986. p. 3 et seq.

²² Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 34.

²³ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 38 et seq. Relatam os autores (p. 39): “Embora

No período da Revolução Industrial, que igualmente demandou a mobilização de vultosos recursos para fazer frente às inovações tecnológicas, houve maior consolidação da sociedade anônima como forma de organização da atividade empresária²⁴. Com isso ganhou intensidade a reivindicação de empresários quanto ao livre uso da forma de sociedade anônima – que, nos mais diversos países e por longo período, foi tratada como privilégio e dependeu de autorização especial.

Esse movimento culminou com a liberação da constituição de sociedades anônimas²⁵, o que permitiu sua mais frequente utilização e posterior consolidação como principal veículo da grande empresa privada, determinante para o desenvolvimento das economias de mercado modernas. Designava-a Ripert como uma *máquina jurídica*²⁶. Afinal, a sociedade anônima é um dos institutos de maior importância econômica e social do Direito moderno.

pequeno o número de companhias, as ações emitidas até o fim do século XVIII deram origem a mercados secundários por vezes altamente especulativos: a força de expansão da “máquina jurídica”, em via de formação, era tal que, desde logo, escapou da mão de seus criadores, dando ensejo a abusos de várias ordens.” Ver também LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 98-101.

²⁴ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 43 et seq.; 144-145. Dizem os autores (p. 48): “A definição da empresa como organização produtiva típica das economias de mercado somente se completou após a Revolução Industrial, quando se tornaram nítidas as três características que a diferenciam das unidades de produção anteriores: (a) os bens econômicos que produz destinam-se à venda nos mercados, (b) seu grupo social compreende dois papéis essencialmente distintos – o de empresário e o de empregado, e (c) os riscos da sua atividade são assumidos pelo empresário.” Ainda sobre o tema: CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986. p. 3-4.

²⁵ Sobre o pioneirismo da legislação francesa nesse ponto e seus reflexos outros países, inclusive no Brasil, ver RIPERT, Georges. *Aspects juridiques du capitalisme moderne*. 2ª ed. Paris: Librairie Générale de Droit et Jurisprudence, 1951. p. 56 et seq.; VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 25; BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973. p. 17-25. No Brasil, a constituição de sociedades anônimas dependeu de lei especial até 1849. Segundo Miranda Valverde, a organização de empresa sob essa forma era um privilégio e “[n]ão se concebia companhia senão para os grandes empreendimentos que necessitavam de avultados capitais e de perto tocassem ao interesse público”. A partir de então a constituição de sociedade passou a depender de autorização do Governo. Esse sistema foi extinto apenas em 1884. (cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 19-20)

²⁶ Cf. RIPERT, Georges. *Aspects juridiques du capitalisme moderne*. 2ª ed. Paris: Librairie Générale de Droit et Jurisprudence, 1951. p. 109. Dizia o autor: “La société anonyme est un merveilleux instrument créé par le capitalisme moderne pour collecter l'épargne en vue de la fondation et de l'exploitation des entreprises. Il est plaisant, je l'ai dit, de voir proposer la défense de l'épargne comme but de la réforme des sociétés. Le société par actions n'a pas été construite pour la défendre, mais pour la conquérir. C'est une machine juridique aussi utile que celles que l'industrie utilise. (...)” Mais tarde, viria Comparato a ressaltar: “Quando se atenta para o sentido de tais fenômenos, é difícil evitar a sensação de que se está diante de uma autêntica mecanização do organismo societário, no qual o espaço reservado à decantada iniciativa individual é praticamente inexistente. No imediato pós-guerra, Ripert não hesitou em descrever a sociedade anônima como uma máquina jurídica, inteiramente independente da vontade dos acionistas. A expressão fêz fortuna, mas os juristas a acolherem mais como mot d'esprit do que como autêntica tradução da realidade. Atualmente, porém, os observadores norte-americanos consagraram a interpretação mecanicista, e já se interrogam sobre os formidáveis perigos que essa evolução comporta para liberdade humana.” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970. p. 24-25)

Não se pretende aqui empreender um completo retrospecto das origens e evolução do instituto, e sim, tão somente, ressaltar o fato de que se trata de uma forma de organização empresarial dedicada, em sua origem, à concentração de grande número de investidores e à mobilização de grandes volumes de capital. E ainda, destacar as principais características que ainda hoje distinguem as sociedades anônimas, a despeito das particularidades da legislação de cada país²⁷. Como diziam Lamy e Bulhões, as características da sociedade anônima “*têm origem e fundamento em sua função no mercado de capitais*”²⁸.

1.2 Companhias abertas e fechadas

Com a liberação da constituição de sociedades anônimas, as vantagens que essa forma de organização apresenta em comparação com os demais tipos societários impulsionou sua adoção mesmo por companhias com reduzido número de sócios e sem a pretensão de futuramente promover esforço de captação pública no mercado de capitais (por isso aqui referidas como “fechadas”). São exemplos de vantagens, decorrentes das características antes mencionadas, a perenidade da companhia em relação aos sócios pessoas físicas e a maior conveniência para profissionalização da administração²⁹.

Esse movimento ganhou popularidade na prática comercial. Com efeito, em diversos países há registro de que as companhias “fechadas” superaram largamente em número (mas, para

²⁷ Além da divisão do capital social em ações, da limitação da responsabilidade dos acionistas ao montante subscrito e da possibilidade de livre transferência das ações, fatores esses antes mencionados, outros acrescentariam a personalidade jurídica e a organização da administração (“*centralized management under a board structure*”). Nesse ponto, é importante a ressalva de que “[f]ully transferable shares do not necessarily mean freely tradable shares. Even if shares are transferable, they may not be tradable without restriction in public markets, but rather just transferable among limited groups of individuals or with the approval of the current shareholders of the corporation” (cf. ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier. PARGENDLER, Mariana. What is corporate law? In: KRAAKMAN, Reinier. ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry. HERTIG, Gerald. HOPT, Klaus. KANDA, Hideki. PARGENDLER, Mariana. RINGE, Wolf-Georg. ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 5; 10)

²⁸ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 95.

²⁹ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 84; LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 95-96. Os autores mencionam também como suposta vantagem a maior facilidade de crédito que o regime de proteção aos credores e de publicidade das sociedades anônimas proporciona. Sob outra perspectiva, Clark aponta como possíveis motivos para a adoção da forma de “*close corporation*” eventuais benefícios fiscais e a redução da exposição a potenciais contingências (“*massive tort liabilities*”) decorrentes das atividades empresariais. (cf. CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986. p. 27)

alguns, não em relevância) as companhias “abertas”³⁰.

Também a doutrina passou a se ocupar das diferenças entre as grandes companhias tradicionalmente organizadas dessa forma para captar recursos via mercado de capitais e aquelas menores, por vezes sem essa mesma pretensão. Com o tempo, essa distinção passou também a ser reconhecida e incorporada à legislação de diferentes países, não como tipo societário autônomo, e sim sob a percepção de que as diferenças entre uma e outra e a popularidade dessas novas companhias justificariam que lhes fosse dedicada disciplina específica³¹.

³⁰ Ressaltava Hofstetter, em 2005, que “*in practically all economies an important segmentation between listed and non-listed companies has taken root, whereby the largest companies tend to be listed, but the overwhelming majority, mainly the smaller and medium-sized firms, stay private*” (cf. HOFSTETTER, Karl. *One size does not fit all: corporate governance for “controlled companies”*. p. 6. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=802705. Acesso em: 28 dez. 2018). No mesmo sentido, nota-se que “*the form of enterprise which actually is in the foreground in Continental Europe, namely the non-listed, personally-oriented enterprise, i.e. the variety of smaller corporations and the even larger number of private limited companies. They not only dominate in numbers, but in a majority of countries (exception, e.g. Switzerland) in terms of economic significance as well.*” (cf. ROTH, Günter H. KINDLER, Peter. *The spirit of corporate law: core principles of corporate law in continental Europe*. Munique: CH Beck, 2013. p. 8) Lamy e Bulhões comentam que essas companhias “*multiplicaram-se até quantidade que supera, de muito, a das companhias cujos valores mobiliários circulam no mercado de capitais, embora não em dimensão e importância econômica*”. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 96) Para levantamentos sobre a maior proporção de companhias “fechadas” no Reino Unido e na Alemanha, por exemplo, ver DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 11-15; FLEISCHER, Holger. “A guide to German company law for international lawyers: distinctive features, particularities, idiosyncrasies”. *Max Planck Private Law Research Paper n. 15/8*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2597062>. Acesso em: 05 dez. 2018).

³¹ Não obstante, como observam Lamy e Bulhões, “[d]esde a origem da legislação sobre companhia como instituto de direito privado, as leis que a regularam pressupunham sua participação nos mercados mediante oferta pública de títulos subscritos, e a difusão de companhias que não participam dos mercados se fez durante muito tempo sem normas especiais que as regulassem”. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 96) Ainda sobre o tema, comenta Clark: “*That so many close corporations have been formed has greatly affected the development of corporate law, in two major ways. The first way is obvious and has been recognized by all writers on corporate law. The close corporations gave rise to a special line of cases, to special charter provisions, and eventually to close corporation statutes or statutory provisions, dealing with problems peculiar to close corporations, or much more characteristic of them.*” O segundo fator apontado por Clark é o desenvolvimento nos Estados Unidos de uma jurisprudência das Cortes estatais voltada muito mais às “*close corporations*”. (cf. CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986. p. 28) Ainda sobre o tema: “*The close corporation is also the preferred vehicle for non-listed firms in emerging and transition markets. Although the development has been quite different depending on the legal system, the close corporation has been adopted in almost all countries of the world.*” (cf. McCAHERY, Joseph A. VERMEULEN, Erik P. *Corporate governance of non-listed companies*. Oxford University Press: Oxford, 2008. p. 25) Recentemente a maior popularidade da forma “fechada” na prática empresarial tem atraído para essas companhias maior atenção da doutrina e de legisladores (cf. BACHMANN, Gregor. EIDENMÜLLER, Horst. ENGERT, Andreas. FLEISCHER, Holger. SCHÖN, Wolfgang. *Regulating the closed corporation*. Berlin/Boston: Walter de Gruyter, 2014. p. 1-4) Exemplo disso é a proposta de criação de um tipo societário supranacional, europeu, para as companhias fechadas, de menor porte, com atividades em mais de um país – a *Societas Privata Europaea* (SPE). (cf. BACHMANN, Gregor. EIDENMÜLLER, Horst. ENGERT, Andreas. FLEISCHER, Holger. SCHÖN, Wolfgang. *Regulating the closed corporation*. Berlin/Boston: Walter de Gruyter, 2014. p. 2) Nesse sentido, comenta-se agora que a política de harmonização do direito societário no âmbito da União

De modo geral, as companhias “fechadas” são geralmente identificadas a partir de duas características principais, que as aproximam das típicas sociedades familiares: (i) a vedação à distribuição e à negociação pública de ações – e, por vezes, de outros valores mobiliários – de sua emissão e a restrição à sua livre transferência; e (ii) número reduzido de sócios³².

Europeia teve maior foco nas companhias listadas (“*listed companies*”), ainda que essas representem uma minoria na Europa. E ainda, que a doutrina europeia tem também sido influenciada por fontes voltadas à perspectiva anglo-americana sobre as companhias “abertas” (citando, especificamente, a obra “*The Anatomy of Corporate Law*”). Isso tem impulsionado propostas de revisão do que constitui a essência do direito societário europeu. Nesse sentido: “*Therefore legal standards pertaining to control transactions or investor protection and other topics of capital market law in our eyes are not part of the core principles of corporate law.*” (cf. ROTH, Günter H. KINDLER, Peter. *The spirit of corporate law: core principles of corporate law in continental Europe*. Munique: CH Beck, 2013. p. V) No mesmo sentido, dizem os autores: “*European legal harmonization in the field of company law is directed almost exclusively at the large corporation; the private limited company is only addressed in parts.*” (p. 19). Ainda sobre as origens e influências do desenvolvimento de estatuto separado para as companhias fechadas, ver McCACHERY, Joseph A. VERMEULEN, Erik P. *Corporate governance of non-listed companies*. Oxford University Press: Oxford, 2008. p. 25-27. Dizem os autores: “*Generally the close corporation has developed in the image of the joint stock company with its capital-oriented structure. Since, as we have seen, the joint stock company is designed to attract substantial amounts of capital into the firm from passive investors and, consequently, to regulate the rich and intricate principal – agency problem between the shareholders and the managers, this structure is not sufficient for non-listed firms. Despite its perceived cumbersomeness and costly features, the close corporation has nevertheless become the preferred vehicle for closely held firms. In order to meet the specialized needs that arise from the idiosyncratic relationship in non-listed firms, legislative and judicial adjustment have, over the year, been constructed in a piecemeal fashion across jurisdictions.*” (p. 26)

³² Há vasta doutrina examinando esses distintos universos de companhias e os diferentes conflitos de interesses característicos de uma e outra forma de organização. Por ora, limitamo-nos a destacar os seguintes comentários sobre o tema: “*Closeness generally means that shares in closed corporations are not tradable on the stock exchange, i.e., the group of shareholders is restricted. In addition, the shares are – at least potentially – subject to restrictions on transfer. If and to what extent these (or other) characteristics stand out as the constitutive elements of a closed corporation in a given legal system depends on the individual case.*” (cf. BACHMANN, Gregor. EIDENMÜLLER, Horst. ENGERT, Andreas. FLEISCHER, Holger. SCHÖN, Wolfgang. *Regulating the closed corporation*. Berlin/Boston: Walter de Gruyter, 2014. p. 6); “*The principal distinguishing feature of the closely held corporation is a small number of shareholders, though in all likelihood the firm will also be one of relatively modest economic scope (whether measured by revenues, by asset, or on any other scale), and generally (though by no means always) the people owning a substantial portion of the total shares will occupy the top managerial positions or will be involved in a meaningful way in the selection and monitoring of the people who do occupy those positions as well as in the formulation of corporate strategies and policies.*” (cf. KLEIN, William A. COFFEE, John C. PARTNOY, Frank. *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles*. New York: Foundation Press, 2010. p. 107); sob a legislação dos países-membros da União Europeia, comenta-se que a companhia “fechada” é identificada como “*a small corporation – characterised by a lesser degree of stringency in relation to form, a greater degree of contractual freedom and the ineligibility to be traded on an exchange*” (cf. ROTH, Günter H. KINDLER, Peter. *The spirit of corporate law: core principles of corporate law in continental Europe*. Munique: CH Beck, 2013. p. 18); “*The specific characteristics and the use of the closed corporation are reflected by the shift in the respective relevance of the individual conflicts of interest in comparison to capital market-oriented (public) corporations: a. Conflicts between shareholders and directors are not as strong in the closed corporation. Firstly, the management is often undertaken by the shareholders themselves and not delegated to third parties. Secondly, coordination is easier amongst a limited number of shareholders than in a public corporation. b. By contrast, conflicts between shareholders are more serious in the closed corporation. The position of minority shareholders becomes precarious because they regularly do not have a good exit option due to the lack of liquid transferability of the shares. This means that they are particularly exposed to the danger of exploitation by the majority shareholders. Conversely, there is the threat of opportunistic obstruction by minority shareholders who instrumentalize veto rights or majority requirements in the articles of association for their own special interests. The risk of such blockades is particularly present if there is disagreement in corporations with two equally strong shareholders (“50/50 corporation”). Finally, conflicts among shareholders in the closed*

Diz-se, por isso, que “*a companhia fechada representa o oposto da sociedade anônima original*”³³.

Já as companhias “abertas” passaram a ser geralmente identificadas, por oposição às “fechadas”, como aquelas que fazem apelo à poupança popular para o financiamento de suas atividades por meio desse mercado, e, por vezes, cujo capital apresenta certo nível de dispersão. Em função disso, há quem diga que são “*a expressão típica das sociedades anônimas*”³⁴.

O regime jurídico das companhias “abertas” concentra disciplina de natureza societária e elementos da tutela do mercado de valores mobiliários³⁵. Os critérios adotados pela legislação de alguns países para definir uma e outra e estruturar a disciplina da companhia “aberta” serão analisados em maior detalhe a seguir.

1.2.1 Reino Unido

O Reino Unido foi precursor ao disciplinar as chamadas *private companies*, em oposição às *public companies*, no *Companies (Consolidation) Act* de 1908³⁶. Estabeleceu-se à época para

corporation are very frequently triggered or intensified by difficult family or personal relationships between the shareholders. c. Conflicts between shareholders and third parties, in particular creditors, are also accentuated in the closed corporation. As the shareholders often have a strong influence on the management or are themselves directors, misguided incentives due to limited liability and asymmetric participation in the profits and losses are strengthened. In the closed corporation, there is therefore a stronger threat of risk shifts.” (cf. BACHMANN, Gregor. EIDENMÜLLER, Horst. ENGERT, Andreas. FLEISCHER, Holger. SCHÖN, Wolfgang. *Regulating the closed corporation*. Berlin/Boston: Walter de Gruyter, 2014. p. 8; 23) Ainda sobre o tema, sob perspectiva da legislação brasileira, aprofundada no decorrer desta dissertação, ver TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 253.

³³ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. “O direito ao dividendo nas companhias fechadas”. In: *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 160. De maneira semelhante, Clark comenta que as chamadas “*close corporations*” de certa forma não são companhias de verdade, pois com frequência sua organização contradiz os postulados básicos da organização dessa forma societária. (cf. CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986. p. 25)

³⁴ Cf. GOMES, Orlando. Em tema de sociedade anônima (1971). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 102.

³⁵ Como explicam Lamy e Bulhões, com inspiração no modelo norte-americano, “*diversos países submeteram agentes e as atividades dos mercados de valores mobiliários a normas de direito público e criaram órgãos públicos com atribuições de regulamentar e fiscalizar esses mercados, inclusive as companhias que captam poupanças ou emitem títulos negociados em bolsa de valores e mercados de balcão organizados. A disciplina legal das companhias que a LSA classifica como abertas passou, portanto, a compreender, além das leis sobre companhias, as leis especiais sobre mercados dos valores mobiliários, seus agentes e instituições, e as regras regulamentares expedidas por aqueles órgãos públicos.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 102-103)

³⁶ Comenta-se que a chamada *private company* “*developed in practice and later recognized by the legislature*” e influenciou a legislação de outro países, de modo que “[m]ost countries that once belonged to the British

as *private companies* regime de publicidade menos oneroso, que se pretendia excepcional³⁷. Portanto, limitou-se o enquadramento como *private companies* às companhias (i) formadas por até cinquenta membros, nas quais (ii) a transferência de ações fosse restrita e (iii) fosse vedada a oferta pública de debêntures e ações³⁸.

A distinção entre *private* e *public companies* existe ainda hoje, com contornos distintos, sob o *Companies Act* de 2006. Notadamente, as *private companies* são atualmente definidas por oposição às *public companies*, que devem ser registradas como tal³⁹, sendo certo que “*the default rule is that the company is private*”⁴⁰. As principais distinções traçadas no diploma entre uma e outra referem-se (i) à vedação à oferta pública de ações e debêntures de emissão das *private companies* e (ii) à exigência de capital social mínimo para o registro das *public companies*⁴¹. Portanto, trata-se de classificação formal, isto é, que não exige a efetiva negociação de valores mobiliários para a classificação como *public company*⁴². Esta, por sua vez, tem a função de submeter as companhias assim registradas a disciplina mais rígida⁴³.

Empire included the close corporation form into their own corporate laws, as they were already familiar with basic legal principles of the donor jurisdiction”. (cf. McCahery, Joseph A. VERMEULEN, Erik P. *Corporate governance of non-listed companies*. Oxford University Press: Oxford, 2008. p. 25-26)

³⁷ Cf. DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 15. Ainda sobre o tema, ver CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 502; VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 21-22.

³⁸ Cf. seção 121 (1) do *Companies (Consolidation) Act* de 1908: “(1) For the purposes of this Act the expression “private company” means a company which by its articles (a) restricts the right to transfer its shares; and (b) limits the number of its members (exclusive of persons who are in the employment of the company) to fifty; and (c) prohibits any invitation to the public to subscribe for any shares or debentures of the company.” Eram exemplos do regime especial das *private companies* sob aquele diploma as normas que estabeleciam número mínimo de dois (e não sete) sócios (§115) e dispensa de apresentação de relatório anual da administração (§65).

³⁹ Cf. seção 4 do *Companies Act* de 2006: “4 - Private and public companies - (1)A “private company” is any company that is not a public company. (2)A “public company” is a company limited by shares or limited by guarantee and having a share capital (a) whose certificate of incorporation states that it is a public company, and (b) in relation to which the requirements of this Act, or the former Companies Acts, as to registration or re-registration as a public company have been complied with on or after the relevant date. (...)”

⁴⁰ Cf. DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 15.

⁴¹ Cf. Parte 20 do *Companies Act* de 2006. Davies explica a origem dessa exigência: “The modern approach was introduced by the Companies Act 1980, which implemented the Second EC Company Law Directive on the raising and maintenance of capital. Because, on the one hand, its requirements were thought to be blundersome and, on the other, the Directive applied only to public companies, the British legislature responded by making access to the private company status easier to obtain.” (cf. DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 16; 261-265); Ainda sobre o tema: KERSHAW, David. *Company law in context: text and materials*. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 750-751.

⁴² Davies ressalta que são poucas as distinções traçadas no *Companies Act* de 2006 conforme a companhia tenha ou não promovido oferta pública ou listagem de ações de sua emissão. (cf. DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 16; 830)

⁴³ “Rather, whether a company is public or private is taken more generally as an indication of the social and economic importance of the company, so that the public company is more tightly regulated than the private company in a number of ways which do not directly concern the offering of shares to the public.” (cf. DAVIES,

A doutrina inglesa questiona a razoabilidade de se submeter companhias tão diferentes a um único diploma societário. Segundo Davies, “[t]he approach of the single Act seems to be feasible because, although British public companies are more highly regulated than private companies, the British legislation has always had less ambitious regulatory goals for public companies than our continental counterparts”⁴⁴.

Já a oferta pública e a listagem de valores mobiliários de emissão das *public companies* são disciplinadas no *Financial Services and Markets Act* de 2000, suplementado por normas expedidas pelo órgão regulador, a *Financial Services Authority* – FSA⁴⁵. Além disso, o Reino Unido incorporou diversas diretivas da União Europeia sobre o tema – como, por exemplo, no tocante a prospectos –, o que poderá ser revisto no futuro próximo.

A doutrina inglesa destaca o fato de que as companhias listadas (*listed companies* ou *publicly traded companies*) ficam sujeitas a disciplina societária mais ampla do que aquela aplicável às *public companies* sob o *Companies Act* de 2006, dado que as regras de listagem, ou aplicáveis a partir da listagem, incluem exigências de governança, ainda que tenham por foco principal a adequada divulgação de informações e o regular funcionamento do mercado⁴⁶. Além disso, as regras de listagem obrigam as companhias listadas (na verdade,

Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 14) A disciplina a que as *public companies* são submetidas sob o *Companies Act* de 2006 incluiu obrigações adicionais no que diz respeito às assembleias gerais (§§336-340; 437-438), à escolha de auditores (§§489-491) e à integralização do capital social (§§584-587), dentre outros.

⁴⁴ Cf. DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 13-14. Contudo, o autor relata que o tema tem suscitado crítica, inclusive no sentido de que companhias pequenas e médias são prejudicadas pelo fato de serem submetidas a diploma único, cujas regras foram pensadas para as grandes companhias com capital disperso. Em vista disso, prevê que essa distinção terá crescente importância (p. 15). Ainda sobre o tema, ver DAVIES, Paul. *Introduction to Company Law*. 2ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 107.

⁴⁵ Sobre a abordagem regulatória do Reino Unido nessa seara, ver KERSHAW, David. “Web chapter B: Issuing shares to the public”. In: *Company law in context: text and materials*. 2ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2014. p. 6 et seq. Comenta o autor: “Where shares are made directly available to the investing public through a share offer or indirectly through a listing or admission to trading without a connected offer, UK regulation relies primarily on the disclosure strategy, together with very limited reliance on regulatory oversight of the quality of the sale or issue and more substantial ‘gatekeeping’ requirements that largely map traditional market practice.” (p. 7) Nota-se que o *Companies Act* de 2006 fornece certas balizas para a distinção de ofertas públicas e privadas que, contudo, não se prestam à determinação da incidência da disciplina do *Prospectus Directive*. (cf. DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 831)

⁴⁶ Aponta Davies como “curiosity of the British approach”: “This is that admission to a public market may bring with it obligations for the company of a recognizably “company law” type, obligations which could have been included in the Act. This is particularly true of certain parts of the “Listing Rules” made by the FSA. A company seeking to have its shares traded on the main market of the London Stock Exchange must have them admitted to the “Official List” of securities, which list is maintained by the FSA, acting in its capacity as the UK Listing Authority (“UKLA”). There are about 1,100 UK-incorporated companies on the Official List. Although a main purpose of this piece of regulation is to secure proper disclosure of information about the company at the time its shares are offered to the public, the UKLA is also empowered to impose on listed

aquelas que promovam “*premium listing*” de ações) no segmento principal (“*main market*”) da bolsa de valores de Londres a divulgar relatório anual referente ao *Corporate Governance Code*, que adota sistema “*comply or explain*”.

Em função dessa distinção, e do fato de que diversas *public companies* não são listadas, destaca-se a ambiguidade que o termo *public company* adquiriu na prática⁴⁷, questionando se a disciplina societária das companhias listadas deveria ser incorporada ao diploma societário⁴⁸. Há outras discussões em voga no tocante às regras de listagem, em especial se deveriam ser abrandadas para atrair novas companhias para o mercado⁴⁹.

companies rules governing their conduct thereafter. Such listing rules relate mainly to the orderly conduct of the public share market, but they also contain rules regulating the internal affairs of companies, which thus supplement the provisions of the Companies Act and the common law of companies. In particular, the Listing Rules contain provisions on related party transactions and significant transactions, which supplement the statutory rules on directors’ and controlling shareholders’ conflicts of interests and set a limit on the constitutional division of powers within companies, and provide the legal anchor for the Combined Code on Corporate Governance. (...) In short, the fact of listing is being used to identify a small group of very important British companies to which additional company law obligations are attached.”(cf. DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 16-17; 901 et seq.) Kershaw explica ainda que as *Listing Rules* estabelecem dois tipos de listagem: *standard* e *premium*. “A *standard listing* requires compliance with requirements based on the minimum EU Directive standards. A *premium listing* requires compliance with more burdensome set of regulatory requirements. Such requirements include some of the governance rules (...). A *premium listing* also attracts more demanding regulation in relation to the admission to listing. (...) To the extent that gold plated disclosure and admission rules make investors feel more confident about the company’s financial and narrative information the company’s cost of capital will be reduced.” (cf. KERSHAW, David. “Web chapter B: Issuing shares to the public”. In: *Company law in context: text and materials*. 2ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2014. p. 18-19) Ainda sobre o regime informacional das companhias listadas, ver DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 901 et. seq.; DAVIES, Paul. *Introduction to Company Law*. 2ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2010. p. 115 et seq. Comenta-se também as diferenças desse regime conforme a espécie de valores mobiliários ofertados: “*Offering documents for equity securities generally contain more detailed disclosure than most offering documents for debt securities. There are three reasons for this: different regulatory requirements; the fact that an equity investor is buying a potentially long-term ownership share in a business whereas a debt investor is taking a generally relatively short-term credit exposure to the issuer of the securities; and the fact that equity offerings normally include a Rule 144 placement.*” (cf. WEDDERBURN-DAY, Roger. *Disclosure and due diligence in the international capital markets*. Bristol: Jordan Publishing Limited, 2014. p. 5)

⁴⁷ Kershaw aponta que a maioria das *public companies* não são listadas, ressaltando os seguintes dados, de 2004: das 11,700 companhias registradas como *public companies*, apenas 2,600 estavam listadas no *Main Market* do *London Stock Exchange* ou negociadas em seu *Alternative Investment Market*. (cf. KERSHAW, David. *Company law in context: text and materials*. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 12)

⁴⁸ Cf. DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 18.

⁴⁹ “*Policy makers in the UK see the relaxation of listing rules, particularly lower free float requirements, as the key to reversing the trend of high-tech companies being reluctant to enter the bureaucratic and overregulated world of listed companies.*” (cf. VERMEULEN, Erik P.M. “Chapter 31 – New metrics for corporate governance: shifting strategies in an aging IPO market”. In: GORDON, Jeffrey N. RINGE, Wolf-Georg. *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 840)

1.2.2 Estados Unidos da América

Nos Estados Unidos, o direito societário e o direito do mercado de capitais dividem-se entre as esferas estadual e federal. Como regra geral, o direito societário é reservado à esfera estadual⁵⁰. Na esfera federal, o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934, promulgados em reação à crise de 1929, ainda hoje disciplinam o mercado de valores mobiliários⁵¹. Também daquela época é a criação da SEC, encarregada da regulamentação e principalmente do *enforcement* desses diplomas⁵². Esse regime é complementado pelas regras de listagem e outras editadas pelas próprias bolsas de valores⁵³.

⁵⁰ Comenta-se que tradicionalmente preferiu-se deixar a cuidado dos Estados a disciplina societária das companhias abertas (*publicly traded corporations*). Contudo, crises e escândalos recentes têm motivado a imposição de restrições na esfera federal. (cf. PINTO, Arthur E. GEVURTZ, Franklin A. Unites States: corporate governance for publicly traded corporations. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013. p. 1050; 1085)

⁵¹ Cf. STONE, Ferdinand. Some comments on the american business corporation in mid-twentieth century. In: *Istituto di diritto commerciale comparato A. Sraffa dell'Università Bocconi di Milano. La società per azioni alla metà del secolo XX: studi in memoria di Angelo Sraffa*. Pádua: Casa editrice Dott. Antonio Milani, 1961. p. 727; BANNER, Stuart. *Anglo-american securities regulation: cultural and political roots, 1690-1860*. Cambridge: Cambridge University Press, 1998. p. 282; LATTY, Elvin R. CLIFFORD, Donald. *Estats Unis d'Amérique*. In: ROTONDI, M. *Enquête comparative sur les sociétés par actions*. Holanda: Perugia, 1974. p. 840; COX, James D. HILLMAN, Robert W. LANGEVOORT, Donald C. *Securities regulation: cases and materials*. 5ª ed. New York: Aspen Publishers, 2006. p. 3; 5-7. Esses diplomas foram precedidos pelas chamadas “*blue-sky laws*”, promulgadas em nível estadual a partir do século XIX para proteger o público investidor, exigindo dos emissores a divulgação de informações financeiras e autorizando agentes estaduais a fiscalizar as emissões. Sobre o tema, ver COX, James D. HILLMAN, Robert W. LANGEVOORT, Donald C. *Securities regulation: cases and materials*. 5ª ed. New York: Aspen Publishers, 2006. p. 4; 14-15. Comenta-se, ainda, sobre as origens dessa disciplina: “*The pattern of belief underlying that regulation, however, had been present in the United States, and in England before that, for more than two centuries. The belief that the sellers of securities were more likely to be deceitful than the sellers of other kinds of property, and that the sale of securities accordingly needed to be more closely supervised by government than the sale of other things, was widely held as early as the 1690s, and had never disappeared. The associated opinion that the securities market was usually susceptible to domination by insiders, who could control prices by controlling the flow of information, was equally old. (...) It was a very old background of anti-market thought that gave rise to the idea that the securities market had to be more closely regulated than most other markets, and it was that idea in turn that gave rise to our current system of securities regulation.*” (cf. BANNER, Stuart. *Anglo-american securities regulation: cultural and political roots, 1690-1860*. Cambridge: Cambridge University Press, 1998. p. 282)

⁵² Cf. PINTO, Arthur E. GEVURTZ, Franklin A. Unites States: corporate governance for publicly traded corporations. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013. p. 1052; 1076. Para crítica à postura paternalista da SEC na regulamentação das exigências de *disclosure* decorrentes dos diplomas federais, ver COX, James D. HILLMAN, Robert W. LANGEVOORT, Donald C. *Securities regulation: cases and materials*. 5ª ed. New York: Aspen Publishers, 2006. p. 4; 13-14.

⁵³ “*The stock markets are important not only because they provide liquidity, which encourages public investment, but they also provide protection of shareholders through listing requirements and market rules. The markets are self-regulatory organizations, which means they provide their own rules, and regulate the market participants. These rules are subject to review by the SEC, which can also enforce the rules. The stock markets have rules that are concerned with disclosure, fair-trading practices, fraud, market manipulation, and*

Os diplomas societários foram paulatinamente reformados para conferir disciplina específica para as companhias fechadas (*close corporations* ou *privately held corporations*)⁵⁴. Comenta-se que a lei societária do Estado de Delaware de 1967 inovou ao disciplinar destacadamente a companhia fechada, de maneira mais completa que os Estados predecessores⁵⁵. Ainda hoje, a *General Corporation Law* de Delaware, cuja popularidade é notória⁵⁶, dedica regime específico àquelas que elejam o *status* de companhia fechada (*close corporations*), para tanto sendo necessário que seus atos constitutivos contemplem determinados requisitos, como número máximo de trinta sócios, restrição à transferência e vedação à oferta pública de ações (§§341-342)⁵⁷. Esse regime abrange regras distintas para

insider trading. They also provide some corporate governance rules designed to protect the shareholders.” (cf. PINTO, Arthur E. GEVURTZ, Franklin A. Unites States: corporate governance for publicly traded corporations. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013. p. 1077-1078)

⁵⁴ Cf. LATTY, Elvin R. CLIFFORD, Donald. *Estats Unis d’Amérique*. In: ROTONDI, M. *Enquête comparative sur les sociétés par actions*. Holanda: Perugia, 1974. p. 837-838; 1083-1086; COMPARATO, Fábio Konder. “O direito ao dividendo nas companhias fechadas”. In: *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 158; WELLS, Harwell. The rise of the close corporation and the making of corporation law. In: *Berkeley Business Law Journal*, vol. 5.2, 2008, p. 263-316. Não obstante, a distinção era já reconhecida na prática e na doutrina. Nesse sentido, veja-se o seguinte comentário, de 1948: “*Lawyers have long recognized, in practice if not in theory a distinction between two types of corporations termed – for lack of more precise appellations – the “close corporation” and the “public issue corporation” (...) In the economic sense in which the term is used in the United States, a “close corporation” is an enterprise in corporate form in which management and ownership are substantially identical. As a result of the identity the participant consider themselves “partners” and seek to conduct the corporate affairs to a greater or lesser extent in the manner of a partnership. Implementation or frustration of that desire has given rise to most of the litigated cases in the United States.*” (cf. ISRAELS, Carlos D. The close corporation and the law. In: *Cornell Law Review*, vol. 33, jun. 1948, p. 488)

⁵⁵ Cf. LATTY, Elvin R. CLIFFORD, Donald. *Estats Unis d’Amérique*. In: ROTONDI, M. *Enquête comparative sur les sociétés par actions*. Holanda: Perugia, 1974. p. 843-844; 1983-1086; ECKERT, Robert J. WELLENS, David R. A comparison of the close corporation statutes of Delaware, Florida and New York. In: *University of Miami Law Review*, 23, 1969. p. 530. Comentava-se que essas regras foram desenhadas “*to free close corporations from the operation of statutory and case law rules, which are desirable with respect to publicly held corporations, but which may be unduly restrictble when applied to a corporation whose stock is closely held*” (cf. ARSHT, Samuel. STAPLETON, Walter. *Analysis of the New Delaware Corporation Law*. New Jersey: Prentice-hall, 1967. p. 343) Ademais, destacava-se também a dificuldade de eleição de critério de distinção e a falta de consenso na doutrina norte-americana em torno da definição de *close corporation*. (cf. ECKERT, Robert J. WELLENS, David R. A comparison of the close corporation statutes of Delaware, Florida and New York. In: *University of Miami Law Review*, 23, 1969. p. 15-516).

⁵⁶ A competição entre estados e a popularidade da legislação do estado de Delaware sobre as companhias abertas (*publicly traded corporations*) é assunto há muito comentado no país. Nesse sentido, ver ROMANO, Roberta. State competition for corporate charters. In: ROMANO, Roberta. *Foundations of corporate law*. New York: Foundation Press, 1993. p. 84-90; PINTO, Arthur E. GEVURTZ, Franklin A. Unites States: corporate governance for publicly traded corporations. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013. p. 1050-1051.

⁵⁷ Cf. §342 da *General Corporation Law* de Delaware: “§ 342 *Close corporation defined; contents of certificate of incorporation. (a) A close corporation is a corporation organized under this chapter whose certificate of incorporation contains the provisions required by §102 of this title and, in addition, provides that: (1) All of the corporation’s issued stock of all classes, exclusive of treasury shares, shall be represented by certificates and shall be held of record by not more than a specified number of persons, not exceeding 30; and (2) All of the issued stock of all classes shall be subject to 1 or more of the restrictions on transfer permitted by § 202 of*

essas companhias no tocante, por exemplo, a eventuais acordos entre sócios para restringir os poderes dos administradores ou mesmo para substituí-los (§§350-351).

A disciplina do mercado de valores mobiliários norte-americana é fortemente concentrada no princípio do *full disclosure*⁵⁸. O *Securities Act* de 1933, que disciplina a oferta de valores mobiliários, com foco no mercado primário, estabelece regime informacional obrigatório, com o objetivo de prevenir fraudes, para tanto exigindo dos emissores registro das ofertas de valores mobiliários perante a SEC (seção 6). Além disso, estabelece certas exceções à regra geral da obrigatoriedade de registro e certas hipóteses de dispensa como, por exemplo, para ofertas direcionadas a número reduzido de investidores qualificados (*accredited investors*) e de volume restrito (seção 4)⁵⁹.

this title; and (3) The corporation shall make no offering of any of its stock of any class which would constitute a "public offering" within the meaning of the United States Securities Act of 1933 [15 U.S.C. § 77a et seq.] as it may be amended from time to time. (...)" Sobre essa definição, comentou-se: "It is notable that these characteristics bear some similarity to the English "private company". The draftsmen of the provisions has acknowledged the similarity." (cf. LATTY, Elvin R. CLIFFORD, Donald. *Estados Unidos d'América*. In: ROTONDI, M. *Enquête comparative sur les sociétés par actions*. Holanda: Perugia, 1974. p. 1085) E ainda: "A técnica distintiva nos direitos dos estados federados não se revelaria uniforme, embora os critérios mais utilizados sejam o número de sócios, a inexistência de um mercado para a negociação das participações sociais e a influência dos sócios na administração." (cf. CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 504)

⁵⁸ "In the third place, in the realm of regulation of securities, the government's principal requirement has been disclosure of the true state of affairs attending the issuance of a security to the public. To be true, this has meant the incursion of the government into matters hitherto considered private. The regulatory accent is upon truthful disclosure of what is and has been done rather than upon government dictation of how to act. It is admitted that from these required disclosures, the government has learned of many practices which it has considered to be unsound and which have later been made the subject of regulation. (...)" (cf. STONE, Ferdinand. *Some comments on the American business corporation in mid-twentieth century*. In: *Instituto di diritto commerciale comparato* A. Sraffa dell'Università Bocconi di Milano. *La società per azioni alla metà del secolo XX: studi in memoria di Angelo Sraffa*. Pádua: Casa editrice Dott. Antonio Milani, 1961. p. 727-728) Ainda sobre o tema: CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986. p. 719 et seq.; COX, James D. HILLMAN, Robert W. LANGEVOORT, Donald C. *Securities regulation: cases and materials*. 5ª ed. New York: Aspen Publishers, 2006. p. 3; EASTERBROOK, Frank H. FISCHER, Daniel R. *Mandatory disclosure and the protection of investors*. In: ROMANO, Roberta. *Foundations of corporate law*. New York: Foundation Press, 1993. p. 295-300. Relatando as críticas que essa abordagem recebeu à época, ver MILLER, Geoffrey P. *Economics of Securities Law*. Vol. I. Nova York: Edward Elgar, 2016. p. X e DOUGLAS, William O. BATES, George E. "The Federal Securities Act of 1933". 1933. In: MILLER, Geoffrey P. *Economics of Securities Law*. Vol. I. Nova York: Edward Elgar, 2016. p. 171-217. Especialmente nesse campo, comenta-se que a divisão entre a disciplina societária e do mercado de valores mobiliários não é inteiramente clara, e há sobreposições (cf. PINTO, Arthur E. GEVURTZ, Franklin A. *United States: corporate governance for publicly traded corporations*. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013. p. 1053)

⁵⁹ Essas ofertas podem ser enquadradas sob a dispensa dirigida a ofertas privadas ("*private placements*"). Além disso, o diploma dá à SEC margem para dispensar o registro quando assim entender adequado. Veja-se, por exemplo, o que diz o item (b) (1) da Seção 3 do *Securities Act* de 1933: "(1) *Small Issues Exemptive Authority*.—The Commission may from time to time by its rules and regulations, and subject to such terms and conditions as may be prescribed therein, add any class of securities to the securities exempted as provided in this section, if it finds that the enforcement of this title with respect to such securities is not necessary in the public interest and for the protection of investors by reason of the small amount involved or the limited

Já o *Securities Exchange Act* de 1934 ocupa-se mais do mercado secundário de valores mobiliários, em vista do interesse público que atrai e da proteção que conseqüentemente demanda⁶⁰. Também esse diploma impõe regime informacional obrigatório a partir da exigência de registro de valores mobiliários perante a SEC, notadamente de emissores cujos valores mobiliários sejam listados em bolsa ou que atinjam determinados parâmetros de patrimônio e dispersão acionária (seções 12 a 14)⁶¹. São referidas como *reporting companies* aquelas assim registradas, que ficam obrigadas a submeter à SEC uma série de informações periódicas e anuais⁶². Adicionalmente, esse diploma lista os valores mobiliários excetuados

character of the public offering; but no issue of securities shall be exempted under this subsection where the aggregate amount at which such issue is offered to the public exceeds \$5,000,000.” A SEC regulamentou a matéria por meio de diversos atos normativos, em especial o “*Regulation D*”. Sobre o tema, ver PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 335-342; CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986. p. 725 et seq.

⁶⁰ O próprio diploma lista os motivos pelos quais entendeu-se à época que “*transactions in securities as commonly conducted upon securities exchanges and over-the-counter markets are affected with a national public interest which makes it necessary to provide for regulation and control of such transactions and of practices and matters related thereto*”, inclusive o risco de manipulação e fraudes e sua ampla repercussão (cf. Seção 2 – “*Necessity for regulation as provided in this title*”).

⁶¹ Atualmente, com a reforma promovida pelo *JOBS Act* de 2012, exige-se o registro de emissor que, em determinado exercício, detiver ativos em montante superior a US\$ 10 milhões e uma espécie ou classe de valores mobiliários detidos por mais de 500 (quinhentos) investidores não qualificados ou 2.000 (dois mil) investidores. Diz a regra: “*SEC. 12. (a) It shall be unlawful for any member, broker, or dealer to effect any transaction in any security (other than an exempted security) on a national securities exchange unless a registration is effective as to such security for such exchange in accordance with the provisions of this title and the rules and regulations thereunder. (...) (b) A security may be registered on a national securities exchange by the issuer filing an application with the exchange (and filing with the Commission such duplicate originals thereof as the Commission may require), which application shall contain— (...) (g)(1) Every issuer which is engaged in interstate commerce, or in a business affecting interstate commerce, or whose securities are traded by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce shall— (A) within 120 days after the last day of its first fiscal year ended on which the issuer has total assets exceeding \$10,000,000 and a class of equity security (other than an exempted security) held of record by either— (i) 2,000 persons, or (ii) 500 persons who are not accredited investors (as such term is defined by the Commission), (...) register such security by filing with the Commission a registration statement (and such copies thereof as the Commission may require) with respect to such security containing such information and documents as the Commission may specify comparable to that which is required in an application to register a security pursuant to subsection (b) of this section. (...)*” Além de destacar que a definição contida na legislação federal do mercado de valores mobiliários não necessariamente coincide com a definição de companhia aberta da legislação societária, explica Pitta: “*Trata-se, portanto, de um critério material, na medida em que centrado na existência de alguma dispersão acionária (ou de outros valores mobiliários da companhia), presumida a partir da realização de uma oferta pública, da listagem em uma bolsa de valores ou da existência de um número significativo de investidores. Sob essa lógica, tal dispersão levaria naturalmente à existência de um mercado secundário para os valores mobiliários de tal companhia, justificando sua sujeição ao regime especial – sobretudo informacional – aplicável às companhias abertas. A principal consequência da adoção desse critério é a possibilidade de a aquisição do status de companhia aberta ocorrer de maneira involuntária, em decorrência do aumento do seu número de acionistas*” (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 176-177; 354-370; 387-399)

⁶² A Seção 15 (d) do *Securities Exchange Act* de 1934 estende essas obrigações informacionais aos emissores que promovam registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários sob o *Securities Act* de 1933.

da exigência de registro e permite que a SEC o dispense, observado o interesse público⁶³.

O *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, promulgado em reação a escândalos envolvendo companhias abertas que emergiram em 2001-2002, pretendeu reforçar a proteção de investidores. Para tanto, adotou medidas de governança corporativa e regulou matérias antes reservadas à esfera estatal, distanciando-se assim da abordagem regulatória original centrada no regime de *disclosure*⁶⁴. Novas medidas de proteção aos investidores foram introduzidas pelo *Dodd-Frank Act*, promulgado em 2010, em reação à crise financeira de 2007-2008, que ampliou a intervenção federal em matéria de governança⁶⁵.

Por fim, o *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act* de 2012 teve por objetivo estimular e ampliar o acesso ao mercado de capitais mediante a eliminação ou o abrandamento de certas exigências regulatórias. Notadamente, o diploma instituiu o *status* de companhia emergente (*emerging growth company*), restrito àquelas que tenham faturamento anual bruto inferior a US\$ 1 bilhão, e concedeu-lhes uma série de descontos no tocante às obrigações de *disclosure* do *Securities Exchange Act* de 1934 e às exigências de auditoria do *Sarbanes-Oxley Act* de 2012, dentre outros. Nesse contexto, foram alargadas as hipóteses de dispensa

⁶³ Diz a Seção 12 (g) (3) do *Securities Exchange Act* de 1934: “(3) *The Commission may by rules or regulations or, on its own motion, after notice and opportunity for hearing, by order, exempt from this subsection any security of a foreign issuer, including any certificate of deposit for such a security, if the Commission finds that such exemption is in the public interest and is consistent with the protection of investors.*” Além disso, o item (6) permite que a SEC dispense o registro de valores mobiliários adquiridos no âmbito de ofertas sob dispensa de registro nos termos da Seção 4 (6) do *Securities Act* de 1933.

⁶⁴ Cf. PINTO, Arthur E. GEVURTZ, Franklin A. United States: corporate governance for publicly traded corporations. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013. p. 1048-1049; PLESSIS, Jean Jacques du; HARGOVAN, Anil; BAGARIC, Mirko. *Principles of contemporary corporate governance*. 2ª ed. Melbourne: Cambridge University Press, 2011. p. 159 et seq. Comenta-se que diversos de seus dispositivos “*depart radically from the securities laws’ historical preoccupations of addressing investor protection via disclosure. Among other features, the Act sets forth broad prescriptions for corporate governance, authorizes the SEC to develop rules for professional conduct for lawyers, and regulates areas that have always been the province of the states, such as loans to officers and directors.*” (cf. COX, James D. HILLMAN, Robert W. LANGEVOORT, Donald C. *Securities regulation: cases and materials*. 5ª ed. New York: Aspen Publishers, 2006. p. 9). Aponta-se para o Sarbanes-Oxley Act como exemplo da crescente intersecção do direito societário com o direito do mercado de capitais (cf. WINTER, Jaap. “Chapter 1 – The Need for a Regulatory Framework: EU Company Law at the Cross-Roads”. In: FERRARINI, Guido. HOPT, Klaus. WINTER, Jaap. WYMEERSCH, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 12-13). Para uma crítica às regras sobre governança corporativa desse diploma, ver ROMANO, Roberta. *The Sabanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*. 2004. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=596101>. Acesso em: 02 jan. 2019.

⁶⁵ Para exame crítico das regras sobre governança corporativa desse diploma (especialmente aquelas relacionadas à remuneração de administradores), ver BAINBRIDGE, Stephen M. *Dodd-Frank: quack federal corporate governance round II*. 2010. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper n. 10-12. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1673575. Acesso em: 02 jan. 2020; BAINBRIDGE, Stephen M. *The corporate governance provisions of Dodd-Frank*. 2010. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper n. 10-14. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1698898>. Acesso em: 02 jan. 2020.

de registro do *Securities Act* de 1933 (inclusive para ofertas de *crowdfunding*⁶⁶) e os limites (*thresholds*) a partir dos quais o registro de emissor se torna obrigatório sob o *Securities Exchange Act* de 1934⁶⁷.

Nos Estados Unidos, o número de companhias abertas e listadas vem caindo⁶⁸. Entre elas ainda há predomínio de quadros de capital disperso, com consequente separação entre propriedade e controle, constatada por Berle e Means em obra seminal de 1932⁶⁹. Além disso, há um universo de companhias que optaram por *initial public debt offerings* – isto é, ofertas públicas iniciais de distribuição de títulos representativos de dívida, antes e independentemente da oferta pública inicial para distribuição de ações⁷⁰. Por fim, observou-

⁶⁶ Para comentário sobre a abrodagem regulatória norte-americana nesse tema, destacando o seu rigor, ver PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 416-417.

⁶⁷ Diz-se que esse diploma facilitou a permanência como companhia “fechada” e, ao mesmo tempo, tem tido resultados positivos no sentido de estimular a abertura de capital: “*The JOBS Act is working. As we discussed in the previous section, venture-capital backed companies do prefer to stay private longer, but the JOBS Act has contributed to a surge in IPOs within the US. (...) The JOBS Act is also (at least partly) responsible for the increase in foreign companies “going public” on a stock Exchange in the US.*” (cf. VERMEULEN, Erik P.M. “Chapter 31 – New metrics for corporate governance: shifting strategies in an aging IPO market”. In: GORDON, Jeffrey N. RINGE, Wolf-Georg. *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 854-855) O autor elogia também o diploma por permitir às “*high-growth companies a legitimate basis to deviate from the “one-size-fits-all” agency-based rules and regulations that usually apply as soon as they decide to go public.*” (p. 864)

⁶⁸ De acordo com um levantamento, o número caiu de 7.322 companhias listadas em bolsa em 1996 para 3.671 em 2017 (cf. THOMAS, Jason. *Where have all the public companies gone?* In: *Wall Street Journal*, 16 nov. 2017. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/where-have-all-the-public-companies-gone-1510869125>. Acesso em: 02 jan. 2019). Com efeito, houve nas últimas décadas uma queda no número de ofertas públicas iniciais, cf. COFFE JR., John. *The irrepressible myth that SEC overregulation has chilled IPOs*. 2018. Disponível em: <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/05/29/the-irrepressible-myth-that-sec-overregulation-has-chilled-ipos/>. Acesso em: 03 jan. 2020; RITTER, Jay R. GAO, Xiaohui. ZHU, Zhongyan. *Where Have All the IPOs Gone?* 2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1954788>. Acesso em: 03. jan. 2020.

⁶⁹ Cf. BERLE, Adolf A. MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 2007. Contudo, esse quadro vem mudando diante do crescimento da participação de investidores institucionais: “*For most of the twentieth century, the ownership of publicly traded corporations was primarily in the hands of private individuals. Corporate governance rules were greatly influenced by and recognized this primacy. In the last few decades, the ownership of shares has shifted, with increased ownership by institutional investors consisting of private and public pension funds, insurance companies, foundations, universities, brokerage firms, bank trust companies, mutual funds, and more recently private equity and hedge funds. While the Berle-Means corporation of dispersed ownership continues, institutional ownership means that those shareholders often hold a larger number of shares representing a larger investment compared to individuals. If these institutions act collectively, they can influence their corporations.*” (cf. PINTO, Arthur E. GEVURTZ, Franklin A. *Unites States: corporate governance for publicly traded corporations*. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013. p. 1047) A doutrina destaca a importância para o reconhecimento da distinção entre companhias abertas e fechadas e a influência para a legislação da década de 1930 da obra seminal de Berle e Means. (cf. CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 504)

⁷⁰ Em 2018, foi realizado estudo empírico sobre os *initial public debt offerings*, com base em amostra de 635 (seiscentos e trinta e cinco) emissores que assim captaram recursos entre 1987 e 2016, partindo da constatação de que a doutrina tem negligenciado a alternativa de “abertura” (*going public*) para o mercado de dívida. (cf.

se recentemente um aumento no número de companhias que não se enquadram como *reporting companies* sob o *Securities Exchange Act* de 1934, mas ainda assim possuem considerável dispersão acionária. Coffee a elas se refere como “*semi-public companies*”, e aponta o impacto do *JOBS Act* como um dos principais fatores para esse crescimento⁷¹.

1.2.3 França

Na França, instituiu-se originalmente no âmbito do direito societário a distinção em torno de sociedades que fazem apelo à poupança popular (“*appel publique à l'épargne*”)⁷². Depois, esse passou a ser um conceito-chave do direito financeiro (isto é, do mercado de capitais), a partir do qual incidem regras diversas de proteção dos investidores e do mercado, e foi mais recentemente substituído pelo conceito de sociedades cujos títulos sejam admitidos à negociação em mercado regulamentado (“*dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé*”)⁷³.

GLUSHKOV, Denys. KHORANA, Ajay. RAU, P. Raghavendra. ZHANG, Jingxuan. *Why Do Firms Go Public Through Debt Instead of Equity?*. 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2024375. Acesso em: 27 dez. 2019)

⁷¹ Cf. COFFEE JR., John. *The Challenge of the Semi-Public Company*, 2013. Disponível em: <http://clsbluesky.law.columbia.edu>. Acesso em: 30 jun. 2018.

⁷² Dizia o artigo 72 da Lei n. 66-537, de 1966 (revogado em 1988): “*Sont réputées faire publiquement appel à l'épargne les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, à dater de cette inscription, ou qui, pour le placement des titres, quels qu'ils soient, ont recours soit à des établissements de crédit, soit à des établissements mentionnés à l'article 99 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, ou agents de change, soit à des procédés de publicité quelconque, soit au démarchage.*” Antes da instituição dessa distinção, ao comentar a realidade das companhias francesas, afirmou Ripert: “*La tâche est difficile, car dans ces quarante mille sociétés anonymes, il y a de tout, depuis la modeste société à caractère familial dont les titres ne circulent pas et restent parfois attachés à la souche, jusqu'au trust gigantesque dont les actions alimentent tous les marchés du monde. Le législateur soumet toutes les sociétés anonymes aux mêmes lois, règle d'égalité démocratique qui aboutit à ce résultat de faire protéger les puissants par la masse des petits. Ce qu'il y a de plus sûr pour avoir une idée générale de l'importance des sociétés par actions est de ne retenir que celles dont les titres sont cotés à la Bourse. On a essayé dans ces derniers temps d'imposer une surveillance particulièrement active à celles “qui font appel au public”, mais le sens de cette expression reste incertain; toutefois la cotation officielle est un élément certain.*” (cf. RIPERT, Georges. *Aspects juridiques du capitalisme moderne*. 2ª ed. Paris: Librairie Générale de Droit et Jurisprudence, 1951. p. 67-68) E ainda, ao comentar os defeitos dessa iniciativa, concluiu: “*Si on était parti de cette idée nette que la société anonyme est une machine à collecter l'épargne, on aurait appliqué le régime juridique qui convient à ces seules sociétés. (...) Il ne faut pas imposer aux petites sociétés familiales le lourd appareil qui est nécessaire aux autres.*” (cf. RIPERT, Georges. *Aspects juridiques du capitalisme moderne*. 2ª ed. Paris: Librairie Générale de Droit et Jurisprudence, 1951. p. 114)

⁷³ Cf. COURET, Alain. NABASQUE, Hervé le. COQUELET, Marie-Laure. GRANIER, Thierry. PORACCHIA, Didier. RAYNOUARD, Arnaud. REYGROBELLET, Arnaud. ROBINE, David. *Droit financier*. 1ª ed. Paris: Dalloz, 2008. p. 144. A substituição da referência ao apelo à poupança popular (“*l'appel public à l'épargne*”) pela noção de “*offre au public de titres financiers*” e de “*admission aux négociations sur un marché réglementé*” nasceu de um esforço de harmonização do direito francês com diretivas da União

Atualmente, o Código Comercial (*Code de Commerce*) francês regula as sociedades anônimas, dedicando tratamento específico àquelas cujos títulos sejam admitidos à negociação em mercado regulamentado e, por vezes, mais especificamente, àquelas cujas ações ou títulos de capital sejam admitidos à negociação. Por exemplo, para essas companhias exige número mínimo de sete sócios (artigo L225-1) e estabelece outros requisitos em termos de organização da administração e de divulgação de informações.

Já a admissão à negociação e a oferta pública de valores mobiliários são regidas pelo Código Monetário e Financeiro (*Code Monétaire et Financier*) (artigo L421-14 *et seq.*) e, suplementarmente, pelo regulamento geral e demais regras expedidas pela *Autorité des Marchés Financiers* – AMF⁷⁴. Criada em 2003, a AMF é atualmente a autoridade responsável por regular os atores e produtos do mercado francês, com poderes de fiscalização e sanção, inclusive com relação às companhias listadas (*sociétés cotées*)⁷⁵. As regras de listagem estabelecem para as companhias listadas exigências de percentual mínimo de *free float*, divulgação de informações financeiras, e mais. Em janeiro de 2019, havia 950

Europeia, comentado a seguir. Vale notar ainda que o artigo L211-1 do Código Monetário e Financeiro francês define como “instrumentos financeiros” os “títulos financeiros”, incluindo títulos de capital emitidos por sociedades por ações e títulos de dívida (“*titres de créance*”), e os “contratos financeiros”. Ambos podem enquadrar-se como valores mobiliários sob o artigo L228-1 do Código Comercial. Sobre essas classificações, ver COZIAN, Maurice. VIANDIER, Alain. DEBOISSY, Florence. *Droit des sociétés*. 29^a ed. Paris: Lexis Nexis, 2016. p. 522 *et seq.*

⁷⁴ A AMF substituiu a COB (*Commission des Opérations de Bourse*), primeira autoridade europeia de supervisão do mercado de valores mobiliários, criada com inspiração na norte-americana SEC, a partir da ordenação n. 67.833/1967. Sobre o tema, ver TUNC, André. A french lawyer looks at american Corporation law and securities regulation. In: *University of Pennsylvania Law Review*. Vol. 130. Abr. 1982. No. 4. p. 759-760; CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2^a ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 505; RIPERT, Georges. ROBLOT, René. *Traité de droit commercial*. Vol. 2. 14^a ed. Paris: LGDJ, 1994. p. 13-14; CONAC, Pierre-Henri. France: the permanent reform of corporate governance. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013. p. 494; COURET, Alain. NABASQUE, Hervé le. COQUELET, Marie-Laure. GRANIER, Thierry. PORACCHIA, Didier. RAYNOUARD, Arnaud. REYGROBELLET, Arnaud. ROBINE, David. *Droit financier*. 1^a ed. Paris: Dalloz, 2008. p. 34-37; 173 *et seq.*

⁷⁵ Sobre a admissão à negociação e a aquisição do status de companhia listadas (*société cotée*), diz a doutrina: “L’admission (...) exige de vérifier que la société satisfait aux conditions posées par l’entreprise de marché. Par exemple, pour le marché Euronext-Paris, il faut s’assurer que la société dispose d’au moins trois bilans annuels; de même, celle-ci doit être prête à mettre sur le marché un minimum de titres (en principe 25%) et ses statuts ne doivent pas comporter de limitations à la libre négociabilité des actions. L’admission prend la forme d’une décision formelle du conseil d’administration de Euronext-Paris, après visa de l’AMF. L’introduction en bourse sur l’admission; c’est la procédure par laquelle les investisseurs se voient offrir la possibilité d’acheter une partie des titres dont l’admission vient d’être décidée. Les procédures d’introduction en bourse sont définies dans les règlements établis par chacune des entreprises de marché. Elles combinent placement auprès des investisseurs institutionnels – banques, compagnies d’assurance – et offert aux particuliers.” (cf. COZIAN, Maurice. VIANDIER, Alain. DEBOISSY, Florence. *Droit des sociétés*. 29^a ed. Paris: Lexis Nexis, 2016. p. 540) Sobre o tema, ver também COURET, Alain. NABASQUE, Hervé le. COQUELET, Marie-Laure. GRANIER, Thierry. PORACCHIA, Didier. RAYNOUARD, Arnaud. REYGROBELLET, Arnaud. ROBINE, David. *Droit financier*. 1^a ed. Paris: Dalloz, 2008. p. 42 *et seq.*

companhias listadas na bolsa principal de Paris (*Euronext Paris*)⁷⁶.

Ao mesmo tempo em que o Código Monetário e Financeiro veda a oferta pública de títulos financeiros por pessoas ou entidades não previamente autorizadas (artigo L411-1), excepciona certas hipóteses a partir de critérios como os destinatários (por exemplo, investidores qualificados) e volume total da oferta pública (artigo L411-2).

A legislação francesa incorporou nos últimos anos boa parte das diretivas da União Europeia referentes ao mercado de capitais, além da MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*), que entrou em vigor em janeiro de 2018⁷⁷. Com efeito, o esforço de harmonização do direito societário e do direito dos mercados financeiro e de capitais no âmbito da União Europeia se intensificou nas últimas décadas, incentivado pelo ideal de um mercado internacional com liberdade de eleição de sede (“*freedom of establishment*”) e em face ao receio de a diversidade de regimes societários distorcer a competição entre países membros e promover um “*race-to-the-bottom*”⁷⁸. Esse movimento teve importância considerável para

⁷⁶ Cf. MCPHERSON, Jemma Lohr. MARGENET-BAUDRY, Thomas. France. In: *The Initial Public Offerings Law Review*. 3ª ed. abr. 2019. Disponível em: <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-initial-public-offerings-law-review-edition-3/1189671/france>. Acesso em: 28 dez. 2019.

⁷⁷ Cf. HUBERT, Olivier. PINCE, Arnaud. France. *The International Capital Markets Review*. 9ª ed. The Law Reviews, dez. 2019. Disponível em: <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-international-capital-markets-review-edition-9/1211238/france>. Acesso em: 28 dez. 2019.

⁷⁸ Cf. WINTER, Jaap. “Chapter 1 – The Need for a Regulatory Framework: EU Company Law at the Cross-Roads”. In: FERRARINI, Guido. HOPT, Klaus. WINTER, Jaap. WYMEERSCH, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 3. Contudo, como comenta Pitta, as tentativas de harmonização em matéria de direito societário, especialmente sobre aspectos estruturais das sociedades, não tiveram grande sucesso. (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 177) Tradicionalmente, essas iniciativas foram concentradas nas companhias de maior porte, empregando o tipo societário como critério de distinção. Isso suscitou crítica em função das diferentes formas de utilização dos tipos societários e da diversidade de situações fáticas por eles abrangidas. Propôs-se então que a intervenção passasse a se concentrar no universo de *listed companies*, sob o argumento de que nele converge maior interesse público, e que em grande parte dos países corresponde às companhias de maior porte: “*Therefore and taking into account the public policy interest, the Community should focus on the most important firms, those with the highest public interest density. In most states these would be the listed companies. (...) In any case – and following the recommendation of the Winter Report – the Community’s priority in the company law field should first and foremost be addressed to the listed companies. These are most of the time the largest firms, are exposed to the strongest competition within the Community or worldwide, attract the largest amount of capital, and their decisions affect a very large number of shareholders and stakeholders. Moreover, as their shares are traded on the public markets, public policy should take into account the clear need for comparability, transparency and trust building.*” (cf. WYMEERSCH, Eddy. “Chapter 3 – Modern Company Law-Making: about techniques of regulating companies in the European Union”. In: FERRARINI, Guido. HOPT, Klaus. WINTER, Jaap. WYMEERSCH, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 145-175; 171-172); “*On the topic of organizational structure, the report of the “Reflection Group” of 5 April 2011 includes the assessment that the legislative distinction between large and small corporations – i.e. between public limited companies and private limited companies – is outdated because in reality there are public limited liability companies with a small number of shareholders and – vice versa – private limited companies with a large number of shareholders. Accordingly, distinctions in legislation between listed and non-listed companies would be more appropriate to the times.*” (cf. ROTH, Günter H. KINDLER, Peter. *The spirit of corporate law: core principles of corporate law in continental Europe*. Munique: CH Beck, 2013. p. 96) Ao mesmo tempo,

a consolidação da tutela específica das companhias abertas nos países membros⁷⁹.

1.2.4 Itália

No direito italiano, distinção semelhante foi introduzida pela Lei n. 216/1974, que passou a dedicar tratamento específico à “*società con azioni quotate in borsa*”⁸⁰. Diz-se que a iniciativa teve por influência o direito norte-americano, tanto, semelhantemente, que foi acompanhada da criação de autoridade de supervisão do mercado de valores mobiliários, a *Commissione nazionale per le società e la borsa* – CONSOB⁸¹.

Aquele diploma autorizava a CONSOB a dispor sobre a listagem em bolsa de “*titoli abitualmente e largamente negoziati*” (artigo 3, (d))⁸². Assim sendo, explicava a doutrina que “[s]e il fatto formale della quotazione dei titoli in borsa era il necessario presupposto di applicazione di questo speciale “statuto” societario, il suo referente sostanziale stava però nella larga base azionaria di queste società e nella diffusione dei titoli tra un vasto pubblico

esses autores ponderam que a distinção em função do porte das companhias seria mais adequada para a disciplina de sua estrutura administrativa.

⁷⁹ Destaca-se a diretiva sobre a admissão de valores mobiliários a listagem em bolsas de valores, de 2001. Seus objetivos foram explicitados no seguinte considerado (Diretiva 2001/34/EC): “*The coordination of the conditions for the admission of securities to official listing on stock exchanges situated or operating in the Member States is likely to provide equivalent protection for investors at Community level, because of the more uniform guarantees offered to investors in the various Member States, it will facilitate both the admission to official stock exchange listing, in each such State, of securities from other Member States and the listing of any given security on a number of stock exchanges in the Community; it will accordingly make for greater interpenetration of national securities markets by removing those obstacles that may prudently be removed and therefore contribute to the prospect of establishing a European capital market.*” Sobre os critérios de classificação desse diploma, ver DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. London: Sweet & Maxwell, 2008. p. 866 et seq.

⁸⁰ Cf. GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubbico Dell’Economia*. Vol. 29º. Pádua: Antonio Milani, 2003. p. 41. Aquele diploma introduziu também alterações ao Código Civil italiano no que diz respeito à disciplina das “*società con azioni quotate in borsa*”. Em estudo desenvolvido em 1972 sobre a reforma da lei societária brasileira (vide item 3.1.1 a seguir), Lamy noticiou o projeto italiano – ainda não transformado em lei àquela altura – das sociedades anônimas com ações cotadas em bolsas, como paradigma da grande empresa, para que fosse levada em consideração pelo legislador brasileiro. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei de sociedades anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972. p. 132)

⁸¹ Cf. GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubbico Dell’Economia*. Vol. 29º. Pádua: Antonio Milani, 2003. p. 41; CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 505.

⁸² Esse requisito de admissão foi regulamentado pela CONSOB em 1977, por meio da deliberação n. 233, e concentrou-se no nível de dispersão desses títulos (“*che la società avesse emesso titoli diffusi fra il pubblico in misura nin inferiore a 20 per cento dell’ammontare complessivo dela categoria di appartenenza*”). (cf. GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubbico Dell’Economia*. Vol. 29º. Pádua: Antonio Milani, 2003. p. 42)

di risparmiatori”⁸³.

Em 1998, foi aprovado o *Testo Unico sull’Intermediazione Finanziaria* (Decreto-lei n. 58/1998), que dedicou um capítulo à disciplina da “*società con azioni quotate*”, assim entendida a sociedade italiana com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado (artigo 119)⁸⁴. O diploma estabelece também deveres informacionais para os “*emittenti quotati*” (artigos 114 e 115), definidos como “*i soggetti, italiani o esteri, inclusi i trust, che emettono strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato italiano*”.

Além disso, o *Testo Unico sull’Intermediazione Finanziaria* contempla e estende para os “*emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in misura rilevante*” certos deveres informacionais (artigo 116). Comenta a doutrina que essa foi uma inovação do diploma, ao ampliar o escopo do regime informacional para além do universo de “*emittenti quotati*”⁸⁵.

Apesar de essas sociedades “abertas” não constituírem tipo societário autônomo sob o direito italiano⁸⁶, o tema, a partir da edição do *Testo Unico sull’Intermediazione Finanziaria*, passou a suscitar maior discussão⁸⁷.

Em 2003, houve ampla reforma do direito societário (Decreto-lei n. 6/2003). A preocupação com a proteção dos investidores, com vistas a promover o crescimento e a competitividade

⁸³ Cf. GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico Dell’Economia*. Vol. 29°. Pádua: Antonio Milani, 2003. p. 41.

⁸⁴ Essa disciplina inclui obrigação de comunicação de participação relevante e outros deveres informacionais, como também cobre temas como participações recíprocas e pactos parasociais. Sobre a influência para essa reforma dos debates a nível global sobre governança corporativa, ver ANNUNZIATA, Filippo. *La disciplina del mercato mobiliare*. 3ª ed. Turim: Giappichelli, 2004. p. 16-17.

⁸⁵ Cf. ANNUNZIATA, Filippo. *La disciplina del mercato mobiliare*. 3ª ed. Turim: Giappichelli, 2004. p. 352-353. Explica o autor: “*Appare, dunque, evidente la nuova prospettiva nella quale si colloca la disciplina dell’informazione societaria; essa cessa di essere circoscritta, quantomeno in via prevalente, ai soggetti con strumenti negoziati in mercati ufficiali, o ai soggetti che sollecitano il pubblico risparmio, per divenire paradigma più generale dei soggetti che abbiano strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante.*”

⁸⁶ Cf. GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico Dell’Economia*. Vol. 29°. Pádua: Antonio Milani, 2003. p. 43.

⁸⁷ “*Gli interventi che il legislatore realizza con il Testo Unico in materia societaria consistono tanto nell’introduzione di istituti del tutto nuovi, quanto nella modifica di norma di diritto comune. La disciplina delle società quotate viene così a caratterizzarsi fortemente rispetto a quella delle società non quotate, sebbene (...) tale impostazione non si spinga sino al punto di rendere le società quotate un vero e proprio “tipo” societario distinto dalle società azionarie non quotate. Di certo, la riforma ha inevitabilmente posto il problema della revisione più general del diritto societario in Italia.*” (cf. ANNUNZIATA, Filippo. *La disciplina del mercato mobiliare*. 3ª ed. Turim: Giappichelli, 2004. p. 380); “*Dal momento che la disciplina delle società per azioni quotate prevede, come meglio si vedrà attraverso l’esame delle regole del t.u.f., notevoli (per non dire radicali) differenze del carattere della quotazione, è stato sollevato il problema se sia possibile considerare entrambe le forme societarie come un unico tipo; ovvero se si tratti ormai di due tipi oiali diversi.*” (cf. JAEGER, Pier Giusto. DENOZZA, Francesco. TOFFOLETTO, Alberto. *Appunti di diritto commerciale*. Impresa e società. 7ª ed. Milão: Giuffrè, 2010. p. 426)

das empresas italianas no mercado internacional, foi um dos fatores a motivar que lhes fosse conferida disciplina própria no âmbito do Código Civil⁸⁸. O Código Civil italiano inclui disposições voltadas não apenas à “*società con azioni quotate nei mercati regolamentati*”, mas também a uma categoria mais abrangente, aquela da “*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischi*”. Essa foi definida como “*le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante*” (artigo 2325-bis). Diz-se que com isso se confirmou a tendência já verificada no *Testo Unico sull’Intermediazione Finanziaria* de assimilação dos emissores com títulos difusos à disciplina dos emissores listados⁸⁹.

De acordo com a regulamentação da CONSOB, são atualmente considerados (i) “*emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente: a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; b) superino due dei tre limiti indicati dall’articolo 2435-bis, primo comma, del codice civile*”⁹⁰; e (ii) “*emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani di obbligazioni, anche relative a diverse emissioni in corso, di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a cinquecento*”, observadas certas condições (artigo 2-bis do Regulamento CONSOB n. 11971/1999). Ou seja, foram adotados como critérios de classificação o número de acionistas e o nível de dispersão do capital social, bem como o

⁸⁸ Cf. JAEGER, Pier Giusto. DENOZZA, Francesco. TOFFOLETTO, Alberto. *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*. 7ª ed. Milão: Giuffrè, 2010. Diz-se que a disciplina da sociedade que recorre ao mercado de capitais de risco tem por base “*la dichiarata esigenza di apprestare una adeguata portezione del risparmio investito in azioni, anche al fine di incentivare un piú vasto afflusso del risparmio al capitale di rischio delle grandi imprese*”. (cf. GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico Dell’Economia*. Vol. 29º. Pádua: Antonio Milani, 2003. p. 44)

⁸⁹ Ao comentar os fatores que distinguem a disciplina das sociedades consideradas “abertas” (isto é, da “*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*”), Galgano destaca: (i) o maior grau de imperatividade das normas societárias, em matéria de direito de recesso e outras; (ii) a proteção mais extensa do direito do acionista a informação, como em matéria de publicidade dos pactos parasociais; (iii) a maior garantia de veracidade do balanço e de mais rigoroso controle da regularidade da gestão; (iv) os instrumentos específicos de tutela da minoria, como a legitimidade de minoria para propor ação social de responsabilidade; e (v) a adoção de uma série de medidas voltadas a garantir o funcionamento da atividade social e a certeza e estabilidade das decisões, dada a presença de um grande número de sócios, com a conversão do direito de impugnar as deliberações assembleares ilegais no direito à indenização de danos. (cf. GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico Dell’Economia*. Vol. 29º. Pádua: Antonio Milani, 2003. p. 46)

⁹⁰ Diz o artigo 2435-bis do Código Civil italiano: “*Le società, che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati, possono redigere il bilancio in forma abbreviata quando, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti: 1) totale dell’attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro (1); 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro (1); 3) dipendenti occupati in media durante l’esercizio: 50 unità. (...)*”

número e o volume total de títulos emitidos.

1.2.5 Portugal

Inicialmente, o Código das Sociedades Comerciais português (Decreto-lei n. 262/1986) disciplinou a constituição por subscrição pública e tornou obrigatórias certas medidas para as *sociedades com subscrição pública*^{91/92}.

Posteriormente, o Código dos Valores Mobiliários português, aprovado pelo Decreto-lei n. 486/1999, conferiu tratamento específico às *sociedades abertas* (conceito esse que substituiu o de *sociedades com subscrição pública*)⁹³, assim compreendidas aquelas que se enquadram

⁹¹ Comenta-se que essa distinção foi introduzida no direito português por influência sobretudo dos direitos francês, italiano e alemão. E ainda, que o direito mobiliário português teve influência do direito norte-americano e inglês. (cf. ABREU, Jorge M. Coutinho de. Portugal: synopsis on corporate governance. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013. p. 289) Apesar da menor relevância histórica e influência do direito português, em comparação com os demais países antes mencionados, para o desenvolvimento da legislação brasileira nesse campo, é brevemente mencionada neste Capítulo por oferecer interessante contraponto à disciplina brasileira examinada adiante.

⁹² Por exemplo: a necessária adoção de sistema de eleição de administradores representantes das minorias (artigo 392, n. 8). As sociedades com subscrição pública eram assim definidas em seu artigo 284: “1 - *Salvo quando da lei resulte o contrário, a expressão «sociedade com subscrição pública» compreende as sociedades constituídas com apelo a subscrição pública, as que, num aumento de capital, tenham recorrido a subscrição pública e as sociedades cujas acções sejam cotadas na Bolsa. 2 - A subscrição é pública, embora seja indirectamente efectuada por meio de instituição de crédito ou outra equiparada por lei para este efeito.*” Esse dispositivo foi revogado pelo Decreto-lei n. 486/1999, que aprovou o Código dos Valores Mobiliários. O artigo 7º desse Decreto-lei prevê o seguinte: “Artigo 7.º - *Sociedades abertas: As expressões «sociedade de subscrição pública» e «sociedade com subscrição pública», utilizadas em qualquer lei ou regulamento, consideram-se substituídas pela expressão «sociedade com o capital aberto ao investimento do público» com o sentido que lhe atribui o artigo 13.º do Código dos Valores Mobiliários.*” Além disso, o Código das Sociedades Comerciais menciona as sociedades com capital aberto em um único dispositivo, editado pelo Decreto-lei n. 486/1999, que prevê que a aquisição tendente ao domínio total de sociedade com o capital aberto ao investimento do público rege-se pelo disposto no Código dos Valores Mobiliários (artigo 490, n. 7). Câmara confirma que o conceito de “sociedade aberta” é hoje “*comum a toda a ordem jurídica portuguesa*”. (p. 512)

⁹³ O capítulo dedicado às *sociedades abertas* do Código dos Valores Mobiliários inclui disposições sobre o dever de igualdade de tratamento dos titulares de valores mobiliários, deveres de comunicação e divulgação referentes a participações qualificadas, a convocação e informação prévia a assembleia geral, a participação e votação em assembleia geral, o direito de requerer a convocação de assembleia geral e de requerer a inclusão de assuntos na ordem do dia, o reagrupamento de ações, a suspensão de deliberação social, o aumento do capital social e anulação de deliberação sobre o tema, e a perda da qualidade de sociedade aberta. Ou seja, inclui matérias com nítida feição societária. Explica o autor: “*A qualificação de uma sociedade como aberta implica a consequente aplicação de um regime jurídico específico, ditado pela necessidade de obter não só uma tutela reforçada dos interesses legítimos dos acionistas de sociedade com capital disperso como também – e em primeira linha, na nossa opinião – do próprio mercado. Os traços do referido regime manifestam-se essencialmente ao nível das deliberações sociais, de alguns deveres de informação sobre matérias relacionadas com a influência na gestão e da tomada de participações no capital. Os dois últimos níveis, mais consolidados, são os nucleares. O primeiro, mais recente, dá corpo a soluções resultantes da identificação de algumas das questões trazidas a luma pela discussão, já generalizada, em torno do governo das sociedades.*”

sob o seu artigo 13:

“1 - Considera-se sociedade com o capital aberto ao investimento do público, abreviadamente designada neste Código «sociedade aberta»:

a) A sociedade que se tenha constituído através de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal;

b) A sociedade emitente de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou à aquisição de ações que tenham sido objeto de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal;

c) A sociedade emitente de ações ou de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, que estejam ou tenham estado admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal;

d) A sociedade emitente de ações que tenham sido alienadas em oferta pública de venda ou de troca em quantidade superior a 10 % do capital social dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal;

e) A sociedade resultante de cisão de uma sociedade aberta ou que incorpore, por fusão, a totalidade ou parte do seu património.”

Portanto, a legislação portuguesa define como “sociedades abertas” e dedica tratamento especial às sociedades “*com capital aberto ao investimento do público – são sociedades comerciais anónimas de capital disperso*”, como confirma a doutrina, de modo que “*a existência de um nível mínimo de dispersão do capital constitui requisito de admissão à negociação*”⁹⁴. Essa terminologia é empregada de maneira instrumental no referido Código,

(cf. MONTEIRO, Manuel. O regime jurídico das sociedades abertas em Portugal – breves notas. In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: teoria geral*, vol. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 190) Afirma ainda Câmara que “*a regulação das sociedades abertas realiza um movimento legislativo de sentido inverso ao verificado na era oitocentista, revelado pela nova incidência de normas de direito público no espaço societário. O direito mobiliário, por seu turno, encontra aqui um motor de desenvolvimento da sua componente institucional, a par do lugar concedido às instituições financeiras e às autoridades de supervisão.*” (cf. CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 500) Prossegue o autor a comentar que “[*m*]ais do que um pólo de conflitos relativos à demarcação das fronteiras entre o direito dos valores mobiliários e o direito das sociedades, este é um espaço de confluência, de diálogo e de interdependência entre as duas disciplinas.” (p. 501) Para um relato detalhado sobre o histórico de promulgação do Código do Mercado de Valores Mobiliários e constituição da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – CMVM, ver CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 506 et seq.

⁹⁴ Cf. MONTEIRO, Manuel. O regime jurídico das sociedades abertas em Portugal – breves notas. In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: teoria geral*, vol. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 185-186. Também nesse sentido: CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 496. Quanto a esse ponto, vale observar os limites impostos pelo artigo 27 do Código dos Valores Mobiliários português com relação à perda da qualidade de “sociedade aberta”: “*Artigo 27.º Requisitos. 1 - A sociedade aberta pode perder essa qualidade quando: a) Um acionista passe a deter, em consequência de oferta pública de aquisição, mais de 90 /prct. dos direitos de voto calculados nos termos do*

para delimitar o alcance da disciplina que lhes é própria⁹⁵. Contudo, a “sociedade aberta” não constitui um tipo societário autônomo⁹⁶. Além disso, é qualidade que se adquire automaticamente, a partir da verificação de uma das situações arroladas em lei (e não, por exemplo, de um registro específico)⁹⁷.

Porém, esse regime não se confunde com o das sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa⁹⁸. Melhor dizendo, o direito mobiliário estabelece obrigações – notadamente informacionais – aplicáveis não apenas às “sociedades abertas”, como também às demais que façam apelo à poupança pública por meio desse mercado.

n.º 1 do artigo 20.º; b) A perda da referida qualidade seja deliberada em assembleia geral da sociedade por uma maioria não inferior a 90 /prct. do capital social e em assembleias dos titulares de ações especiais e de outros valores mobiliários que confirmam direito à subscrição ou aquisição de ações por maioria não inferior a 90 /prct. dos valores mobiliários em causa; c) Tenha decorrido um ano sobre a exclusão da negociação das ações em mercado regulamentado, fundada na falta de dispersão pelo público. 2 - A perda de qualidade de sociedade aberta pode ser requerida à CMVM pela sociedade e, no caso da alínea a) do número anterior, também pelo oferente. 3 - No caso da alínea b) do n.º 1, a sociedade deve indicar um acionista que se obrigue: a) A adquirir, no prazo de três meses após o deferimento pela CMVM, os valores mobiliários pertencentes, nesta data, às pessoas que não tenham votado favoravelmente alguma das deliberações em assembleia; b) A caucionar a obrigação referida na alínea anterior por garantia bancária ou depósito em dinheiro efetuado em instituição de crédito. 4 - A contrapartida da aquisição referida no n.º 3 calcula-se nos termos do artigo 188.º”

⁹⁵ Cf. CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 495.

⁹⁶ Muito embora o tema suscite discussão na doutrina. Para Câmara, a contraposição contrasta com o catálogo de tipos de sociedades comerciais do Código de Sociedades Comerciais, “na medida em que este não considera a disseminação do capital social como índice de tipo autônomo”. (cf. CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 501; 538 et seq.)

⁹⁷ Cf. CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 513. Diz o autor: “A eficácia que se desprende do estatuto de sociedade aberta não depende de uma declaração judicial ou administrativa. Dito de outro modo: uma sentença que confirme a natureza de sociedade aberta terá sempre alcance declarativo, e não constitutivo. O ponto é importante porque, como se verá, diverso sistema vale para a perda de qualidade de sociedade aberta.” (p. 513) Considerando a dificuldade de identificação das sociedades assim qualificadas nesse cenário, o artigo 14 do Código dos Valores Mobiliários exige que os atos externos apontem a qualidade de sociedade aberta.

⁹⁸ Cf. MONTEIRO, Manuel. O regime jurídico das sociedades abertas em Portugal – breves notas. In: WALD, Arnoldo (org.). *Direito empresarial: teoria geral*, vol. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 190. Nesse sentido, por exemplo, quanto aos deveres de informação, comenta: “Os deveres de informação ao mercado sobre valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa constituem um traço do regime jurídico próprio das sociedades abertas. Basta recordar que a eles se podem encontrar vinculadas entidades emittentes com natureza não societária, sociedades por quotas ou mesmo sociedades anônimas apenas com obrigações cotadas – todas entidades que, pela sua natureza jurídica, não podem sequer adquirir a qualidade de sociedade aberta ou que simplesmente não a têm.” (p. 200) Ainda sobre o tema: CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 506; 517 et seq. Em dezembro de 2014, havia 43 (quarenta e três) sociedades portuguesas com ações cotadas na Euronext Lisboa, com capitalização média de 1.154,8 milhões de Euros. (cf. CMVM. *Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal*. 2014. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/>. Acesso em: 03 dez. 2019)

1.3 A companhia aberta e o Direito societário

Como vimos, a distinção entre companhias abertas e fechadas foi paulatinamente incorporada ao arcabouço normativo de diversos países e ainda hoje suscita debate sobre como melhor distinguir e disciplinar as diferentes realidades respectivas dentro do mesmo tipo societário⁹⁹. Tanto assim que, para Comparato, a “*superação da antiga regulação uniforme, com o estabelecimento de regimes diferentes para as companhias, conforme haja ou não o ingresso no mercado de capitais*”, era – e, a nosso ver, ainda é – uma das mais marcantes tendências do moderno direito das sociedades anônimas¹⁰⁰.

A disciplina jurídica da companhia aberta não se restringe ao direito do mercado de capitais – pelo contrário, dela também tradicionalmente se ocupa o direito societário. E isso porque, como observa Yazbek, as razões para dedicar à companhia aberta disciplina própria “*não se esgotam em uma dimensão, por assim dizer, de política econômica*”, estando ainda diretamente relacionadas “*à sua estrutura complexa, à ampla gama de interesses que convergem sobre a macroempresa*”¹⁰¹. A necessidade de maior intervenção na organização das companhias abertas por meio de exigências de natureza societária e a variação da intensidade dessa intervenção é tema interessante e intricado, que merece reflexão. Diz-se que a abertura de capital exacerba certos conflitos internos da sociedade¹⁰². Ademais, as

⁹⁹ O tema remete a interessante discussão a respeito da configuração e da concorrência entre tipos societários. Como vimos, apesar de essa distinção ter sido reconhecida dentro do mesmo tipo societário nos diplomas legais antes mencionados, ainda assim não é rara a discussão quanto a se, por suas características, a companhia fechada (ou a companhia aberta, por oposição) constitui tipo societário autônomo e se deveria ser regulada como tal. Essa discussão põe em questão os atributos fundamentais de uma e de outra, e, a partir de uma visão mais ampla, conduz a rico exame comparado com relação aos demais tipos societários de que podem se valer os empresários para estruturar negócios semelhantes. Por mais que tal discussão escape ao escopo deste trabalho, concentrado nos movimentos verificados dentro do universo das companhias abertas – ou melhor, dentro do tipo societário de sociedade anônima –, é aqui por diversas vezes tangenciada, e merece nota para posterior aprofundamento.

¹⁰⁰ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quórum nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 116.

¹⁰¹ Cf. YAZBEK, Otávio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 116.

¹⁰² Cf. ENRIQUES, Luca. HERTIG, Gerald. KRAAKMAN, Reinier. ROCK, Edward. Corporate law and securities market. In: KRAAKMAN, Reinier. ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry. HERTIG, Gerald. HOPT, Klaus. KANDA, Hideki. PARGENDLER, Mariana. RINGE, Wolf-Georg. ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 243. Dizem os autores: “*A broad shareholder (or debtholder) base entails higher information and coordination costs and more pervasive information asymmetries, which agents (managers, dominant shareholders, shareholders as a class) can exploit to pursue their own interests to the detriment of principals (shareholders, minority shareholders, and holders of debt instruments).*”

fronteiras entre uma e outra área do direito nem sempre são claras nessa seara, haja vista a relativa convergência de objetivos no tocante à disciplina específica da companhia aberta¹⁰³.

Contribuíram para a ampliação da disciplina societária da companhia aberta a intensificação das discussões em torno das melhores práticas de governança corporativa e os diversos estudos dedicados nas últimas décadas a examinar a importância da solidez do arcabouço normativo para o desenvolvimento do mercado de capitais¹⁰⁴. No contexto das discussões sobre governança corporativa, ganhou destaque a necessidade de adequação desse regime conforme os diferentes contornos das companhias. Nesse sentido, por exemplo, comentava Hofstetter, já em 2005, que as discussões sobre governança corporativa vinham se concentrando nas companhias com ampla dispersão acionária (*widely held firms*) – aliás, o

¹⁰³ Soma-se a isso o fato de que em alguns países o *enforcement* de regras de natureza societária, de governança corporativa, é de responsabilidade (ao menos em parte) da autoridade de supervisão do mercado de capitais – tal como ocorre no Brasil, como veremos adiante no Capítulo 3 desta Parte I: “*In many countries, supervision and enforcement of corporate governance rules are the task of the capital market authority – for example, the Securities and Exchange Commission (“SEC”) in the US, the FSA (and in the takeover field the Takeover Panel) in the UK, the AMF in France, and the BaFin in Germany, the CONSOB in Italy, the CBFA in Belgium, the ASIC in Australia and the Financial Services Authority in Japan. This is certainly true insofar as corporate governance rules are embodied in stock exchange regulation or where the observance of a corporate governance code is a condition for listing, and if the listing is decided by the capital market authority as agency in charge. The extent to which capital market authorities in different countries supervise and enforce corporate governance rules varies considerably and can also change dramatically over time, as seen in the practices of the Australian ASIC, the primary corporate regulator in that country. Much depends on the external competences of the body in relation to market participants as well as on the internal organization and allocation of powers (there are recent inquiries on the effect of dividing up tasks and competences within supervisory agencies) and on the regulatory style of the capital market authority in general, which may be more active or passive, and/or more legalistic or pragmatic and whether the authority reacts rather informally or quickly resorts to legal sanctions.*” (cf. HOPT, Klaus J. Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013. p. 87-88)

¹⁰⁴ Em especial, destaca-se o estudo conduzido por La Porta e outros, no ano de 1999, que constatou que instrumentos jurídicos efetivos de proteção dos interesses de acionistas de companhias abertas são determinantes ao desenvolvimento desse mercado e, indiretamente, da economia como um todo. Constata o estudo: “*Empirically, strong investor protection is associated with effective corporate governance, as reflected in valuable and broad financial markets, dispersed ownership of shares, and efficient allocation of capital across firms. (...) In part, the existing corporate governance arrangements benefit both the politicians and the entrenched economic interests, including the families that manage the largest firms in most countries in the world. Corporate governance reform must circumvent the opposition by these interests. Despite these difficulties, reform of investor protection is politically feasible in some circumstances, and can bring significant benefits. It can take the form of opting into more protective legal regimes or introducing more radical changes in the legal structure. The integration of world capital markets makes such reforms more likely today than they have been in decades.*” (cf. LA PORTA, Rafael. SILANES, Florencio Lopez de. SCHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert. *Investor protection and corporate governance*. 1999. p. 29-30. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=183908>. Acesso em: 26 nov. 2019. Nesse sentido, observa Winter que o alcance do direito do mercado de capitais sobre matérias tipicamente societárias está expandindo em vista da percepção de que a governança interna das companhias é fator importante para a confiança nos mercados de capitais. Contudo, ao analisar o desenvolvimento dos mercados de países membros da União Europeia, Winter conclui que “[l]aw may matter but maybe not as much as some believe”. (cf. WINTER, Jaap. “Chapter 1 – The Need for a Regulatory Framework: EU Company Law at the Cross-Roads”. In: FERRARINI, Guido. HOPT, Klaus. WINTER, Jaap. WYMEERSCH, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 11)

autor acusa um *bias* não apenas por nelas concentrarem-se as discussões, mas por considerarem-nas como último estágio de desenvolvimento¹⁰⁵ – e que as particularidades das companhias com controle concentrado (*controlled companies*) exigem tratamento específico, ressaltando que também nesse campo “*one size does not fit all*”¹⁰⁶.

Como traço geral, a disciplina societária da companhia aberta é composta por maior quantidade de regras cogentes, em comparação com a disciplina da companhia fechada¹⁰⁷.

¹⁰⁵ “The global discussion about corporate governance has been heavily influenced by the US. One indication of this is the fact that the term “corporate governance” was coined in the US and is now being used around the world. The US-inspired debate has unquestionably lifted the sensitivity for the typical principal/agency-conflicts in listed companies everywhere. In addition, it has greatly contributed to the emergence of more sophisticated rules and practices in coping with these conflicts. Yet, it has perhaps also given the debate a particular US-bent. This shows, *inter alia*, in the way the distinction between dispersed and controlled ownership structures in public companies is being dealt with. (...) The underlying assumption often was that the dispersed shareholder structures in the US and the UK are a reflection of more advanced laws and markets and that, except for path dependency effects, the efficiency pressures of globalization will ultimately lead to a convergence of world-wide ownership patterns along US/UK lines. As a result, controlling shareholder structures were often explicitly or implicitly portrayed as second-best.” (cf. HOFSTETTER, Karl. *One size does not fit all: corporate governance for “controlled companies”*. p. 4-5. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=802705. Acesso em: 28 dez. 2018) Ainda sobre o tema, destaca-se a distinção entre as classificações das companhias como “open” (ou “public”) e “closed” (ou “private”), “listed” (ou “publicly traded”) e “unlisted”, e “closely held” e “widely held”, ressaltando-se que muitas vezes são usadas sem o rigor técnico necessário (“the widely used term “close corporation” itself embodies this ambiguity, being used sometimes to mean “closed corporation”, sometimes to mean “closely held corporation”, and sometimes to mean both”), sendo certo que “not all companies with freely tradable shares in fact have widely held share ownership, or are listed on stock exchanges” (cf. ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier. PARGENDLER, Mariana. What is corporate law? In: KRAAKMAN, Reinier. ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry. HERTIG, Gerald. HOPT, Klaus. KANDA, Hideki. PARGENDLER, Mariana. RINGE, Wolf-Georg. ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 10-11)

¹⁰⁶ É interessante notar que, ao concentrar-se na distinção entre companhias conforme a dispersão ou concentração de seu capital – e não, por hipótese, na distinção conforme o *status* de companhia aberta ou fechada – o estudo ilumina a diversidade existente dentro do universo de companhias abertas. Melhor dizendo, esse universo pode abranger desde a companhia aberta com grande dispersão acionária até a companhia aberta com controle extremamente concentrado (“*family companies*” ou “*listed subsidiaries*” são termos empregados pelo autor). O autor ressalta justamente que essas companhias apresentam desafios diferentes. Assim sendo, fica para o legislador o desafio de delinear estruturas regulatórias adequadas a essas diferentes realidades, distintas entre si. (cf. HOFSTETTER, Karl. *One size does not fit all: corporate governance for “controlled companies”*. p. 4-5. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=802705. Acesso em: 28 dez. 2018)

¹⁰⁷ Discute-se nesse contexto se as regras de natureza societária deveriam ou não ser cogentes e o maior ou menor espaço a ser dado para a autonomia privada. Por exemplo, a doutrina costuma opor a abordagem menos rígida do direito britânico à abordagem mais rígida do direito alemão. Na Alemanha, as normas do *Stock Corporations Act* são cogentes: “A third remarkable feature is the mandatory nature of the German Stock Corporation Act. (...) In doctrinal writing, this is referred to as the principle of formal statute stringency (*Grundsatz der Satzungsstrenge*). The German legislator itself assumes full responsibility for a balanced statutory framework. Many practitioners and scholars believe in the virtues of this legislative paternalism. They point out that mandatory stock corporation law protects investors, facilitates standardization and thus helps to save transaction costs when making investment decisions. However, some critical voices emphasize the enabling function of corporate law and advocate putting more trust into the monitoring role of capital market forces.” (cf. FLEISCHER, Holger. “A guide to German company law for international lawyers: distinctive features, particularities, idiosyncrasies”. Max Planck Private Law Research Paper n. 15/8. 2015. p. 37-38. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2597062>. Acesso em: 05 dez. 2018) No sentido de que as normas de direito societário deveriam privilegiar a autonomia privada, ver BACHMANN, Gregor.

E ainda, nota-se nesse campo movimento de contínua reforma, em grande parte propulsionado por crises econômicas e escândalos corporativos¹⁰⁸. Atualmente, há quem entenda que esse movimento levou a um excesso de regulação¹⁰⁹. Por sua vez, essa percepção quanto a um suposto excesso de regulação tem gerado questionamento a respeito da abordagem regulatória, notadamente à mentalidade “*one-size-fits-all*” que parece ter influenciado a legislação de diversos países¹¹⁰.

EIDENMÜLLER, Horst. ENGERT, Andreas. FLEISCHER, Holger. SCHÖN, Wolfgang. *Regulating the closed corporation*. Berlin/Boston: Walter de Gruyter, 2014. p. 23.

¹⁰⁸ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 74. E ainda, sobre esse movimento na Alemanha, ver FLEISCHER, Holger. “A guide to German company law for international lawyers: distinctive features, particularities, idiosyncrasies”. Max Planck Private Law Research Paper n. 15/8. 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2597062>. Acesso em: 05 dez. 2018) Ao enfrentar o tema, Coffee cunhou a expressão “*regulatory sine curve*” para designar o seguinte ciclo: “*This article’s fundamental premise is that a “Regulatory Sine Curve” governs the intensity of the oversight exercised by financial regulators. By this phrase, it is meant both that (1) regulatory intensity is never constant, but rather increases after a market crash, and then wanes as (and to the extent that) society and the market return to normalcy, and (2) the public’s passion for reform is short-lived and the support it gives to political entrepreneurs who seek to oppose powerful interest groups on behalf of the public also wanes after a brief window of opportunity.*” (cf. COFFEE JR., John. *The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated*, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1982128>. Acesso em: 18 jan. 2020)

¹⁰⁹ Reflexo disso seria a suposta crise no mercado de aberturas de capital: “*There is a general consensus that over-regulatory approaches have led to an IPO crisis around the world, and there is evidence to support this. Not only do we observe a number of high-tech companies rethinking their intentions to pursue an IPO, but we also witness more and more listed companies considering delisting. Countries that maintain strict rules, or have recently introduced more stringent listing or governance requirements in order to boost market liquidity, are currently experiencing a decrease in IPO activity and an increase in back-door listings. (...) In response to the overregulatory trends, new stock markets or stock market segments have been launched. These new listing venues are an attempt to bridge the funding gap that emerged after a number of uncoordinated, corporate governance reforms introduced numerous mandatory and stringent legal requirements which significantly increased the cost of being a public company on various main markets around the world. Another regulatory answer to stimulate IPO activity has been the introduction of more flexible governance rules and regulations for growth companies. An example of this took place in the US on April 5, 2012 when the Jumpstart Our Businesses Startups Act (JOBS Act) introduced “Emerging Growth Company” (EGC) status. Companies that avail themselves of EGC status are offered a transition, or on-ramp, period during which they are exempt from a number of regulatory requirements associated with both going and being public. Inspired by the JOBS Act, similar initiatives are being introduced in Europe actively to promote the listing of high-tech companies and other small and medium-sized enterprises (SMEs).*” (cf. VERMEULEN, Erik P.M. “Chapter 31 – New metrics for corporate governance: shifting strategies in an aging IPO market”. In: GORDON, Jeffrey N. RINGE, Wolf-Georg. *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 839)

¹¹⁰ “*To be sure, managerial abuses have been around for as long as minority investors poured their money into risky ventures (such as the Dutch East India Company), and, as always, policy-makers and law-makers have attempted to mitigate the underlying governance failures and errors. However, some argue that the current corporate governance movement has tended to overreact by creating too many rules and attempt to overprotect shareholders and other stakeholders. Unchecked, this trend could jeopardize entrepreneurship and long-term economic growth. This prompts questions about the ‘one-size-fits-all’ mentality of policy-makers, lawmakers, and gatekeeper institutions and the success of ready-made strategies that can be detrimental to the operation and development of non-listed companies.*” (cf. McCAHERY, Joseph A. VERMEULEN, Erik P. *Corporate governance of non-listed companies*. Oxford University Press: Oxford, 2008. p. 245-246)

1.4 A companhia aberta e o Direito do mercado de valores mobiliários

A disciplina do mercado de valores mobiliários nasce, em grande parte, da preocupação do legislador com o combate à fraude na constituição e no lançamento e negociação de títulos de emissão das sociedades por ações, para a proteção dos investidores e demais interessados. Como destacam Lamy e Bulhões, “[e]ssa interação entre a sociedade por ações e o universo econômico em que atua é bem a sua história”¹¹¹.

Essa disciplina com o tempo conquistou maior autonomia, passando-se a ela dedicar diplomas próprios. Destaca-se a legislação federal norte-americana posterior à crise de 1929 – para Lamy e Bulhões, “um dos principais marcos na evolução da legislação sobre companhias no século XX”, que “assinalam a opção da moderna legislação sobre sociedades por ações pelo policiamento preventivo do mercado de valores mobiliários”¹¹². A influência desses diplomas é tamanha que, como observa Hopt, alguns países que adotam o sistema romano-germânico (“civil law”) seguem essa tradição na disciplina das sociedades anônimas e o exemplo norte-americano na disciplina do mercado de capitais¹¹³. Com a posterior ampliação do espectro de emissores, ampliou-se ainda mais a abrangência dessa disciplina. Ainda assim, como comenta a Kershaw, “[t]he line between ‘company law’ and ‘securities law’ is both blurred and somewhat arbitrary”¹¹⁴.

¹¹¹ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 20. Também nesse sentido: “From a more functional perspective, this body of rules, commonly referred to as “securities law” or “securities regulation”, supports corporations in their efforts to raise external capital in the face of the familiar agency problems. The broad thrust of securities law is concerned with affiliation strategies – the entry and exit of investors to and from the body of shareholders – primarily by increasing the quantity, quality and reliability of corporate disclosures. Securities laws also provide enforcement mechanisms capable of bypassing the collective action problems faced by dispersed investors. To the extent that these measures increase investors’ expected returns, firms that issue securities to the public (“issuers”) should enjoy a lower cost of capital.” (cf. ENRIQUES, Luca. HERTIG, Gerald. KRAAKMAN, Reinier. ROCK, Edward. Corporate law and securities market. In: KRAAKMAN, Reinier. ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry. HERTIG, Gerald. HOPT, Klaus. KANDA, Hideki. PARGENDLER, Mariana. RINGE, Wolf-Georg. ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 243)

¹¹² Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 83.

¹¹³ Cf. HOPT, Klaus J. Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013. p. 26 (NR 85).

¹¹⁴ Cf. KERSHAW, David. “Web chapter B: Issuing shares to the public”. In: *Company law in context: text and materials*. 2ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2014. p. 5. Sobre o tema, afirma Winter: “Capital market law and company law are closely linked. For both areas of law disclosure and transparency requirements are key elements of the regulatory toolkit. But the rationale for disclosure and transparency requirements in each area of law is different. In company law the key role for disclosure requirements is to serve as an instrument for shareholders to hold the board accountable for its performance. On the bases of the (financial) reporting

No tocante às companhias abertas, o dever de ampla divulgação de informações (*full disclosure*) e o policiamento de seu acesso ao mercado são os principais pilares dessa disciplina voltada à proteção de investidores do mercado de capitais ¹¹⁵. É frequente a

shareholders can make an informed judgement as to the quality of the management and whether they wish to continue with the current managers, urge them to change strategies or, as an ultimatum remedium replace them by others. A secondary role of financial disclosure, in Europe at least, is to determine the extent to which a company can make distributions to shareholders under the capital maintenance rules of the 2nd Directive. In capital market law the rationale for disclosure and transparency is to ensure that the full market is informed timely and accurately of the essential information (financial or otherwise) about the company with a view to investors being able to make informed investment decisions (buy, sell, hold). This rationale presumes a high level of standardization of information. Capital Market law has a strong unfirming tendency, probably stronger than classical company law based principally on the free will of those who engage in the setting up and running of commercial companies.” O autor comenta a interseção dessas duas áreas do direito em matéria como as *takeover bids* reguladas por diretiva própria da União Europeia. (cf. WINTER, Jaap. “Chapter 1 – The Need for a Regulatory Framework: EU Company Law at the Cross-Roads”. In: FERRARINI, Guido. HOPT, Klaus. WINTER, Jaap. WYMEERSCH, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 6)

¹¹⁵ Cf. ENRIQUES, Luca. HERTIG, Gerald. KRAAKMAN, Reinier. ROCK, Edward. Corporate law and securities market. In: KRAAKMAN, Reinier. ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry. HERTIG, Gerald. HOPT, Klaus. KANDA, Hideki. PARGENDLER, Mariana. RINGE, Wolf-Georg. ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 244-245. Dizem os autores: “*all four core jurisdictions make compliance with extensive mandatory disclosure regimes a condition of issuers’ access to public trading markets. In addition, they restrict firms’ freedom to exit such markets, thereby strengthening their commitment to high disclosure standards and to a liquid market for their securities.*” Na mesma linha: “*O objetivo mais apontado como o fundamental na regulação do mercado de capitais é o da proteção aos investidores. Com efeito, em praticamente todas as legislações, o objetivo essencial da regulação do mercado de capitais consiste na tutela dos investidores, aqueles que aplicam seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado.*” (cf. EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 20) Prosseguem os autores a ressaltar que a regulação deve promover a confiança dos investidores nos emissores e demais participantes desse mercado, e o fazem basicamente mediante normas de conduta – no caso dos emissores, de prestação de informações. Por outro lado, outros autores destacam os perigos de eventuais excessos dessa política centrada na divulgação de informações: “*In the area of financial market regulation, like in others, policymakers tend to make extensive use of disclosure-based techniques. The reasons for this are manifold. First, mandatory disclosure is a cheap regulatory tool. In the sense that extending its scope or content does not usually entail any direct government expenditure. Second, mandatory disclosure is a policy recipe with a high chance of bipartisan support: it offers an answer to the political pressure for ‘more regulation’, which is especially strong in the aftermath of corporate governance scandals or financial crises, but, on the face of it, stops short of positively prescribing a given behavior. Relatedly, mandatory disclosure is often the most viable solution, as it encounters less resistance from affected interest groups: these also tend to prefer enhanced disclosure to more invasive solutions aimed at directly constraining behavior. Finally, mandatory disclosure fits in with two of the most deeply rooted principles of Western societies: namely, the idea of free markets and the autonomy principle. Nevertheless, mandatory disclosure comes with a cost and, like other regulatory techniques, it has inherent limitations that may impair its effectiveness. Policymakers tend to disregard cost considerations and to overestimate the overall efficacy of disclosure-based recipe. (...)*” (cf. ENRIQUES, Luca. GILOTTA, Sergio. Disclosure and financial Market regulation. In: MOLONEY, Niamh. FERRAN, Eilís. PAYNE, Jennifer. *The Oxford handbook of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2015. p. 512-513) Ainda sobre o tema, ver ENRIQUES, Luca. HERTIG, Gerald. KRAAKMAN, Reinier. ROCK, Edward. Corporate law and securities market. In: KRAAKMAN, Reinier. ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry. HERTIG, Gerald. HOPT, Klaus. KANDA, Hideki. PARGENDLER, Mariana. RINGE, Wolf-Georg. ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 243-266; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: fundamentos e desafios*. São Palo: Quartier Latin, 2018. p. 187 et seq. Para uma ampla análise sobre o regime informacional obrigatório das companhias abertas e suas funções, ver PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

distinção entre abordagens regulatórias focadas na divulgação de informações, de um lado, e na avaliação de mérito dos investimentos, de outro¹¹⁶. A primeira se preocupa com a importância da divulgação de informações para a adequada formação de preços no mercado – isto é, para que os investidores possam tomar decisões de investimento devidamente informadas – e para coibir comportamentos ilícitos e fraudes. Todavia, apesar de sua predominância, comenta-se que “*elements of merit regulation (...) survive in even the most disclosure-oriented regimes*”¹¹⁷.

¹¹⁶ Há vasta doutrina sobre o tema. Cita-se, por todos, DAVIES, Paul. *Gower and Davies' principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 853 et seq.; PRITCHARD, Adam C. Chapter 40 - Corporate governance, capital markets, and securities law. In: GORDON, Jeffrey N. RINGE, Wolf-Georg. *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 1063-1064.

¹¹⁷ Cf. DAVIES, Paul. *Gower and Davies' principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 854. No mesmo sentido, Kershaw afirma que “*there are legitimate doubts about the effectiveness of a disclosure-only strategy*”. (cf. KERSHAW, David. “Web chapter B: Issuing shares to the public”. In: *Company law in context: text and materials*. 2ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2014. p. 6)

CAPÍTULO 2

A COMPANHIA ABERTA NO DIREITO BRASILEIRO (I): ANTES DA REFORMA DE 1976

Este Capítulo 2 é dedicado ao estudo dos antecedentes normativos da atual disciplina jurídica da companhia aberta. Pretende-se investigar o caminho que conduziu à reforma de 1976, no intuito de avaliar em que medida as normas anteriores e as atuais se assemelham ou se distinguem, bem como a influência daquelas nestas, e assim permitir sua mais adequada compreensão¹¹⁸. Para contextualizar a análise do objeto e da estrutura das normas pertinentes que antecederam as Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, serão inicialmente compilados alguns dados ilustrativos da realidade subjacente das companhias e do mercado de capitais brasileiros da época.

2.1 As companhias e o mercado de capitais brasileiros (até 1976)

Como ilustram os dados compilados a seguir, a história do mercado de capitais brasileiro no período anterior à reforma de 1976 é marcada por relatos sobre um mercado seguidamente percebido como incipiente, incapaz de funcionar como instrumento efetivo de financiamento privado de longo prazo, a sustentar o desejado desenvolvimento econômico do País. E ainda, sobre movimentos artificiais de crescimento e multiplicação das companhias que acessavam esse mercado, em momentos de febre especulativa, que levaram a crises traumáticas para o público investidor¹¹⁹.

Em paralelo, é também marcada por relatos sobre o momento histórico de articulação de políticas públicas voltadas à promoção da abertura de capital e, mais do que isso, da chamada

¹¹⁸ Este estudo concentrar-se-á nos antecedentes normativos imediatos das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, iniciando-se pelo Decreto-lei n. 2.627/1940. Além de normas de Direito societário e do mercado de capitais, abordará também normas que, embora de natureza fiscal, contribuíram de forma peculiar à construção de uma disciplina própria para as companhias abertas.

¹¹⁹ Para relatos mais abrangentes sobre a história das sociedades anônimas no Brasil, ver: VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed, Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 9-61; LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 103-136; PARGENDLER, Mariana. *Cinco mitos sobre a história das sociedades anônimas no Brasil*. Disponível em: <https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/>. Acesso em: 09 out. 2019; PAREGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 41 et seq.

democratização das companhias – até então, em sua maioria, fechadas, com características familiares –, que culminaram na reforma de 1976.

Vale lembrar que a constituição de sociedades anônimas dependeu de lei especial, no Brasil, até 1849. A organização de empresas sob essa forma era tida como um privilégio, reservado aos “*grandes empreendimentos que necessitavam de avultados capitais e de perto tocassem ao interesse público*”¹²⁰. Já a fase de licença administrativa perdurou de 1849 a 1882, quando então se extinguiu a autorização como requisito de constituição¹²¹.

Nos anos seguintes, as sociedades anônimas proliferaram *assustadoramente* no Brasil, para usar a expressão de Miranda Valverde¹²². Na sequência, veio a crise econômica e institucional que marcou o início da República, a chamada crise do *encilhamento*. Muitas empresas acessaram o mercado de capitais nesse período, atraídas pelas possibilidades de captação. Houve forte especulação e alta inflacionária, levando diversas empresas a quebrar e deixando a credibilidade do mercado brasileiro seriamente abalada perante o público investidor¹²³.

¹²⁰ Cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed, Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 19. O autor comenta o desenvolvimento, a partir de então, das sociedades anônimas no Brasil: “*Entregue aos homens de negócios essa máquina possante de coletar as economias dispersas, começaram a desenvolver-se, no Brasil, as sociedades anônimas. País, entretanto, pobre, essencialmente agrícola e ainda utilizando o braço escravo como instrumento de produção, não caíam, evidentemente, em campo fértil os frutos das conquistas industriais, que revolucionavam os processos do trabalho e da produção nas nações de apurada cultura. Tínhamos também um comércio atrasado, quase todo nas mãos de estrangeiros, na sua maioria portugueses. Haviam porém, além do comércio bancário, serviços públicos a explorar – estradas de ferro, navegação marítima e fluvial, fornecimentos de gás para iluminação, transportes urbanos, etc. As primeiras companhias se organizaram para esses empreendimentos, em quase todos eles figurando Irineu Evangelista de Sousa, barão e visconde de Mauá. Os capitais, todavia, vinham em grande parte de fora, da Inglaterra, dos Estados Unidos.*” (cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed, Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 24-25)

¹²¹ A Lei n. 3.150, de 1882, consagrou a liberdade de constituição das sociedades anônimas, que, contudo, ficaram sujeitas a nova disciplina, que exigia ampla publicidade e determinava as formalidades necessárias à sua organização e ao seu funcionamento. (cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed, Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 27) Em função disso, para Lamy e Bulhões, “*a Lei n. 3.150/82 assinala, no Brasil, o início da fase moderna das sociedades por ações, o diploma que introduziu uma disciplina nova de um tipo societário destinado a desempenhar as mais relevantes funções no processo econômico.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 108) Ainda sobre o tema: VENANCIO FILHO, Alberto. Aspectos de evolução do Direito societário no Brasil. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 17 et seq.

¹²² Sobre esse movimento, ver VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed, Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 28 et seq.

¹²³ Cf. LAMY FILHO, A.; BULHÕES PEDREIRA, J.L. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 117) Para outros retratos do período, ver TAUNAY, Visconde de. *Oencilhamento: cenas contemporâneas da bolsa do Rio de Janeiro em 1890, 1891 e 1892*. 4ª ed, Rio de Janeiro: Melhoramentos, 1947; VENANCIO FILHO, Alberto. Aspectos de evolução do Direito societário no Brasil.

Tanto assim que Trajano de Miranda Valverde, autor do anteprojeto do diploma que regeu as sociedades por ações por quase quatro décadas – o Decreto-lei n. 2.627/1940 –, destacou em sua justificativa que havia ainda desconfiança com relação ao investimento em companhias, pois a lição do encilhamento não se apagara da memória daquela geração¹²⁴.

Conseqüentemente, um dos objetivos daquele anteprojeto foi justamente o de fortalecer as sociedades anônimas, de modo a estimular a confiança do público investidor¹²⁵. O mercado de capitais crescia, mas era ainda pouco desenvolvido, a ponto de Miranda Valverde afirmar que as bolsas de valores brasileiras sofriam de *anemia profunda*¹²⁶. Além disso, observava que as grandes companhias brasileiras da época haviam começado como sociedades de família, e diversas outras ainda estavam *impregnadas* dessa característica¹²⁷.

A economia brasileira começava a caminhar para a industrialização¹²⁸. A percepção dessa transição de uma economia em fase *pré-capitalista*, para usar a expressão de Miranda Valverde – fase essa que, segundo ele, ainda não estava folgadoamente ultrapassada quando

In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 28-36; MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 41; YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 264-265.

¹²⁴ Dizia o autor: “(...) o brasileiro, dispondo de poucos capitais, não confia, em regra, as suas reservas nesses empreendimentos. Receia, com justíssima razão, o malôgro da empresa, o prejuízo, portanto. Depois, ao pensar que irá ficar dois ou três anos, durante o tempo de instalação da empresa, sem a renda do seu capital, recua. É que o rendimento lhe faz falta. Prefere, então, comprar apólices da dívida pública, com ou sem sorteio, títulos de capitalização, ou deixa as suas reservas estagnadas, a vencer juro, nas Caixas Econômicas.” (cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed, Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. III. p. 264) Concluía, então: “Não se apagou, de todo, na memória da geração atual a lição do “encilhamento”. (cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed, Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. III. p. 267)

¹²⁵ Cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. III. p. 265. Lamy e Bulhões comentam ainda que a lei sobre debêntures de 1893 também “foi redigida como reação ao encilhamento de 1891, com orientação ainda mais restritiva do que a da Lei de Sociedades por Ações” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 180)

¹²⁶ “Se não temos mercado financeiro, é manifesto que as nossas Bolsas de Valores sofrem de anemia profunda. É a ausência integral dessa economia criadora, que aspira correr riscos, inseparáveis de toda empresa industrial ou comercial, porque há probabilidade de lucros compensadores.” (cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. III. p. 264-265)

¹²⁷ Cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. III. p. 264.

¹²⁸ Nos anos 1940, a economia e a industrialização ganharam fôlego e houve uma ampliação da pauta de exportações. Relata-se que esse movimento contribuiu para a expansão da carteira de títulos de companhias negociados em bolsa. (cf. BOVESPA. *A bolsa dos brasileiros: uma breve história da Bovespa e do mercado de capitais*. Bovespa: São Paulo, 2005, p. 21) Com a ascensão de Juscelino Kubitschek, iniciou-se nova fase de industrialização, o que promoveu novo impulso para a ampliação da carteira de títulos de companhias negociados em bolsa, especialmente de empresas da construção civil. (cf. BOVESPA. *A bolsa dos brasileiros: uma breve história da Bovespa e do mercado de capitais*. Bovespa: São Paulo, 2005, p. 25)

da elaboração do anteprojeto – para novas condições econômicas e políticas, que apresentavam novos problemas, serviu de motivação para a reforma que resultou no Decreto-lei n. 2.627/1940¹²⁹.

O Decreto-lei n. 2.627/1940 regeu as sociedades anônimas brasileiras durante a fase de expansão industrial vivida a partir de 1950, e teve, por isso, “*importância relevante no desenvolvimento do País*”¹³⁰. Não obstante, como detalhado no item 2.2.1 a seguir, foi tímido em sua abordagem, concentrando-se mais nas companhias com características familiares e pouco contribuindo para a disciplina das companhias abertas e do mercado de capitais brasileiro.

Com o fim da Segunda Guerra Mundial, a preocupação com o desenvolvimento econômico ganhou maior destaque na agenda política¹³¹. O período era de intensificação das atividades produtivas através da industrialização, o que tornava ainda mais evidentes as dificuldades de financiamento. As poupanças individuais eram aplicadas principalmente em imóveis e a inflação atrapalhava o desenvolvimento de um mercado de títulos de dívida corporativos¹³².

¹²⁹ “É evidente que ainda não ultrapassamos, folgadoamente, essa fase. As condições da nossa vida econômica e política, entretanto, são outras e outras as nossas necessidades. Explica-se, pois, o desejo do Governo de dar ao país uma lei apropriada ao ambiente, isto é, cuja atuação incentive e defenda a economia nacional.” (cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. III. p. 263-264)

¹³⁰ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 111. Ainda sobre as contribuições do diploma de 1940: OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. Introdução. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas*: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 11-13.

¹³¹ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 117; OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. Introdução. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas*: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 13 et seq.; VENANCIO FILHO, Alberto. Aspectos de evolução do Direito societário no Brasil. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 42 et seq. Nesse período, foram formadas comissões mistas dedicadas ao estudo dos principais desafios ao desenvolvimento econômico brasileiro, formados por representantes dos governos do Brasil e dos Estados Unidos. Esses estudos acusavam falta de mecanismos privados de financiamento de longo prazo e propunham, dentre outros, a reforma da legislação societária e do mercado de capitais. (cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 44-46; LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 119)

¹³² “A conjugação da inflação com leis que vedavam obrigações com cláusulas de indexação (Decreto n. 23.501, de 27.11.1933) e juros superiores a 12% ao ano (Decreto n. 22.626, de 7.4.1933) tornava inviável a emissão de títulos de dívida com prazo superior a poucos meses. As únicas obrigações a prazos médio e longo que circulavam nos mercados eram os títulos da dívida pública, que não eram adquiridos por investidores, mas por fornecedores do Governo que precisavam caucioná-los em garantia de contratos com órgãos da administração pública. A inflação extinguiu o mercado de debêntures e os únicos títulos privados da dívida que circulavam eram letras de câmbio com aceite das sociedades de crédito, financiamento e investimento (cuja constituição fora autorizada em 1950), que tinham prazo de até seis meses e eram negociadas com desconto.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 120)

O mercado acionário era ainda incipiente, a ponto de se comentar que o estado de *anemia profunda* continuou a caracterizar o mercado de capitais no período de 1945 até o início da década de 1960¹³³.

Nesse contexto, foram articuladas políticas públicas voltadas ao aperfeiçoamento das instituições, que atribuíam importância ao mercado de capitais como mecanismo de estímulo da formação interna de poupança e aumento da taxa de investimento¹³⁴. Foi implementada nesse período uma série de reformas institucionais, a começar pela criação da SUMOC, com função de autoridade monetária e de fiscalização do mercado financeiro, em 1945¹³⁵, e a criação do BNDE (atual BNDES) em 1952¹³⁶.

No governo militar, o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais, como fontes de financiamento de longo prazo para a atividade empresarial, foi elevado a objetivo prioritário¹³⁷. Em 1965, o sistema financeiro nacional foi estruturado e disciplinado pela Lei n. 4.595, que extinguiu a antiga SUMOC e criou o CMN, responsável por formular a política da moeda e do crédito, e o BACEN, como órgão executor, regulamentador e fiscalizador,

¹³³ “Em meados da década de 1950 os imóveis urbanos constituíam o principal instrumento de aplicação das poupanças individuais e os mercados de capital eram incipientes – especialmente os de ações.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 119); “Em suma, a despeito de haver consenso quanto à necessidade de criar-se mecanismo de financiamento privado de longo prazo às empresas brasileiras, a anemia profunda do mercado financeiro e de capitais, apontada por Miranda Valverde ainda em 1940, continuou a caracterizar o período de 1945 até o início da década de 1960.” (cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 46) Em 1963, estimava-se que as subscrições de ações em mercado primário de bolsa não ultrapassavam 0,05% do PIB. As operações realizadas em bolsa envolviam, em sua maioria, a negociação de títulos de renda fixa de curto prazo, públicos e privados, e ações, em mercado secundário. Estimava-se que o volume global dessas operações, por sua vez, não teria ultrapassado 1,5% do PIB entre 1961 e 1963. (cf. ROCHA, João Pedro Gonçalves da. Capítulo II – Panorama do mercado de capitais (1961-1964). In: WALD, Arnoldo (coord.). *O mercado de capitais*. Rio de Janeiro: APEC, 1970, p. 57)

¹³⁴ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 118. Prosseguem os autores: “Com a difusão dessas ideias no Brasil, o desenvolvimento econômico acelerado passou – principalmente a partir do início da década de 1950 – a ser o objetivo básico do projeto nacional para o futuro imediato. Esse projeto, que exigia o aperfeiçoamento e a modernização das instituições econômicas, está na origem das medidas que, a partir da década de 1950, procuraram estimular a expansão dos mercados de capitais, inclusive das duas leis que, em 1976, reformaram a disciplina legal das sociedades por ações e criaram a Comissão de Valores Mobiliários.”

¹³⁵ Cf. Decreto-lei n. 7.293, de 2 de fevereiro de 1945.

¹³⁶ Cf. Lei n. 1.628, de 20 de junho de 1952.

¹³⁷ “Conquanto os primeiros exemplos de preocupação do legislador brasileiro com o mercado de capitais datem do século XIX, somente a partir da metade do século XX começa a ser reconhecida a efetiva importância daquele mercado para a economia nacional, com alguma organização de ideias e planejamento de atuação” (cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002. p. 297) Ainda sobre o tema: MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 40-47; MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). *Direito e economia: 30 anos de Brasil*. Tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 194.

sem, contudo, evoluir muito na regulação do mercado de valores mobiliários¹³⁸.

A Lei n. 4.728/1965 foi “[o] marco seguinte no processo de aperfeiçoamento institucional dos mercados de valores mobiliários”¹³⁹. O advento do novo diploma consolidou a divisão entre a disciplina do mercado financeiro (Lei n. 4.595/1964) e do mercado de capitais (Lei n. 4.728/1965)¹⁴⁰. Contudo, conforme detalhado no item 2.3.1 a seguir, apesar de seu inegável mérito por ter promovido o debate em torno do tema e alguns avanços no seu tratamento legislativo¹⁴¹, a Lei n. 4.728/1965 não teve grande êxito na promoção do desenvolvimento do mercado de capitais como fonte de financiamento de longo prazo¹⁴².

Em paralelo, a política fiscal passou também a ser utilizada como instrumento para incentivar a abertura de capital e direcionar a poupança privada para o mercado de capitais, bem como para eliminar elementos da disciplina fiscal vistos como obstáculos ao desenvolvimento do mercado¹⁴³. As medidas adotadas nesse período incluíram,

¹³⁸ “A Lei da Reforma Bancária tratou, portanto, de regular e exigir registro dos intermediários do mercado de valores mobiliários, sem dar, contudo, o passo fundamental, qual fosse, o de determinar o registro das distribuições públicas de valores mobiliários. Ao contrário, a Lei n. 4.595/65 deixou expressamente ressalvado que não dependeriam de autorização do BCB “as companhias destinadas à coleta de recursos do público”, quando destinadas à “subscrição pública de ações, nos termos da Lei das Sociedades por Ações” (art. 18, §3º).” (cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002. p. 301) Ainda sobre o tema: YAZBEK, Otavio. As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed., São Paulo: Saraiva, 2014. p. 113.

¹³⁹ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 122. Sobre a Lei n. 4.728/1965, ver item 2.3.1 a seguir.

¹⁴⁰ Trindade observa que a Lei n. 4.728/1965 representa a primeira vez em que se disciplinou o mercado de capitais destacadamente do mercado financeiro. Contudo, concentrou-se nos mesmos órgãos – CMN e BACEN – a elaboração de diretrizes e a execução de políticas e fiscalização das atividades em ambos os mercados. (cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002. p. 303)

¹⁴¹ Cf. EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 58-59; PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968, p. 10.

¹⁴² Cf. EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 106.

¹⁴³ “O maior empecilho à expansão dos mercados de ações era a impossibilidade prática em que se encontravam as companhias, devido à legislação do imposto sobre a renda, então em vigor, de fazerem com que o aumento do seu patrimônio líquido, decorrente da inflação ou de acumulação de lucros, pudesse ser percebido e quantificado pelos investidores do mercado sob a forma de maior valor nominal das ações, ou de ações bonificadas. As ações mantinham o mesmo valor nominal durante anos porque a reavaliação de ativos era tributada como lucro da pessoa jurídica e a capitalização da reavaliação, assim como a de lucros acumulados, era inviável por ser tributada como rendimento dos acionistas. A situação dos imóveis, com os quais as ações competiam na coleta de poupanças voluntárias, era inteiramente diferente: o preço de mercado refletia imediatamente a inflação e a valorização real, permitindo ao investidor perceber e medir o resultado da sua aplicação.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 120; 124-125) Ainda sobre o tema da política fiscal da época: MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 48; TRUBEK, David M., GOUVEA VIEIRA, Jorge Hilário. SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971. p. 93 et seq.

destacadamente, o Decreto-Lei n. 157/1967, que visou a estimular o mercado de capitais e contribuir para o fortalecimento do capital de giro das sociedades, permitindo a destinação de parcela do imposto de renda dos contribuintes pessoas físicas para esse tipo de aplicação (dando origem aos chamados “Fundos 157”)¹⁴⁴. Outras medidas adotadas nesse contexto, como a instituição e a concessão de incentivos fiscais às chamadas *sociedades anônimas de capital aberto* e *companhias incentivadas*, serão examinadas em maior detalhe no decorrer deste trabalho (vide especialmente item 2.4 a seguir).

Mesmo com todas essas reformas e incentivos, o mercado não se desenvolveu como esperado¹⁴⁵. Multiplicaram-se as companhias e diversas caminharam para a abertura de capital atraídas exclusivamente pelos referidos incentivos fiscais¹⁴⁶. Não obstante, a falta de um sólido mercado primário, que pudesse servir de fonte suficiente de financiamento aos

¹⁴⁴ Cf. BOVESPA. *A bolsa dos brasileiros: uma breve história da Bovespa e do mercado de capitais*. Bovespa: São Paulo, 2005, p. 34-35; VIDOR, George. *A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes*. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016, p. 18; TRUBEK, David, M. GOUVEA VIEIRA, Jorge Hilário, SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971. p. 137 et seq.; MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). *Direito e economia: 30 anos de Brasil*. Tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 196 et seq.; LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 125-126. Notam esses autores: “Logo no primeiro ano de vigência, as finalidades originais do incentivo foram alteradas com a permissão para que os “Fundos Fiscais do DL n. 157” aplicassem 1/3 dos seus recursos na compra de ações nos mercados secundários. Nos anos seguintes esses fundos foram fator importante do comportamento dos mercados de valores mobiliários, pois a aplicação dos recursos deduzidos pelos contribuintes do imposto criava demanda de ações e a necessidade de resgatar quotas obrigava os fundos a venderem títulos de suas carteiras.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I. p. 126)

¹⁴⁵Diz-se que “[a]s reformas de 1964 e 1965 não foram suficientes para desenvolver o mercado de capitais conforme o esperado”. (cf. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). *Direito e economia: 30 anos de Brasil*. Tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 196) Ainda sobre o tema: VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa. Comissão de valores mobiliários. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 436; FREIRE, Jose Luiz Salles. A favor do vento. In: BERGER, Renato; CARVALHO, Rafael Villac Vicente de; LEITE, Leonardo Barém (coords.). *40 anos da Lei das S.A.: experiências, histórias e homenagens*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 96.

¹⁴⁶ “Esta orientação da legislação fiscal conduziu à multiplicação, entre nós, de sociedades anônimas apenas formais, constituídas por empresário individual, ou por pequenos grupos de sócios com alto grau de integração, que vivem permanentemente os problemas da sociedade e ocupam os seus cargos de direção. As estatísticas disponíveis não permitem distinguir entre as verdadeiras sociedades anônimas e essas sociedades puramente formais, constituídas exclusivamente para auferir vantagens fiscais. Mas a experiência profissional autoriza a estimativa de que, no total das sociedades anônimas em funcionamento no país, a maioria é constituída por sociedades puramente formais. E, nesses casos, é natural que o único acionista, ou o pequeno grupo de sócios, não obstante cumprirem o ritual imposto pela lei para o modelo de S.A., confundam seus patrimônios com o da sociedade, ou se comportem como proprietários dos bens desse patrimônio.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 152; 49) Há registro de aumento do número de companhias listadas na bolsa de valores de São Paulo de 200 para 452, entre 1970 e 1977. (cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre et al). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 30)

empresários nacionais, acabava por dificultar, ou inviabilizar, sua participação nos vultosos projetos da época¹⁴⁷.

No biênio 1970-1971, houve uma corrida por títulos de renda variável¹⁴⁸. O clima favorável – vivia-se então o período do chamado “milagre brasileiro” – alavancou os investimentos, e os ganhos com ações atraíram ainda mais investidores. Os novos investidores eram, em grande parte, pessoas que não tinham intimidade com o mercado de capitais¹⁴⁹. A combinação desses fatores gerou uma bolha especulativa, que estourou em meados de 1971¹⁵⁰.

Esse evento contribuiu para difundir a ideia de que se tornara necessária a reforma das leis das sociedades por ações e do mercado de capitais, de modo a garantir maior proteção ao público investidor e, especialmente, aprimorar a supervisão desse mercado por meio da criação de um órgão especializado que substituiria o BACEN¹⁵¹. Entendia-se que o Decreto-lei n. 2.627/1940 tornara-se, em muitos aspectos, obsoleto e não correspondia mais aos reclamos da época¹⁵².

¹⁴⁷ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 129; 143.

¹⁴⁸ Em 1970, cerca de 344 mil operações foram registradas na Bolsa de São Paulo, quase o dobro do ano anterior. (cf. BOVESPA. *A bolsa dos brasileiros: uma breve história da Bovespa e do mercado de capitais*. BOVESPA: São Paulo, 2005, p. 35) Para um exame dos números desse período e do perfil das companhias que acessaram o mercado, ver CORDEIRO, Ari. *Ações e reações no mercado de capitais*. Rio de Janeiro: APEC, 1977, p. 107 et seq. E ainda, sobre o clima de euforia da época e o consequente surto especulativo, ver VIDOR, George. *A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes*. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016, p. 23-25.

¹⁴⁹ Cf. BOVESPA. *A bolsa dos brasileiros: uma breve história da Bovespa e do mercado de capitais*. BOVESPA: São Paulo, 2005. p. 35; LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 127-128; OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. Introdução. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00*. 2ª ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 15; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa. Comissão de valores mobiliários. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 437.

¹⁵⁰ Cf. BOVESPA. *A bolsa dos brasileiros: uma breve história da Bovespa e do mercado de capitais*. BOVESPA: São Paulo, 2005, p. 35; LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 127.

¹⁵¹ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 127-128; EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 126; MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). *Direito e economia: 30 anos de Brasil*. Tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 207.

¹⁵² “No início da década de 1970 tornara-se evidente que o Decreto-lei n. 2.627, elaborado em outra conjuntura, e tendo como modelo a sociedade anônima fechada, não mais correspondia aos reclamos da época, e não oferecia ao empresário o quadro institucional básico de que necessitava para desempenhar seu papel na nova dimensão da economia brasileira.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 128)

Em 1975, o diagnóstico de Lamy e Bulhões era de que não havia no país um mercado primário de ações que pudesse servir de fonte efetiva de financiamento, e sim um mercado secundário, de bolsa, “*que não canaliza poupanças para as empresas mas apenas facilita a troca de posições entre investidores*”¹⁵³.

2.2 Disciplina da companhia

2.2.1 Disciplina da lei societária (Decreto-lei n. 2.627/1940)

O Decreto-lei n. 2.627 foi promulgado em 26 de setembro de 1940, e por quase quarenta anos regeu as sociedades por ações. Nasceu de anteprojeto elaborado por Miranda Valverde, em 1939, a pedido do então Ministro da Justiça, Francisco Campos.

Houve, declaradamente, por parte do autor do anteprojeto, preocupação com que o novo diploma atendesse “*às peculiaridades e necessidades da economia nacional, distribuída, como é sabido, por zonas econômicas e culturais diferentes, na vastidão do nosso território*”¹⁵⁴.

Não obstante, a resposta dada por meio do Decreto-lei n. 2.627/1940 foi tímida – ou, *tradicionalista*, para usar a expressão de Waldemar Ferreira¹⁵⁵. Restringiu-se a reforma a ajustes pontuais então considerados necessários ao regime das sociedades anônimas, não

No mesmo sentido: FREIRE, Jose Luiz Salles. A favor do vento. In: BERGER, Renato; CARVALHO, Rafael Villac Vicente de. LEITE, Leonardo Barém (coords.). *40 anos da Lei das S.A.: experiências, histórias e homenagens*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 95; VIDOR, George. *A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes*. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016, p. 27. A preocupação com a defasagem da legislação em relação à realidade da economia brasileira não era de todo injustificada: durante a vigência do Decreto-lei n. 2.627/1940, a população brasileira aumentara de 41,2 milhões para 93,2 milhões, o PIB crescera oito vezes, e o País se urbanizara e se industrializara. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 128)

¹⁵³ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 143.

¹⁵⁴ Cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 35.

¹⁵⁵ “*Se, estruturalmente, a sociedade anônima é sempre a mesma, onde quer que ela se forme, tem ela estatuto específico, que as diversas leis, que ultimamente a disciplinaram em vários países, não deformaram. Foi o que aconteceu no Brasil com a reforma levada a efeito pelo decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940, ainda agora vigente, com pequenas alterações introduzidas por leis posteriores. É que esse diploma legislativo foi tradicionalista e somente modificou o que demandava alteração.*” (cf. FERREIRA, Waldemar. O estatuto das sociedades anônimas brasileiras. In: *Istituto di diritto commerciale comparato A. Sraffa dell’Università Bocconi di Milano*. La società per azioni alla metà del secolo XX: studi in memoria di Angelo Sraffa. Pádua: Casa editrice Dott. Antonio Milani, 1961, p. 256-257)

estruturais. Certas medidas com potencial para contribuir para o desenvolvimento das companhias, como a criação de um regime de capital autorizado, foram consideradas inoportunas e deixadas de fora do diploma, por receio dos abusos que sua utilização desvirtuada poderia acarretar¹⁵⁶. Pondera-se, entretanto, que a conjuntura em que foi editado o Decreto-lei n. 2.627/1940, ainda muito marcada pelas crises do passado e em estágio inicial de desenvolvimento econômico, não era propícia a grandes inovações¹⁵⁷.

Frente à diversidade da realidade social, optou o legislador por mirar no que Comparato chamou de um modelo ideal de companhia média, perpetuando o descuido da legislação brasileira com a tipologia básica das companhias¹⁵⁸. Segundo aquele autor, o modelo ideal adotado pelo Decreto-lei n. 2.627/1940 correspondia a uma companhia “*com um número nem muito reduzido nem excessivamente grande de acionistas, todos interessados no objeto de sua exploração*”¹⁵⁹. Comparato compara esse modelo ideal ao *fantasma* de que falava Jhering – isto é, algo que só existia na lei, distante da realidade social¹⁶⁰.

¹⁵⁶ Assim justificou o autor do anteprojeto a opção pela não inclusão da modalidade de capital autorizado: “*Não introduzi o sistema anglo-americano do “capital autorizado”, previsto em anteriores anteprojetos, por considerá-lo, pelo menos, no momento, inoportuno, pelos abusos que poderá acarretar e porque não viria favorecer o desenvolvimento das empresas, ao contrário, aumentaria a desconfiança do público, ainda hoje reinante em nosso meio, quanto às ações das companhias.*” (cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. III. p. 267) Essa modalidade foi posteriormente introduzida pela Lei n. 4.728/1965 (vide item 2.2.2 a seguir).

¹⁵⁷ É de Lamy e Bulhões a seguinte avaliação: “*A inexistência de mercados financeiros e a “anemia profunda das Bolsas de Valores” bem descreviam a situação do Brasil por volta dos anos 39-40 – data da redação e expedição do Decreto-lei n. 2.627 – ainda ressentido da grande crise econômica dos anos 30, após o “crash” da Bolsa americana de 29. É natural, por tudo isso, que fosse uma lei restritiva, destinada mais às sociedades fechadas que às abertas, inspirada, precipuamente nos modelos vigentes nos países europeus – especialmente França e Itália – que também não possuíam mercados financeiros com vida intensa (ao menos, não tão intensa quanto a Inglaterra e os Estados Unidos). E, assim, o Decreto-lei n. 2.627, comparado com o Decreto n. 434, de 1891, sob a ótica atual, limitou-se a uma disciplina mais estrita de certos institutos (especialmente transformação, incorporação e fusão da sociedade; direitos dos acionistas; regras quanto à representação gráfica sintética do balanço, na base do Projeto Gudesteu Pires), a incorporação à lei da disciplina das ações preferenciais (nos termos vigentes desde 1932) e a regulação das partes beneficiárias. Não foi – nem poderia sê-lo, na conjuntura em que editada – uma lei inovadora (...). Mas pela disciplina ordenada e lógica dos institutos societários prestou ao País, por longos anos, inegáveis serviços.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 112)

¹⁵⁸ “*Quanto a esta última, em primeiro lugar, é preciso reconhecer que não há uma só, mas várias sociedades anônimas, conforme a sua dimensão e o setor da economia em que atuam, correspondendo a uma tipologia básica, habitualmente descuidada pelo nosso legislador.*” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976, p. 418)

¹⁵⁹ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976, p. 418.

¹⁶⁰ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976. p. 418. A referência é ilustrada pela seguinte passagem de Jhering: “*Le droit existe pour se réaliser. La réalisation est la vie et la vérité du droit; elle est le droit lui-même. Ce qui ne passe point dans la réalité, ce qui n'existe que dans les lois et sur le papier, n'est qu'un fantôme de droit, ce ne sont que des mots. Au contraire, ce qui se réalise comme droit, est le droit, même lorsqu'on ne le retrouve pas dans les lois, et*

Vale notar que o Decreto-lei n. 2.627/1940 estabelecia número mínimo de sete acionistas como requisito para a constituição de sociedade anônima, seguindo o exemplo da legislação de outros países¹⁶¹. Sob esse regime, a sociedade anônima entraria em liquidação se o número de acionistas fosse posteriormente reduzido a menos de sete e não restabelecido até a assembleia geral ordinária seguinte¹⁶². Para Sampaio de Lacerda, essa exigência justificava-se “*com base na finalidade da própria sociedade anônima, que visa a reunir capitais para empreendimentos de vulto*”¹⁶³.

A análise das disposições do Decreto-lei n. 2.627/1940 revela um diploma mais afeito à realidade da maioria de companhias com características familiares da época, que não acessavam o mercado de capitais¹⁶⁴. Notadamente, o diploma não traçava distinção formal

que le peuple et la science n'en ont pas encore acquis la conscience. Ce n'est donc point le contenu abstrait des lois, ni la justice inscrite sur le papier, ni la moralité dans les mots, qui décide de la valeur d'un droit; la réalisation objective du droit dans la vie, l'énergie avec laquelle ce qui est reconnu et proclamé nécessaire est poursuivi et exécuté, voilà ce qui consacre sa vraie valeur.” (cf. JHERING, Rudolf von. *L'Esprit du droit romain dans les diverses phases de son développement*. Vol. III 3ª ed., Paris: A. Marescq, Aîné, 1887. p. 16)

¹⁶¹ Cf. artigo 38, inciso 1º, do Decreto-lei n. 2.627/1940. Sobre esse requisito, ver VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. III. p. 269; ARAÚJO, Rodolfo. Brasil. In: ROTONDI, M. *Enquête comparative sur les sociétés par actions*. Holanda: Perugia, 1974, p. 453; LACERDA, José Cândido Sampaio de. *Manual das Sociedades por Ações*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1974, p. 26-30; BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p. 45-46; 62-64.

¹⁶² Cf. artigo 137, (d), do Decreto-lei n. 2.627/1940.

¹⁶³ O autor reconhecia, por outro lado, que “*essa fixação, às vezes, se torna ilusória. Embora constituídas por várias pessoas, são, no entanto, substancialmente dominadas por uma só, visando a proporcionar a esta a possibilidade de exercer o comércio com responsabilidade limitada.*” (cf. LACERDA, José Cândido Sampaio de. *Manual das Sociedades por Ações*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1974, p. 27-38) O requisito foi abolido pela Lei n. 6.404/1976, que reduziu para dois o número mínimo de subscritores. Nessa linha, registrou a respectiva Exposição de Motivos: “*O Projeto inova a legislação em vigor apenas sob o aspecto do número mínimo de subscritores do capital social, que reduz de sete para dois. Legítima, assim, a realidade da existência de grande número de companhias que possuem, efetivamente, menos de sete acionistas, e que satisfazem ao formalismo da lei mantendo umas poucas ações em nome de pessoas de sua confiança.*” (cf. Exposição de Motivos n. 196/1976)

¹⁶⁴ Waldemar Ferreira notava que, por mais que houvesse no Brasil inúmeras companhias que escapavam a essa contingência, proliferavam à época as companhias *fechadas*, e que o Decreto-lei n. 2.627/1940 reconheceria e se apoiara nessa realidade: “*São consideráveis realmente as modificações que se tem procurado infiltrar no anonimato, em toda parte, a começar pelo conceito do acionista. A lei brasileira via nele mais que o titular da ação, o sócio; e assim o qualificava, por não dever ser estranho à sociedade anônima a affectio societatis, por serem todos os que nela intervêm, em regra, ligados por laços de negócios quando não de parentesco, verdadeiramente, sociedade de família. Há, certamente, no Brasil, inúmeras sociedades que escapam a essa contingência; mas a verdade é que proliferam as sociedades anônimas, que se dizem sociedades fechadas, por pertencentes a certos e determinados grupos, as ações, senão em totalidade, em grande maioria. Acionistas preponderantes delas se apoderam e nelas exercem sua vontade. Geram-nas ao seu talento, quer existindo acionistas reais, quer servindo-se de acionistas fictícios, empegados ou amigos. De resto, reconhecendo a constância da prática, a lei transigiu com ela e consagrou a existência da sociedade de um só acionista sem perda de sua personalidade jurídica. Dissolve-se realmente a que tenha menos de sete acionistas, seis ou apenas um; mas essa dissolução se dá, “pela redução do número de acionistas a menos de sete, verificada em assembleia geral ordinária, e caso esse mínimo não seja preenchido até a seguinte assembléia geral ordinária”. (...)*” (cf. FERREIRA, Waldemar. O estatuto das sociedades anônimas brasileiras. In: *Istituto di diritto commerciale comparato A. Sraffa dell'Università Bocconi di Milano*. La società per azioni

entre companhias *abertas* e *fechadas*, como faz o diploma atual – com efeito, sequer empregava essa terminologia –, submetendo, ao contrário, todas as companhias a regime uniforme¹⁶⁵.

Porém, não ficou de todo descuidada a situação das sociedades anônimas com maior dispersão acionária e participação no mercado de capitais, que, contudo, apenas posteriormente assumiu maior relevância como objeto de políticas públicas articuladas em prol do desenvolvimento econômico¹⁶⁶. Além da preocupação com a imposição de um

alla metà del secolo XX: studi in memoria di Angelo Sraffa. Pádua: Casa editrice Dott. Antonio Milani, 1961. p. 256-257). A percepção de que o Decreto-lei n. 2.627/1940 era voltado mais às companhias fechadas é compartilhada por diversos comentaristas. Nesse sentido, Lamy e Bulhões afirmam que o Decreto-lei n. 2.627/1940 foi “*inegavelmente uma lei admirável para a época, mas feita sob as inspirações então vigentes e para uma economia familiar, das empresas fechadas*”. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 144); “*Era, assim, destinada às companhias fechadas, e pouco afeita à realidade das abertas*.” (cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 44); José Luis Salles Freire corrobora que o Decreto-lei n. 2.627/1940 se preocupava apenas com as sociedades fechadas. (cf. FREIRE, Jose Luiz Salles. *A favor do vento*. In: BERGER, Renato; CARVALHO, Rafael Villac Vicente de. LEITE, Leonardo Barém (coords.). *40 anos da Lei das S.A.: experiências, histórias e homenagens*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 98); “*Este tinha em mira um modelo societário único, representado por uma companhia de porte mediano, com corpo acionário nem muito reduzido, nem excessivamente amplo, partindo da ideia de que todos os acionistas se interessavam pelo objeto de sua exploração, participando efetivamente das deliberações assembleares*.” (cf. PENTEADO, Mauro. *A Lei nº 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários*. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 11); também Govêa Vieira comenta que o Decreto-lei n. 2.627/1940 foi elaborado em conformidade com a estrutura de uma economia fechada, com origem num sistema econômico agrário e familiar. (cf. VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa. *Comissão de valores mobiliários*. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 436)

¹⁶⁵ Nesse sentido, confirma Carvalhosa: “*O Decreto-Lei n. 2.627/40 não distinguia as companhias submetidas à sua disciplina, sendo as suas normas extensivas a todas elas, independentemente, v.g., de capital mínimo, número de acionistas, modo de financiamento ou de capitalização da sociedade, etc. Assim, o modo de organização, de funcionamento e de controle das companhias era uniforme*.” (cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 30). O autor ressalva o caso das companhias cuja existência dependia de autorização governamental, submetidas a regime especial (cf. artigos 59 a 73 do Decreto-lei n. 2.627/1940). No mesmo sentido, veja-se: LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 106; MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. PRADO, Viviane Muller. *Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). *Direito e economia: 30 anos de Brasil*. Tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 191; COSTA, Philomeno J. da. *Anotações às companhias*. Vol. I. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. p. 109. Também Trindade comenta que o Decreto-lei n. 2.627/1940 “*não diferenciava as companhias conforme os valores mobiliários de sua emissão fossem ou não admitidos à negociação em mercado organizado. Em outras palavras, até então não estava positivado o conceito de companhia aberta*.” (cf. TRINDADE, Marcelo. *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 301) E Requião observa que “[n]o regime do antigo Decreto-lei n. 2.627, de 1940, não se conheciam os problemas de democratização do capital social, nem a “*abertura*” das sociedades anônimas.” (cf. REQUIÃO, Rubens. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. V. 1. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 41)

¹⁶⁶ Cf. item 2.1 desta Parte I. Em vista disso, Penalva Santos considerava o Decreto-lei n. 2.627/1940 adiantado para a sua época: “*O próprio Dec.-Lei n. 2.27 estava muito adiantado para a sua época, e, tanto isso é verdade que, naquela ocasião, atravessávamos o período chamado “familiar”, em que as sociedades pertenciam a famílias, para assegurar o controle acionário*.” (cf. PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968, p. 9)

regime de publicidade e outras cautelas voltadas à proteção de acionistas e terceiros¹⁶⁷, o diploma disciplinou a subscrição pública e certas situações decorrentes da cotação de títulos da sociedade em bolsa, inclusive a possibilidade de o Governo exigir essa cotação em caso específico¹⁶⁸. Inobstante, a postura quase que *conciliatória* adotada pelo diploma impediu grandes avanços nessa seara.

Com o tempo, as deficiências desse modelo fizeram com que a necessidade de reforma ganhasse destaque. Nesse sentido, por exemplo, ao comentar as diferentes situações econômicas em que podiam se encontrar as sociedades anônimas submetidas à mesma disciplina jurídica, e distinguir nesse ponto as *anônimas com ações difundidas no público* e as *anônimas familiares*¹⁶⁹, Ascarelli concluía ser evidente que essas diferentes situações

¹⁶⁷ Nesse sentido, comenta o autor do anteprojeto, cuja visão parece ter sido influenciada pela experiência estrangeira, especialmente norte americana: “*Aqueles caracteres específicos e o número mínimo de sete sócios explicam muitas das regras que presidem à organização e ao funcionamento das sociedades anônimas, o regime de publicidade que as acompanha desde os atos de sua constituição até o termo de sua vida. A necessidade de proteger os acionistas e os terceiros dita um grande número de cautelas regulamentares, cuja inobservância acarreta não raramente a nulidade ou a ineficácia do ato ou da operação. Sociedade em que há muitos sócios, exige reuniões periódicas de seus membros, e um sistema hábil de administração dos negócios e de fiscalização dos atos de direção. As assembleias dos acionistas podem escolher pessoas estranhas à sociedade para o exercício daqueles cargos. Nisso se diferenciam também das demais sociedades, de tipo individualista. A instituição tem o seu ponto fraco na ausência do sentimento de responsabilidade dos acionistas. Constituída, em regra, para os empreendimentos de vulto, que exigem grandes somas de dinheiro, o capital se fraciona e se distribui por numerosos e pequenos acionistas, que, ainda quando reunidos e formando a maioria, descumram dos interesses sociais. Só se preocupam com o dividendo. O resultado é que uma minoria domina integralmente a sociedade, fá-la funcionar ao sabor dos seus interesses particulares. Por outro lado, as ações, principalmente ao portador, são títulos de especulação nas Bolsas e, não raramente, por manobras dos jogadores, sofrem grandes oscilações na sua cotação, que refletem na marcha dos negócios sociais. Mas tais imperfeições podem ser suavizadas ou corrigidas pela lei ou por disposições estatutárias.*” (cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 65-66)

¹⁶⁸ Cf. artigo 61 do Decreto-lei n. 2.627/1940: “*Art. 61. O requerimento ou pedido de autorização das sociedades nacionais deve ser acompanhado: (...)§ 2º O Governo poderá ordenar que a sociedade, cumpridas as formalidades legais para o seu funcionamento, promova, na Bolsa de Valores da Capital da República, a cotação de seus títulos. Essa determinação é obrigatória para as sociedades que gozem, ou venham a gozar, de favores do Governo Federal.*” Sobre esse dispositivo, comentou Miranda Valverde: “*O termo favores está na lei em sentido genérico. Compreende, pois, todas as vantagens decorrentes de concessões, isenções de impostos, etc., de que goza ou venha a gozar a companhia, em virtude da natureza do seu objeto de exploração, por força de contrato com o Estado. O dec.-lei n. 9.783, de 6 de setembro de 1946 (número 101, nota 48), não revogou o dispositivo comentado. Qualquer que seja o lugar da sede da sociedade anônima, o Governo pode impor a cotação das suas ações na Bolsa de Valores da capital da República.*” (cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 389) Sobre o Decreto-lei n. 9.783/1946, ver item 2.2.2 a seguir. Posteriormente, por meio da Lei n. 5.589/1970, foram introduzidas naquele diploma, para as sociedades registradas em bolsas de valores, obrigações de envio à respectiva bolsa de informações específicas, como, por exemplo, cópia do edital de convocação e da proposta da diretoria em caso de aumento de capital (cf. artigo 7º do Decreto-lei n. 5.589/1970 e artigos 88 e 129 do Decreto-lei n. 2.627/ 1940).

¹⁶⁹ Dizia Ascarelli: “*As anônimas cujas ações estejam espalhadas no público constituem, afinal, um meio para transformar as economias de vastas camadas da população em capital industrial. Elas se prendem ao desenvolvimento, no país, de um mercado dos capitais e, portanto, surgem os problemas decorrentes das conexões entre sociedades e institutos financeiros e da necessidade de tutelar os subscritores das ações; o*

propunham diferentes problemas e que “os mesmos resultados econômicos podem ser alcançados com uma disciplina jurídica diversa e que, ao contrário, uma disciplina jurídica idêntica pode ter efeitos econômicos diversos”¹⁷⁰.

Também Penalva Santos comentava que o Decreto-lei n. 2.627/1945 estava a exigir reformas estruturais no tocante às sociedades por ações, para encampar a distinção que, em sua visão, se consolidara na prática, entre “*sociedades anônimas de pequeno e de grande porte (fechadas ou abertas)*”¹⁷¹. Defendia o autor a necessidade de se conferir estrutura condizente com a *dimensão* das companhias, tendo em conta a então recente expansão de sociedades anônimas que passaram a reunir maiores números de acionistas e volume de capital¹⁷².

Em suma, sobressaía a percepção de que o Decreto-lei n. 2.627/1940 fora concebido para as pequenas e médias empresas e, por isso, não seria capaz de amparar o desenvolvimento da grande empresa moderna – a companhia “*com capital de risco formado por contribuições de milhares ou milhões de investidores do mercado*”, segundo o ideal nutrido por muitos à

número dos seus acionistas é, às vezes, de centenas e milhares de pessoas e, portanto, se frisa a distinção entre a massa dos acionistas aplicadores de capital ou especuladores mais do que empreendedores e o grupo que controla a sociedade; os problemas que se atêm à organização interna da sociedade adquirem um particular alcance e, às vezes, não dizem só respeito à tutela da “minoría”, mas à da “maioría” dos acionistas, pois o grupo no controle da sociedade possui, às vezes, uma minoría ou até uma pequena porcentagem das ações; encontram-se frequentemente, na prática, categorias juridicamente diversas de ações e obrigações em correspondência às exigências financeiras diversas, nos vários casos, da sociedade e do público; a prática estatutária é muito desenvolvida e elabora continuamente cláusulas particulares em correspondência com a situação diversa das várias sociedades.” (cf. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e Direito comparado*. 2ª ed., São Paulo: Saraiva, 1969, p. 28-29) E ainda, prossegue: “*Ao contrário, na anônima familiar – pequena ou grande que seja – as ações são distribuídas entre poucas mãos; a forma ao portador, quando adotada, o é mais por considerações de natureza fiscal do que no intuito de facilitar a circulação; o financiamento é assegurado, por meio das chamadas contas-correntes dos próprios sócios e são, portanto, relativamente mais frequentes capitais nominais por demais modestos em relação ao patrimônio real e, não (ao contrário do que acontece na situação anterior), capitais agudados; todos ou quase todos os acionistas ocupam cargos sociais, retirando indiretamente parte dos lucros da sociedade, sob forma de remunerações pessoais, e assim por diante. A frequência desta situação se coordena, às vezes, com o fraco desenvolvimento, no país, do mercado financeiro; com a desconfiança do público pelas aplicações nas sociedades anônimas; às vezes, de outro lado, a frequência das sociedades anônimas familiares prende-se ao fato de não existirem no país as sociedades por quotas de responsabilidade limitada.”* (cf. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e Direito comparado*. 2ª ed., São Paulo: Saraiva, 1969, p. 29)

¹⁷⁰ Cf. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e Direito comparado*. 2ª ed., São Paulo: Saraiva, 1969, p. 29.

¹⁷¹ “*O Govêrno deve, não só, interessar-se em incrementar o mercado de ações (primário e secundário), como ir em busca de providências tendentes a modificar a própria estrutura das sociedades por ações, para ajustá-la à situação atual, distinguindo entre pequenas e grandes emprêsas, objetivando, nas primeiras, simplificar as formalidades ligadas à sua vida interna e externa (para certos casos, dispensar as publicações de editais para as assembléias ordinárias, cuja data de realização poderia ser previamente fixada nos estatutos), tendente a baratear o custo dessas formalidades, inclusive com a diminuição do número de empregados.”* (cf. PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968. p. 56)

¹⁷² Cf. PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968, p. 48.

época¹⁷³. Isso conduziu ultimamente à revogação parcial do Decreto-lei n. 2.2627/1940 pela Lei n. 6.404/1976¹⁷⁴.

2.2.2 Listagem obrigatória? (Decreto-lei n. 9.783/1946)

Ainda sob a égide do Decreto-lei n. 2.627/1940, sobreveio uma curiosa inovação: em 6 de setembro de 1946, foi expedido o Decreto-lei n. 9.783, que passou a obrigar as sociedades por ações com sede no Brasil a, antes de entrarem em funcionamento, requererem à bolsa de valores mais próxima de sua sede (dado que não havia bolsas de valores em todos os Estados¹⁷⁵) a cotação de suas ações e obrigações ao portador (debêntures). Também as sociedades já existentes ficaram obrigadas a se adequarem a essa exigência, sob pena de multa¹⁷⁶.

Explica Miranda Valverde que esse ato resultou de pressão exercida por corretores na época, que há muito vinham pleiteando essa exigência¹⁷⁷. Tratava-se, em sua visão, de mera burocracia, “*com a finalidade única de carrear para a corporação os emolumentos taxados para o registro das sociedades por ações na Bolsa de Valores*”¹⁷⁸.

O Decreto-lei n. 9.783/1946 foi revogado pela Lei n. 4.728/1965, sem que tenha tido maiores

¹⁷³ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 129. Ainda sobre os antecedentes da reforma da disciplina legal das sociedades anônimas, ver: TEIXEIRA, Egberto L. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 3-12.

¹⁷⁴ Cf. artigo 300 da Lei n. 6.404/1976: “Art. 300. Ficam revogados o Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940, com exceção dos artigos 59 a 73, e demais disposições em contrário.”

¹⁷⁵ Cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 37-38.

¹⁷⁶ Cf. artigo 1º do Decreto-lei n. 9.783/1946. Nesse ponto, criticaram Lamy e Bulhões: “*Em verdade, o Decreto-lei estendeu a todas as companhias – tivessem ou não suas ações e debêntures oferecidas ao público, ou negociadas em Bolsa – a obrigação de cotá-las, o que em verdade não fazia sentido.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 113) O Decreto-lei n. 9.783/1946 obrigava ainda as sociedades por ações a enviarem às respectivas bolsas de valores determinadas informações (“*cópia autêntica de seus relatórios e balanços, constituição de suas diretorias e alterações subsequentes, e reformas ou modificações estatutárias por que passarem*”).

¹⁷⁷ Cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 37-38.

¹⁷⁸ Prossegue a crítica de Miranda Valverde: “*Que cotação podem ter ações de uma sociedade anônima antes de seu funcionamento? Pois o art. 1º, do citado decreto-lei, ordena que isso seja obtido, ainda que não negociáveis as ações, hipótese que ocorre quando a entrada inicial não atinge 30% do valor nominal da ação. Há mais. Pressupõe que simultaneamente com a constituição da sociedade anônima esta haja emitido obrigações ao portador (debêntures), impossibilidade legal manifesta, mas que não viram os interessados na obtenção do dec.-lei n. 9.783.*” (cf. VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1953. Vol. I. p. 149)

repercussões para a realidade das companhias e do mercado de capitais brasileiros¹⁷⁹.

2.2.3 Disciplina complementar da lei do mercado de capitais (Lei n. 4.728/1965)

Em 14 de julho de 1965, a Lei n. 4.728 inaugurou a disciplina do mercado de capitais, de que trataremos no item 2.3.1, a seguir. Na mesma oportunidade, aquele diploma introduziu determinadas inovações – consideradas, à época, mais urgentes¹⁸⁰ – no regime societário das sociedades anônimas, às quais se restringirá este tópico.

Notadamente, regulou-se o instituto do capital autorizado¹⁸¹. Houve outras novidades relevantes no tocante às ações e debêntures, como, por exemplo, a disciplina da forma endossável e das debêntures conversíveis em ações.

Por um lado, essas medidas demonstravam alinhamento com o esforço empreendido à época para promover o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Em outras palavras, pretendia-se, com as medidas então introduzidas, facilitar a transição para a abertura de capital e maior dispersão acionária¹⁸² – para tanto alterando a estrutura das sociedades

¹⁷⁹ Apesar de extrapolar a matéria societária, tratou-se aqui desse decreto para permitir a compreensão de seu enquadramento na cronologia de eventos que culminaram com a Lei n. 4.728/1965, de que trataremos a seguir. Contudo, mesmo depois da promulgação da Lei n. 4.728/1965, medidas como essa continuaram a ter eco na doutrina. Nesse sentido, Penalva Santos chegou posteriormente a sugerir, como medida voltada à “*perfeita exequibilidade da democratização do capital*”, o uso de meios coercitivos: “*O número de emprêsas cujas ações são cotadas em bolsa ainda é muito pequeno no Brasil, pelo que se torna imprescindível se use de um meio para forçar as demais sociedades por ações, a adotar essa providência*” (cf. PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968, p. 47)

¹⁸⁰ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 123.

¹⁸¹ Na visão de Penalva Santos, a expansão das companhias brasileiras nesse intervalo justificava a inovação: “*Havia relevantes motivos para o emérito jurista retirar do projeto esse tipo de sociedade; hoje, a razão de ser de tal exclusão desapareceu, com o incremento tomado pelas sociedades anônimas, sobretudo as de grande porte, cuja administração assume contornos de certa complexidade.*” (cf. PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968, p. 33)

Para mais completa análise do tema, ver GUERREIRO, 2016, p. 89 et seq. O diploma recebeu críticas quanto à abordagem das sociedades com capital autorizado como espécie distinta. Por exemplo: em estudo sobre a reforma da lei das sociedades anônimas, Lamy propôs “*acabar com o infeliz e original tratamento da S/A com capital autorizado como se fosse outro tipo de sociedade*”, além de outros ajustes pontuais. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei de sociedades anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 156) Ainda sobre o tema, ver GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Regime jurídico do capital autorizado*. São Paulo: Saraiva, 1984, p. 71-72.

¹⁸² Por exemplo: de acordo com Lamy e Bulhões, a lei regulou a forma endossável porque “*conciliava a identificação do acionista com a facilidade na circulação dos títulos*”. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 124) E ainda, a lei dispôs sobre debêntures conversíveis em ações “*por ser o instrumento mais adequado para induzir à aquisição de ações investidores acostumados à segurança de remuneração dos títulos de renda fixa*”. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A

anônimas, “a ponto de, em certos institutos, modificar-lhe por inteiro a feição que lhe dera a Lei n. 2.627, de 1940”¹⁸³. Por outro, esse movimento não chegou ao ponto de produzir uma ruptura com o regime societário então vigente, mais afeito à realidade das companhias fechadas do que das abertas¹⁸⁴.

Por fim, mereceu crítica a forma como a matéria societária foi introduzida no bojo da Lei n. 4.728/1965, sem a correspondente adequação do Decreto-lei n. 2.627/1940¹⁸⁵. Como resultado, a partir de então, parte da disciplina societária das sociedades anônimas passou a estar abrigada não no diploma próprio, e sim na lei do mercado de capitais.

2.3 Disciplina do acesso ao mercado de capitais

2.3.1 Disciplina da lei do mercado de capitais (Lei n. 4.728/1965)

A Lei n. 4.728/1965 nasceu de um projeto de reformulação do mercado de capitais brasileiro e conferiu-lhe disciplina específica, incluindo uma série de medidas voltadas ao seu desenvolvimento.

Fruto de anteprojeto elaborado por José Luiz Bulhões Pedreira, em 1965, a pedido do então Ministro do Planejamento, Roberto Campos, a Lei n. 4.728/1965 teve por objetivos, no que diz respeito à disciplina do mercado de capitais, a “*definição de um quadro institucional que*

lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 124). Também quanto às sociedades anônimas de capital autorizado, dizia-se que “*representaram significativo avanço em nosso direito societário, sob a influência da sistemática anglo-americana, no sentido de permitir maior flexibilidade na captação de recursos junto ao público investidor*”. (cf. TEIXEIRA, Egberto L. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 120)

¹⁸³ Cf. PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968, p. 13.

¹⁸⁴ Portanto, permaneceu em vigor o modelo imposto pelo Decreto-lei n. 2.627/1940, já então percebido por muitos como defasado: “*Salvo, entretanto, essas alterações introduzidas pela Lei 4.728, o Dec.-lei 2.627 continuava em vigor ainda que a sociedade por ações nele prevista não se coadunasse mais com a nova realidade que se buscava*.” (cf. OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. Introdução. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00*. 2ª ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 15); “*Apostou-se, equivocadamente, na suficiência do novo marco legal para que as companhias se ajustassem à modernidade pretendida pelo governo militar e abrisse as portas aos novos acionistas*.” (cf. VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa. Comissão de valores mobiliários. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 436)

¹⁸⁵ Cf. PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968. p. 9). Com efeito, foram poucas as alterações promovidas pelo referido diploma diretamente ao Decreto-lei n. 2.627/1940 (cf. artigos 78 e 79 da Lei n. 4.728/1965).

induzisse à criação de sistema de distribuição de títulos nos mercados de capitais”, a “criação de condições para a formação de mercados de obrigações privadas a prazos médio e longo” e a “regulamentação e policiamento das operações nos mercados de capitais”¹⁸⁶. Para a última tarefa, adotou como inspiração principalmente o modelo norte-americano, inaugurado na década de 1930, com a criação da SEC¹⁸⁷.

Assim, a Lei n. 4.728/1965 instituiu o chamado sistema de distribuição do mercado de capitais. Ao CMN foi conferida competência para regulamentar a organização e as atividades das entidades integrantes desse sistema, e, ao BACEN, competência para fiscalizar aquele mercado. O artigo 2º da Lei n. 4.728/1965 explicitou a preocupação da época com que essas atribuições fossem exercidas em prol da proteção do investidor, inclusive por meio da facilitação do acesso a informações sobre os valores mobiliários negociados no mercado e as respectivas sociedades emissoras¹⁸⁸.

A Lei n. 4.728/1965 tratou das sociedades anônimas enquanto emissoras dos valores mobiliários negociados naquele mercado. Contudo, diferentemente da Lei n. 6.385/1976, aquele diploma não introduziu ou se apoiou em uma definição específica de *companhia aberta*, referindo-se apenas, quando oportuno, às *sociedades cujas ações fossem admitidas à cotação das Bolsas de Valores* ou às *sociedades emissoras de títulos ou valores mobiliários negociados na bolsa*, ou outros termos correlatos.

Na esteira da atribuição conferida ao BACEN de fiscalizar o mercado de capitais e zelar pela proteção do público investidor, a Lei n. 4.728/1965 instituiu sistema dual de registro, como

¹⁸⁶ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 123. Prosseguem os autores: “*O objetivo de organizar um sistema de distribuição de títulos formado por bancos de investimento, distribuidoras e corretoras traduzia o reconhecimento de que era impraticável desenvolver os mercados de capitais sem uma rede de intermediação que desempenhasse a função de colocar as emissões primárias entre grande número de pessoas. No esquema delineado na lei cabia aos bancos e às distribuidoras o papel de negociantes de títulos por conta própria, respectivamente por atacado e varejo, e às corretoras a intermediação nos mercados secundários. A lei disciplinou cada uma dessas entidades, cujas atividades ficaram sujeitas ao regime de controle administrativo, e criou condições para que os serviços de corretagem pudessem ser prestados por empresas, em vez de por profissionais autônomos.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 123)

¹⁸⁷ Vide item 1.2.2 do Capítulo 1 desta Parte I. Ainda sobre o tema, cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 123; LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 103.

¹⁸⁸ “*Nesse enunciado do art. 2º da lei n. 4.728/65 já se pode encontrar toda a preocupação, isto é, com a poupança popular e o consumidor de serviços financeiros e de intermediação no mercado de valores mobiliários, que viriam mais tarde, como antes demonstrado, a ser reconhecidos em normas constitucionais.*” (cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 303)

meio de promover a adequada prestação de informações e permitir ao BACEN maior controle sobre as emissões¹⁸⁹. Esse sistema compreendia (i) o registro da sociedade emissora (artigos 3º, inciso V, 19 e 20¹⁹⁰) e (ii) o registro da emissão de valores mobiliários (artigos 3º, inciso VI, e 21¹⁹¹). Ao submeter as sociedades emissoras a registro, a Lei n. 4.728/1965 inaugurou elemento de distinção formal entre aquelas que acessavam ou não o mercado, embrionário da posterior disciplina das companhias abertas como classe distinta¹⁹².

¹⁸⁹ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 124.

¹⁹⁰ Cf. artigos 19 e 20 da Lei n. 4.728/1965: “Art. 19. *Somente poderão ser negociados nas Bôlsas de Valores os títulos ou valores mobiliários de emissão: I - de pessoas jurídicas de direito público; II - de pessoas jurídicas de direito privado registradas no Banco Central. (...) Art. 20. Compete ao Conselho Monetário Nacional expedir normas gerais sobre o registro referido no inciso II do artigo anterior, e relativas a: I - informações e documentos a serem apresentados para obtenção do registro inicial; II - informações e documentos a serem apresentados periodicamente para a manutenção do registro; III - casos em que o Banco Central poderá recusar, suspender ou cancelar o registro. (...)”*

¹⁹¹ Cf. artigo 21 da Lei n. 4.728/1965: “Art. 21. *Nenhuma emissão de títulos ou valores mobiliários poderá ser lançada, oferecida publicamente, ou ter iniciada a sua distribuição no mercado, sem estar registrada no Banco Central. § 1º Caberá ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas gerais relativas às informações que deverão ser prestadas no pedido de registro previsto neste artigo em matéria de: a) pessoa jurídica, emitente ou coobrigada, sua situação econômica e financeira, administração e acionistas que controlam a maioria de seu capital votante; b) características e condições dos títulos ou valores mobiliários a serem distribuídos; c) pessoas que participarão da distribuição. § 2º O pedido de registro será acompanhado dos prospectos e quaisquer outros documentos a serem publicados, ou distribuídos, para oferta, anúncio ou promoção de lançamento da emissão. § 3º O Banco Central poderá suspender ou proibir a distribuição de títulos ou valores: a) cuja oferta, lançamento, promoção ou anúncio esteja sendo feito em condições diversas das constantes do registro da emissão, ou com a divulgação de informações falsas ou manifestamente tendenciosas ou imprecisas; b) cuja emissão tenha sido julgada ilegal ou fraudulenta, ainda que em data posterior ao respectivo registro. § 4º O disposto neste artigo não se aplica aos títulos cambiais colocados no mercado com a coobrigação de instituições financeiras.”* Ademais, emprega-se aqui o termo “emissão” com o sentido determinado pela própria Lei n. 4.728/1965: “Art. 16. *As emissões de títulos ou valores mobiliários somente poderão ser feitas nos mercados financeiro e de capitais através do sistema de distribuição previsto no art. 5º. § 1º Para os efeitos deste artigo considera-se emissão a oferta ou negociação de títulos ou valores mobiliários: a) pela sociedade emissora ou coobrigada; b) por sociedades ou empresas que exerçam habitualmente as atividades de subscrição, distribuição ou intermediação na colocação no mercado de títulos ou valores mobiliários; c) pela pessoa natural ou jurídica que mantém o controle da sociedade emissora dos títulos ou valores mobiliários oferecidos ou negociados. § 2º Entende-se por colocação ou distribuição de títulos ou valores mobiliários nos mercados financeiro e de capitais a negociação, oferta ou aceitação de oferta para negociação: a) mediante qualquer modalidade de oferta pública; b) mediante a utilização de serviços públicos de comunicação; c) em lojas, escritórios ou quaisquer outros estabelecimentos acessíveis ao público; d) através de corretores ou intermediários que procurem tomadores para os títulos. § 3º As sociedades que infringirem o disposto neste artigo ficarão sujeitas à cessação imediata de suas atividades de colocação de títulos ou valores mobiliários no mercado, mediante intimação do Banco Central, que requisitará, se necessário, a intervenção da autoridade policial.”*

¹⁹² Nesse sentido, nota-se que que a Lei n. 4.728/1965 foi a primeira a diferenciar as companhias abertas: “*Coube então, indisputadamente, à Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965, diferenciar pela primeira vez no Direito positivo brasileiro as companhias abertas das demais, impondo àquelas, cujos valores mobiliários fossem admitidos à negociação em mercado organizado, requisitos de registro das distribuições públicas que pretendessem realizar.*” (cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002. p. 301-302) Confirmavam Lamy e Bulhões que “[n]o Brasil, a diferenciação do regime das companhias abertas teve início com a lei do mercado de capitais (n. 4.728, de 1967) e foi sistematizada pela Lei n. 6.404/76”. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 84)

Em linhas gerais, o acesso ao mercado de capitais foi assim restrito a emissões previamente registradas, realizadas através do sistema de distribuição previsto na Lei n. 4.728/1965, de títulos ou valores mobiliários emitidos por sociedades também previamente registradas. Ambos os registros eram promovidos perante o BACEN¹⁹³.

Ao BACEN foi confiada também a tarefa de fiscalizar a observância, pelas sociedades anônimas cujos valores mobiliários fossem negociados em bolsa, das obrigações relativas à “*publicidade da situação econômica e financeira da sociedade, sua administração e aplicação dos seus resultados*” e à “*proteção dos interesses dos portadores de títulos e valores mobiliários distribuídos nos mercados financeiro e de capitais*”.¹⁹⁴

Já o detalhamento dos requisitos e procedimentos para registro, bem como do regime de informações a que as companhias que acessavam o mercado ficavam sujeitas como condição para a manutenção do registro, foi delegado à competência regulatória do CMN¹⁹⁵.

Dentre os méritos atribuídos à Lei n. 4.728/1965, comenta-se que, além de ter introduzido inovações importantes à modernização das instituições – como, por exemplo, a adoção de uma estratégia regulatória baseada na ampla disseminação de informações –, teve impacto positivo na opinião pública e atraiu atenção para o mercado de capitais brasileiro¹⁹⁶.

O regime de acesso ao mercado de capitais estabelecido pela Lei n. 4.728/1965 serviu de referência para a Lei n. 6.385/1976 – tanto assim que, segundo sua exposição justificativa desta, o conceito de companhia aberta se ajustou à legislação anterior sobre o mercado de capitais¹⁹⁷. As Lei n. 6.385/1976 e 6.404/1976 não revogaram expressamente a Lei n. 4.728/1965, porém determinam, de maneira genérica, a revogação de quaisquer disposições

¹⁹³ Cf. artigo 3º, incisos V e VI, e artigo 16, *caput*, da Lei n. 4.728/1965. Sobre os dispositivos da Lei n. 4.728/1965 que vedavam o acesso ao mercado de capitais por pessoas jurídicas de direito privado não previamente registradas no BACEN, reclama Comparato que apresentavam “*acentuado sabor de tradução mal assimilada da língua inglesa*”. (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 68)

¹⁹⁴ Cf. artigo 3º, inciso VII, da Lei n. 4.728/1965.

¹⁹⁵ Coube, ainda, ao CMN a expedição de normas para as sociedades emissoras sobre a “*natureza, detalhe e periodicidade da publicação de informações sobre a situação econômica e financeira da pessoa jurídica, suas operações, administração e acionistas que controlam a maioria do seu capital votante*”, a “*organização do balanço e das demonstrações de resultado, padrões de organização contábil, relatórios e pareceres de auditores independentes registrados no Banco Central*” e a “*manutenção de mandatários para a prática dos atos relativos ao registro de ações e obrigações nominativas, ou nominativas endossáveis*” (cf. artigo 20, § 1º, da Lei n. 4.728/1965).

¹⁹⁶ Cf. TRUBEK, David M., GOUVEA VIEIRA, Jorge Hilário. SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971, p. 159 et seq.

¹⁹⁷ Diz a Exposição Justificativa da Lei n. 6.385/1976: “*O conceito de companhia aberta se ajusta à legislação do mercado de capitais em vigor (Lei n. 4.728, de 14.7.1965), que submete à disciplina especial as companhias com valores mobiliários distribuídos no mercado, ou negociáveis mediante oferta pública (arts. 16 e 19 a 21).*” Retomaremos este ponto no próximo Capítulo.

em contrário¹⁹⁸.

2.3.2 Posterior regulamentação do registro (Resolução n. 88/1968)

Em 30 de janeiro de 1968, por deliberação do CMN, o BACEN aprovou a Resolução n. 88, que regulamentou o registro das *peças jurídicas de direito privado* emissoras de títulos e valores mobiliários negociáveis em bolsas de valores e demais integrantes do sistema de distribuição do mercado de capitais, bem como o registro das respectivas *emissões*¹⁹⁹.

A demora na regulamentação da matéria era motivo de preocupação por parte do BACEN, que desde então manifestava apreensão com a deficiência e inadequação de sua estrutura para mais essa tarefa que lhe fora confiada²⁰⁰. A abordagem regulatória parece refletir essa preocupação²⁰¹.

Além das informações que deveriam ser prestadas por ocasião do registro, a Resolução n. 88/1968 regulamentou o regime de informação dos emissores registrados, inspirado no modelo norte-americano²⁰². Pretendeu-se, com isso, estimular a confiança e o interesse do

¹⁹⁸ Cf. artigo 35 da Lei n. 6.385/1976 e artigo 300 da Lei n. 6.404/1976. No sentido de que a Lei n. 6.385/1976 substituiu integralmente a Lei n. 4.728/1965 no tocante ao mercado de valores mobiliários, ver: TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 303.

¹⁹⁹ Adota-se aqui os termos (“registro das *peças jurídicas*” e “registro das *emissões*”) empregados pela Resolução n. 88/1968. Sobre o tema, ver TRUBEK, David M., GOUVEA VIEIRA, Jorge Hilário. SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971, p. 170 et seq.; BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p. 214 et seq.; 470-472. Esse autor comenta, ainda, a instituição do Registro Nacional de Títulos e Valores Mobiliários, nos moldes da Resolução n. 2013/1971.

²⁰⁰ Exposição apresentada pelo Presidente do BACEN transcrita na ata da 97ª Sessão do CMN de 23 de janeiro de 1968: “A regulamentação dos artigos 19, 20 e 21 da Lei 4.728, de 14.7.65, tem-se revelado providência que não comporta maior adiamento, ante, inclusive, a necessidade de resguardar-se a posição do Banco Central perante a opinião pública. 2. Há entendimento popular, criado através da atuação dos distribuidores e agentes financeiros, de que tudo que se coloca no mercado de valores mobiliários é feito com o conhecimento e fiscalização do Banco Central, consenso de todo conveniente aos menos escrupulosos e que encontra apoio no texto da ambiciosa Lei 4.728.”

²⁰¹ Em especial, parece refletir essa preocupação a exigência estabelecida pela Resolução n. 88/1968 de apresentação de parecer de auditor independente ou instituição financeira que se responsabilizasse pela verificação da autenticidade e exatidão das informações prestadas por ocasião do registro e se comprometesse a manter-se atualizada sobre a situação econômico-financeira da companhia durante todo o prazo de colocação ou resgate dos títulos (cf. itens VII e XIV do regulamento anexo à Resolução n. 88/1968). Também nessa linha, exigiu-se que dos prospectos e folhetos constasse, com destaque, a seguinte ressalva: “O registro no Banco Central significa apenas que se encontram em poder do Banco, para consulta dos interessados, os documentos e informações necessários para avaliação, pelo investidor, do risco do investimento.” (cf. item III, (b) dos esclarecimentos adicionais que acompanharam a Resolução n. 88)

²⁰² Notadamente, a Resolução n. 88/1968 passou a exigir, como condição para o registro de pessoa jurídica, compromisso formal de pronta divulgação ao público das decisões tomadas pela diretoria e pela assembleia

público investidor, reforçando a opção por concentrar a tutela desse mercado na verificação da adequada prestação de informações a pautar as decisões de investimento²⁰³.

Nesse quadro, a prestação de informações inexatas ou inverídicas passou a ser causa de potencial recusa ou cancelamento do registro da pessoa jurídica, assim como o descumprimento das normas de natureza societária e do mercado de capitais a elas aplicáveis²⁰⁴.

Por fim, cumpre notar que essa disciplina regulamentar foi adotada paralelamente à articulação da política fiscal que deu origem às chamadas *sociedades anônimas de capital aberto*, de que trataremos no item 2.4, a seguir, e com ela pretendeu conciliar-se. Assim sendo, em um primeiro momento, foram dispensados o registro de pessoa jurídica, para aquelas previamente registradas como *sociedades anônimas de capital aberto* perante o BACEN²⁰⁵, e o registro de emissão, para aquelas promovidas por empresas com sede e atividades em regiões consideradas pelo BACEN como afastadas dos centros de mercado de

geral sobre dividendos ou direitos de subscrição ou “*outros elementos relevantes que possam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão ou influenciar as decisões dos investidores*” (cf. item VI, (d), do regulamento anexo à Resolução n. 88/1968). Para as debêntures conversíveis em ações, instruções adicionais sobre o processo de registro constaram da Resolução n. 109/1969. Ainda quanto ao processo de registro, foi posteriormente aprovada a Resolução n. 214/1972 que, em complemento às disposições da Resolução n. 88/1968, introduziu modelo de prospecto que passou a compor o conjunto de documentos e informações necessários. A doutrina ressalta a influência do modelo norte-americano: “*Em relação à regulação das sociedades emissoras, deve-se notar que a legislação brasileira foi bastante influenciada pelos Securities Act de 1933 e Securities Exchange Act de 1934 dos Estados Unidos, no que diz respeito às exigências do disclosure. A adoção do princípio do disclosure tornou-se clara não ainda com a Lei 4728, mas com as Resoluções n. 88 e 214 do Banco Central. Essas Resoluções estabelecem as exigências quanto às informações que devem ser prestadas pelas sociedades emissoras, em casos de ofertas públicas de venda de suas ações. Tal como nos Estados Unidos, consagrou-se o princípio de que o controle a ser exercido pelo órgão encarregado da fiscalização e controle do mercado deveria ser concentrado sobre o processo de prestação das informações.*” (cf. EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 119-120) Eizirik então questionava a importação desse princípio face à realidade brasileira de um mercado pouco desenvolvido, sem a mesma tradição de investimento: “*No caso da regulação do mercado de capitais no Brasil, parece ter havido uma transferência do modelo regulatório norte-americano, sem as necessárias adaptações. (...) Esses problemas estão relacionados principalmente à impossibilidade de adaptação, de forma integral e com todas as consequências implicadas, do sistema de disclosure, face às particularidades do investidor nacional; à inexistência, até agora, de uma agência reguladora independente, sem maiores problemas administrativos; e à ausência de uma tradição de ações judiciais para responsabilização de administradores e controladores de sociedades abertas.*” (cf. EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 138)

²⁰³ Cf. PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968, p. 51.

²⁰⁴ Cf. item X, (a), (b) e (c), do regulamento anexo à Resolução n. 88/1968. Além disso, foi exigida como condição para o registro a manutenção de escritório ou serviço apto ao atendimento de investidores sobre questões relacionadas à condição de acionista (cf. item X, (d), do regulamento anexo à Resolução n. 88/1968).

²⁰⁵ Cf. item XXII do regulamento anexo à Resolução n. 88/1968. Posteriormente, a Resolução n. 106/1968 (que definiu novos critérios para a classificação de sociedade anônima de capital aberto – vide item 2.4.3 a seguir) determinou prazo para que as sociedades já possuidoras de certificados de capital aberto atendessem ao registro de emissor da Resolução n. 88/1968 (cf. item XIV da Resolução n. 106/1968). Esse registro tornou-se necessário à posterior obtenção de certificado de sociedade anônima de capital aberto (cf. item XV da Resolução n. 106/1968).

capitais e que não objetivassem sua transformação em *sociedades anônimas de capital aberto*²⁰⁶. Por ora, é interessante notar como essa política fiscal repercutiu na regulamentação do registro, flexibilizando o regime de acesso ao mercado conforme as prioridades da agenda política da época.

Na prática, a intensidade das tarefas confiadas ao BACEN no tocante ao mercado de capitais *vis-à-vis* sua incompatibilidade com as demais atividades a cargo daquele órgão e seus recursos limitados gerou uma série de dificuldades. Esse quadro alimentou clamores pela criação de órgão especializado, o que se concretizou com a promulgação da Lei n. 6.385/1976²⁰⁷. Nesse sentido, é interessante notar que, ao justificar a criação da CVM, o então Ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, registrou sua percepção de que à época da Lei n. 4.728/1965 o legislador entendera “*que o mercado de capitais, então incipiente, não justificava a criação de órgão especializado para o fiscalizar*”. Entretanto, o BACEN, “*cuja função precípua é a de gestor da moeda, do crédito, da dívida pública e do balanço de pagamentos*”, não deveria “*ter as suas atribuições sobrecarregadas com a fiscalização do mercado de valores mobiliários*”²⁰⁸.

²⁰⁶ Cf. item XVIII do regulamento anexo à Resolução n. 88/1968.

²⁰⁷ “*A criação de um órgão especializado (embora não independente, como veremos) parece justificar-se pelo fato do Banco Central não ter condições, por diversos motivos, de administrar com efetividade a legislação referente ao mercado de capitais.*” (Cf. EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 129) Ainda sobre o regime de competências do BACEN sob a égide da Lei n. 4.728/1965: “*Nos anos seguintes novas leis acrescentaram diversas atribuições ao Banco Central, inclusive de banco de fomento, e no início da década de 1970 já ficara evidente que na estrutura do Banco Central, com a pleora de suas atribuições, o setor encarregado do mercado de valores mobiliários não poderia ter a independência e o status na administração federal indispensáveis para o policiamento eficiente do mercado de valores mobiliários; e como parte da reforma da legislação sobre companhias de 1976 foi promulgada a Lei n. 6.385/1976, que separou o mercado de valores mobiliários, como segmento do mercado de capitais, criou a CVM e transferiu para esta as atribuições do Banco Central relativas àquele mercado.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 104) O parecer apresentado no âmbito da Comissão de Economia, Indústria e Comércio pelo relator, Deputado Viana Neto, em 26 de agosto de 1976, no curso da tramitação do projeto que deu origem à Lei n. 6.385/1976 (Projeto de Lei n. 2.600/1976), destacava o consenso quanto à necessidade de substituição do BACEN: “*No particular, tocará a CVM substituir o Banco Central, que foi a opção preferida pela Lei n. 4.728/65, mas que “a experiência demonstrou ser uma solução errada”. É que, sobrecarregado de funções outras, sem dúvida mais relevantes e precípua de um Banco Central, tais como gestor da moeda, do crédito, do balanço de pagamentos e da dívida pública, o Banco Central do Brasil não pôde dedicar à administração do mercado de capitais a atenção prioritária e especializada que se impunha, ninguém ignora os revezes sofridos pelo incipiente mercado de capitais brasileiro em virtude da inexistência de um órgão cuja função primeira fosse o seu policiamento.*”

²⁰⁸ Cf. Exposição de Motivos n. 197/1976. Além disso, em comentário à Resolução n. 88/1968, Comparato levantava dúvida sobre a efetividade da norma: “*A Resolução n. 88, de 30.1.1968, do Banco Central, fixou as condições para o registro de pessoas jurídicas previsto no art. 19, n. II da Lei do Mercado de Capitais. Mas a necessidade desse registro até hoje não parece ser muito conhecida das Bolsas de Valores do país. Já no que tange à disciplina específica das sociedades assim registradas, e o objeto do art. 20 da lei que se acaba de transcrever, o Conselho Monetário preferiu se abster, por enquanto, de usar dos poderes que lhe foram conferidos.*” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970. p. 68)

2.4 Disciplina da sociedade anônima de capital aberto

2.4.1 Disciplina da lei sobre imposto de renda (Lei n. 4.506/1964)

Ainda sob a égide de legislação societária (Decreto-lei n. 2.627/1940) e do mercado de capitais (Lei n. 4.728/1965) que não distinguia formalmente as *companhias abertas* e *fechadas*, nasceu, na legislação fiscal, um instituto que fortemente impulsionou a instituição em lei dessa divisão²⁰⁹.

A Lei n. 4.506/1964, sobre imposto de renda, estabeleceu, como nova classificação, as chamadas *sociedades anônimas de capital aberto*. Essa classificação tinha por função delimitar o universo de destinatários dos incentivos fiscais concedidos por meio daquele diploma²¹⁰.

Foram assim contempladas as sociedades anônimas (i) que tivessem ações efetivamente cotadas em bolsa de valores e, cumulativamente, (ii) cujo capital votante fosse detido, em porcentagem mínima de 30%, por mais de duzentos acionistas, que não possuíssem cada um mais de 3% do capital social e fossem pessoas físicas ou fundos mútuos de participação e capitalização. Esses percentuais de dispersão gradativamente aumentariam até que

²⁰⁹ Para Yazbek, as sociedades anônimas de capital aberto foram *embriões* das atuais companhias abertas. (cf. YAZBEK, Otavio. As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 114) Comparato comentava também que o legislador brasileiro enveredou pelo mesmo caminho do legislador norte-americano, ao estabelecer, na Lei n. 4.728/1965, a distinção entre sociedade anônima “fechada” e sociedade anônima de capital aberto. (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 66)

²¹⁰ “Os efeitos legais decorrentes da qualificação de sociedade de capital aberto são exclusivamente fiscais, consistindo em isenções ou reduções do imposto sobre a renda da própria sociedade, na fonte ou de seus acionistas.” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 67) Ainda sobre o tema: EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 72; BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p. 218 et seq. Para um relato detalhado a respeito da origem e evolução do instituto e da natureza dos incentivos fiscais concedidos, ver TRUBEK, David M., GOUVEA VIEIRA, Jorge Hilário. SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971, p. 111 et seq. Os autores observam que a criação desse instituto foi assim justificada no Programa de Ação Econômica – PAEG, publicado logo em seguida: “O Governo pretende estimular a abertura de capital das sociedades anônimas, tendo em vista ser esse o melhor sistema para compatibilizar o controle democrático das empresas com a imposição tecnológica das dimensões associadas às economias de escala. Nesse sentido, é intenção do Governo: a. conceder estímulos fiscais, particularmente, através do imposto de renda, às sociedades anônimas abertas; b. dentro de uma política geral de estímulos fiscais à poupança, incentivar, especialmente, as aplicações das poupanças pessoais na subscrição de novas ações de sociedades anônimas abertas; c. reestruturar as sociedades de investimento, protegendo o público no que diz respeito ao lançamento de novas ações; e d. reorganizar as bolsas de valores, dando maior seletividade às suas transações.” (cf. TRUBEK, David M., GOUVEA VIEIRA, Jorge Hilário. SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971, p. 116-117)

perfizessem 45% do capital votante e quinhentos acionistas, respectivamente²¹¹.

Pautaram a criação das *sociedades anônimas de capital aberto* as políticas públicas antes mencionadas, voltadas a estimular o desenvolvimento do mercado de capitais. Essas políticas privilegiaram as sociedades anônimas que não apenas possuíssem *ações* cotadas em bolsa, mas cujos quadros acionários demonstrassem efetiva *dispersão acionária*, de acordo com os parâmetros então estipulados²¹². Notadamente, essa dispersão concentrava-se no capital votante e exigia-se sua expansão continuada.

Com isso, como comenta Penalva Santos, o legislador pretendeu estimular a *democratização* do capital, “*no sentido de levá-lo ao grande público, através de incentivos fiscais, para que as sociedades de limitado número de acionistas abrissem a todos – os grandes, médios e pequenos investidores – a possibilidade de adquirirem suas ações em Bôlsa, ou fóra dela*”²¹³.

²¹¹ Cf. artigos 39 e 84 da Lei n. 4.506/1964.

²¹² Ressaltava-se então a importância da dispersão acionária para a caracterização das sociedades anônimas de capital aberto: “*As sociedades anônimas cujas ações tenham elevado o grau de negociabilidade em Bolsa de Valores e que, por isso, constituam instrumento de aplicação da poupança pública são consideradas de capital aberto. A sociedade de capital aberto tem o seu capital democratizado, isto é, diluído em quantidade de acionistas, de forma a se caracterizar pela participação popular no seu quadro de acionistas.*” (cf. LACERDA, José Cândido Sampaio de. *Manual das Sociedades por Ações*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1974, p. 46); “*Embora os requisitos sejam complexos, a característica principal da definição da S.C.A. é que uma parte significativa de suas ações tem que ser de propriedade de muitas pessoas.*” (cf. TRUBEK, David M., GOUVEA VIEIRA, Jorge Hilário, SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971, p. 112.)

²¹³ Cf. PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968, p. 33. Também sobre essa política, comentou Requião: “*A fim de corrigir as distorções que o uso comercial havia acarretado ao sistema das sociedades anônimas, pondo-a a serviço de interesses familiares ou de pequenos grupos fechados, o governo passou a estimular a abertura dessas sociedades ao investimento de novos acionistas. Esse processo que se denomina democratização do capital social, visa a permitir que a poupança particular participe do desenvolvimento econômico, pela sua aplicação através de ações.*” (cf. REQUIÃO, Rubens. *As sociedades de capital autorizado e de capital aberto*. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/direito/article/viewFile/6741/4825>. Acesso em: 10 jun. 2019) Sabe-se que o ideal de sociedade empresária democrática inspirou a legislação do século XIX e continuou a ter grande influência no século XX, sob o qual a *democracia acionária* pressupunha a reunião de numerosos acionistas, como fonte do poder que se manifesta na assembleia (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 59-60) Entretanto, as frequentes referências do período sob exame à *democratização* do capital parecem ter por influência também a experiência de outros países, especialmente os Estados Unidos, com companhias com grande dispersão acionária. Nesse ponto, veja-se, por exemplo, o seguinte comentário de Oscar Barreto Filho: “*Hoje em dia, o papel da sociedade anônima não é puramente econômico, mas interfere na própria organização política, em virtude de originar uma fonte real de poder (o chamado poder econômico, que se confronta com as fontes formais de poder previstas na Constituição. No plano social, a redistribuição da renda ensejada pela maciça participação da poupança popular nos capitais das sociedades anônimas, deixam entrever uma “eventual socialização não-estatista de seus lucros” (a expressão é de Berle). A abertura das empresas à poupança popular nos Estados Unidos propiciou a chamada democratização do capital e a ascensão dos técnicos ao comando das empresas, caracterizando uma verdadeira revolução tecnológica (a managerial revolution, de Burnham).*” (cf. BARRETO FILHO, Oscar. *Novos rumos para a sociedade anônima. As empresas no contexto social*. In: *Revista da Faculdade de Direito*, Universidade de São Paulo, vol. 66,

Ressalte-se que essa classificação se restringiu naquele momento à esfera da legislação fiscal. Melhor dizendo, não teve por reflexo a promoção de um modelo distinto de companhia na esfera da legislação societária²¹⁴. Portanto, apesar de serem frequentes os comentários no sentido de que as sociedades anônimas de capital aberto representaram categoria especial de sociedade, é importante notar o alcance restrito dessa classificação e o fato de que não se confunde com a classificação superveniente de *companhia aberta*, a despeito da posterior consolidação de que trataremos no item 2.4.4, a seguir²¹⁵.

2.4.2 Disciplina superveniente da lei do mercado de capitais (Lei n. 4.728/1965)

Já no ano seguinte, a Lei n. 4.728/1965, que disciplinou o mercado de capitais, introduziu modificações ao regime das *sociedades anônimas de capital aberto*²¹⁶. A Lei n. 4.728/1965 deu continuidade à política de incentivos fiscais que fora articulada em prol do desenvolvimento do mercado de capitais, e foi apenas nesse contexto que tratou das *sociedades anônimas de capital aberto*, sem estabelecer para elas normas distintas de natureza societária ou do mercado de capitais.

Em suma, determinou-se que a partir daquele momento caberia ao CMN a fixação periódica dos requisitos para classificação como *sociedade anônima de capital aberto*²¹⁷. Garantiu-se,

1971. p. 164-165. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66625>. Acesso em: 23 set. 2019). Ainda sobre o histórico de medidas voltadas à democratização do capital, ver BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973. p. 217 et seq. A percepção, inspirada na experiência norte americana, de que a abertura de capital e a pulverização do capital junto ao público conduziria a uma etapa “superior” do capitalismo, passou a ser vista por alguns com reservas. Nesse sentido, ver EIZIRIK, Nelson Laks. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 4-5.

²¹⁴ “Não devem ser confundidas com as sociedades de capital aberto (...). é de se reconhecer que a instituição de tais sociedades representa pálida tentativa para a distinção admitida no direito anglo-saxônico, mas, verdadeiramente, não a perfilhou o legislador próprio porquanto não criou um estatuto especial para as sociedades abertas propriamente ditas. No modo de constituição, na estrutura, no funcionamento, nos poderes e responsabilidades dos administradores, nos direitos e deveres dos acionistas, as sociedades de capital aberto não se distinguem, nem se regem por disposições peculiares.” (cf. GOMES, Orlando. Em tema de sociedade anônima (1971). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 103)

²¹⁵ Cf. TRUBEK, David M., GOUVEA VIEIRA, Jorge Hilário, SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971, p. 112.

²¹⁶ Cf. artigo 55 da Lei n. 4.728/1965. A política de incentivos fiscais relativos às sociedades anônimas de capital aberto foi também objeto de outros atos normativos, como, por exemplo, o Decreto n. 58.400/1966, o Decreto-lei n. 157/1967 e o Decreto-lei n. 1.338/1974. Foge ao escopo desta dissertação, contudo, a análise dos incentivos fiscais concedidos às sociedades anônimas de capital aberto e sua regulamentação.

²¹⁷ Cf. artigo 59 da Lei n. 4.728/1965: “Art. 59. Caberá ao Conselho Monetário Nacional fixar periodicamente as condições em que, para efeitos legais, a sociedade anônima é considerada de capital aberto. (...) § 2º Para

assim, maior flexibilidade, permitindo que a classificação fosse continuamente adaptada à dinâmica realidade do mercado e às prioridades da agenda política, sem que fosse para tanto necessário alterar a lei²¹⁸.

2.4.3 Novos contornos (Resoluções n. 16/1966 e 106/1968)

Na sequência, os critérios para enquadramento como *sociedade anônima de capital aberto* foram sucessivamente regulamentados por meio de resoluções editadas pelo BACEN, conforme deliberação do CMN, dentre as quais se sobressaem as Resoluções n. 16/1966 e 106/1968.

Foram adotados nesse período diferentes critérios de classificação. Inicialmente, privilegiou-se critérios numéricos referentes ao grau de negociabilidade das ações e ao nível de dispersão do capital social, posteriormente alterados para levar em consideração também outros fatores, como a capacidade de poupança nos diferentes estados e territórios²¹⁹.

Nesse sentido, a Resolução n. 16/1966, determinou que seriam consideradas de *capital aberto* as sociedades anônimas cujas ações tivessem *elevado grau de negociabilidade* em bolsas de valores, constituindo assim instrumento de aplicação da poupança pública²²⁰. Os critérios então adotados para a configuração de *elevado grau de negociabilidade* referiam-se à frequência e ao volume de negociação das ações. Cumulativamente, exigia-se que as ações atendessem a condições específicas quanto à sua conversibilidade e à inexistência de

efeito do cálculo da percentagem mínima do capital com direito a voto, representado por ações efetivamente cotadas nas Bolsas de Valores, o Conselho Monetário Nacional levará em conta a participação acionária da União, dos Estados, dos Municípios, das autarquias, bem como das instituições de educação e de assistência social, das fundações e das ordens religiosas de qualquer culto.”

²¹⁸ Cf. EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 123; ARAÚJO, Rodolfo. Brasil. In: ROTONDI, M. *Enquête comparative sur les sociétés par actions*. Holanda: Perugia, 1974, p. 429-431. O histórico traçado neste item 2.4 nos parece importante para esclarecer a frequente confusão com relação à origem desse instituto, por diversas vezes atribuída na doutrina à Lei n. 4.728/1965, sem maior consideração quanto às políticas articuladas à época e sua operacionalização por meio de atos normativos diversos.

²¹⁹ A dificuldade inerente a essa tarefa era ressaltada pela doutrina da época. Para Penalva Santos, isso explicaria o fato de “*ter o Banco Central procurado uma definição empírica, mas aceitável por enquanto*” (cf. PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968, p. 47) Vale lembrar que era essa a norma em vigor quando da regulamentação do registro pela Resolução n. 88/1968 (vide item 2.3.2).

²²⁰ Cf. item I da Resolução n. 16/1966. Sobre o tema, vale conferir também a Circular n. 32/ 1966.

restrições à negociação²²¹.

Além disso, exigia a Resolução n. 16/1966, como condição para a expedição de certificado da condição de *capital aberto* pelo BACEN, a verificação de níveis mínimos de dispersão do capital, distintos daqueles originalmente previstos na legislação do imposto de renda, e não limitados ao capital votante²²². Para as companhias que estivessem “*em fase de democratização do capital social pelo lançamento de ações ao público*”, exigia-se, ademais, “*que pelo menos 50% das ações sejam do tipo ordinário ou, caso mais da metade seja do tipo preferencial, aos seus subscritores se assegure estatutariamente o direito de eleger o seu representante na diretoria*”²²³. Em vista disso, é curioso observar como a disciplina dos incentivos fiscais imiscuiu-se na governança das companhias²²⁴.

Críticas a esses critérios levaram à revogação da Resolução n. 16/1966 e à sua substituição pela Resolução n. 106/1968²²⁵. Na sessão do CMN que deliberou pela aprovação da nova

²²¹ Cf. item III da Resolução n. 16/1966 (com redação dada pela Resolução n. 26/1966): “*III – Para os efeitos desta Resolução serão consideradas como possuidoras da característica de elevado grau de negociabilidade as ações que satisfaçam cumulativamente às seguintes exigências: a) sejam objeto de negociação em uma ou mais Bolsas de Valores do País, com tal intensidade que alcance, no mínimo, os seguintes índices médios: 1) ocorrência de operações de compra e venda em pelo menos uma vez por semana e cinco vezes por mês; 2) valor das operações superior a Cr\$8.000.000 semanais e Cr\$40.000.000 mensais; e 3) quantidade de ações negociadas mensalmente superior a 0,25% do número de ações emitidas, com exclusão, em se tratando de sociedade de capital autorizado, das ações em tesouraria. b) possuam ainda as seguintes condições cumulativas: 1) salvo quando a sociedade emissora estiver impedida por legislação especial, plena conversibilidade para qualquer das formas “ao portador”, “nominativas” ou “nominativa endossável”, a critério do acionista, e desdobramento de títulos múltiplos, efetuado a preço não superior ao custo, devidamente demonstrado à Bolsa onde estiverem registrados; e 2) inexistência de qualquer espécie de restrição estatutária ou contratual que impeça ou dificulte a sua negociação a qualquer instante, exceto quando decorrente de legislação especial.*”

²²² Cf. item IV da Resolução n. 16/1966 (com redação dada pela Resolução n. 26/1966): “*IV – O Banco Central expedirá, no prazo de 60 dias a contar da data do recebimento do pedido, certificado da condição de capital aberto em favor das sociedades que o requeiram, desde que atendam a uma das condições abaixo: a) ter ações constantemente negociadas e, no mínimo, 15% do capital pertencente a pelo menos 500 pessoas físicas ou jurídicas, que possuam, cada uma, no mínimo 100 e no máximo 20.000 ações; b) ter ações registradas para negociação em uma das Bolsas de Valores do País e, no mínimo, 15% do capital social pertencente a pelo menos 500 pessoas físicas ou jurídicas, que possuam, cada uma, no mínimo 100 e no máximo 20.000 ações; c) estar em fase de democratização do capital social pelo lançamento de ações ao público, realizado de modo que alcance as condições estabelecidas na alínea “b”, acima, estipulado, entretanto, que pelo menos 50% das ações sejam do tipo ordinário ou, caso mais da metade seja do tipo preferencial, aos seus subscritores se assegure estatutariamente o direito de eleger o seu representante na diretoria.*” Posteriormente, a redação do item (b) foi alterada pela Resolução n. 26/1966: “*b) ter ações constantemente negociadas e, no mínimo, 15% do capital pertencente a pelo menos 500 pessoas físicas ou jurídicas, que possuam, cada uma, no mínimo 100 e no máximo 100.000 ações;*”

²²³ Cf. item IV da Resolução n. 16/1966.

²²⁴ Além disso, o item VIII da Resolução n. 16/1966 reforçava a necessária observância pelas sociedades anônimas de capital aberto do regime da Lei n. 4.728/1965 (em especial, as disposições do artigo 34, §§ 7º, 9º, 10 e 11) e das normas expedidas por deliberação do CMN.

²²⁵ Requião relata o suposto insucesso da medida: “*A primeira tentativa levada a efeito pelo Conselho Monetário Nacional, consubstanciada nas Resoluções n.s 16 e 26, do Banco Central do Brasil, resultou em insucesso, face às bases irrealis em que fora lançada. A abertura de capital escudada sobretudo na*

norma, reclamou-se que a Resolução n. 16/1966 não havia produzido progresso sensível em termos de uma abertura de capital efetiva das sociedades, “*adotando como objetivo uma negociabilidade em Bolsa que não traduz, a nosso ver, a democratização pretendida*”²²⁶.

A principal crítica nesse sentido era dirigida às ações preferenciais. Comentava-se que a experiência demonstrara “*a ineficácia da admissão das ações preferenciais para a democratização do capital das empresas, pois elas em nada influíram para modificação do espírito absorvente dos detentores do controle acionário da sociedade*”²²⁷. Ou seja, a percepção era de que as ações preferenciais permitiam uma abertura de capital meramente quantitativa, em troca dos benefícios fiscais concedidos às *sociedades anônimas de capital aberto*, sem que a seus detentores fosse permitida efetiva participação na vida social.

Em função disso, optou-se por fazer recair somente sobre as ações ordinárias o percentual mínimo de dispersão exigido para o enquadramento como *sociedade anônima de capital aberto*, alterado de 15% do capital social para 20% do capital votante²²⁸. A resolução previa

negociabilidade das ações e no número elevado de acionistas não foi de molde a ensejar a proliferação de sociedades de capital aberto, pois, sem embargo dos incentivos fiscais estimulantes para difundir o sistema, apenas 265 sociedades anônimas participaram do movimento, democratizando seu capital. Em virtude do insucesso da primeira tentativa, e em face das insistentes solicitações das classes empresariais, o governo foi levado a rever as antigas resoluções no sentido de adotar bases mais realistas e condizentes com a estrutura empresarial de nosso país. Daí a elaboração de novos critérios, consubstanciados na Resolução n. 106.” (cf. REQUIÃO, Rubens. *As sociedades de capital autorizado e de capital aberto*. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/direito/article/viewFile/6741/4825>. Acesso em: 10 jun. 2019) Além disso, comenta-se que as normas da Resolução n. 16/1966 eram “*bastante complexas e ambíguas, muitas das quais nunca foram explicadas ou esclarecidas*”, bem como que a Resolução n. 106/1968 representou “*não somente um grande progresso na redação, mas também (...) o retorno aos diversos requisitos da Lei 4.506, que tinham sido abandonados pela Resolução 16*” (cf. TRUBEK, David M., GOUVEA VIEIRA, Jorge Hilário. SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971, p. 122; 126)

²²⁶ Cf. voto apresentado pelo então diretor do BACEN, Germano de Brito Lyra, transcrito na ata da 121ª sessão do CMN, realizada em 10 de dezembro de 1968. Continuava o voto: “*(...) pois será sempre uma consequência da disseminação das ações e nunca uma característica da condição de que se trata. A Bolsa de Valores negocia ativamente ações de sociedades fechadas e, em contrapartida, temos ações de empresas de capital realmente distribuído que ali não apresentam negociabilidade frequente*”.

²²⁷ Cf. voto apresentado pelo então diretor do BACEN, Germano de Brito Lyra, transcrito na ata da 121ª sessão do CMN, realizada em 10 de dezembro de 1968. O voto ressaltava a importância da fiscalização exercida por acionistas, em especial a participação dos minoritários nas assembleias gerais: “*2. Tomando-se por base que as empresas beneficiadas por incentivos fiscais de capital aberto deverão estar sujeitas ao cumprimento mais rigoroso das normas estabelecidas no art. 1º da Lei n. 4.728/65 – finalidade essencial do Mercado de Capitais – e que a fiscalização dessas empresas deverá iniciar-se pela observação, pelos próprios acionistas, dos atos praticados pelos administradores, encarregados da correta aplicação dos recursos confiados pelos investidores, julgamos indispensável a atuação efetiva dos acionistas minoritários nas decisões das assembleias gerais.*”

²²⁸ Cf. item I da Resolução n. 106/1968: “*II – A emissão de certificados que atestem a condição de “capital aberto” dependerá de que pelo menos 20% (vinte por cento) do total das ações ordinárias emitidas (não consideradas as em tesouraria) estejam distribuídas, no mínimo, entre: a) as sociedades que possuam capital subscrito de NCr\$100.000,00 a NCr\$500.000,00: 1º grupo: 100 acionistas, nenhum deles com menos de 20 ações; 2º grupo: 150 acionistas, nenhum deles com menos de 35 ações; 3º grupo: 250 acionistas, nenhum deles com menos de 75 ações; b) as sociedades que possuam capital de NCr\$500.001,00 a NCr\$1.000.000,00: 1º grupo: 150 acionistas, nenhum deles com menos de 30 ações; 2º grupo: 200 acionistas, nenhum deles com*

também o aumento gradativo dos requisitos mínimos de dispersão²²⁹.

Além disso, as *sociedades anônimas de capital aberto* passaram a ser classificadas em três grupos, conforme o estado ou território de sua sede²³⁰. Os demais requisitos de dispersão – isto é, os números mínimos de acionistas e de ações detidas por cada acionista – passaram a variar conforme o grupo a que pertencesse a sociedade e o valor de seu capital subscrito²³¹. Isso permitiu que a categorização levasse em consideração a capacidade de poupança nos diferentes Estados e territórios brasileiros²³².

A Resolução n. 106/1968 facultava ao BACEN solicitar modificações aos estatutos das sociedades anônimas de capital aberto, o que, segundo a própria, estaria em consonância com o *espírito* da Lei n. 4.728/1965 e atenderia aos objetivos de resguardar os direitos dos acionistas e preservar a segurança do mercado de capitais²³³.

Em 1971, havia aproximadamente quatrocentas companhias registradas como *sociedades anônimas de capital aberto* no Brasil, muitas das quais com dificuldade de continuar atendendo às exigências da Resolução n. 106/1968. Isso estimulou debates em torno da razoabilidade daqueles critérios de classificação²³⁴.

Posteriormente, foi instituída a subclassificação de *sociedades anônimas de capital aberto*

menos de 60 ações; 3º grupo: 350 acionistas, nenhum deles com menos de 100 ações; c) as sociedades que possuam capital igual ou superior a NCr\$1.000.001,00: 1º grupo: 200 acionistas, nenhum deles com menos de 50 ações; 2º grupo: 350 acionistas, nenhum deles com menos de 75 ações; 3º grupo: 500 acionistas, nenhum deles com menos de 100 ações.”

²²⁹ Cf. item IX da Resolução n. 106/1968 (com redação dada pela Resolução nº 176/1971): “IX - Respeitada a classificação do item I e satisfeitas as condições dos itens II e VIII, à empresa será outorgado certificado com validade por dois anos, a partir da emissão, prorrogável por períodos sucessivos de dois anos se, ao término de cada período, comprovar que atende às exigências previstas no item II, quanto à percentagem de capital e número de acionistas, com acréscimo de 10% sobre as condições exigidas para o período anterior, até que atinja 49% do seu capital, podendo tais acréscimos ser cumpridos com base em ações ordinárias ou preferenciais.”

²³⁰ Cf. item I da Resolução n. 106/1968.

²³¹ Cf. item II da Resolução n. 106/1968. A norma estabelecia ainda regras específicas quanto ao cômputo do número de acionistas (cf. itens III e V, ambos com redação dada pela Resolução n. 360/1976).

²³² “O arcabouço essencial da caracterização de uma companhia como aberta consiste em primeiro lugar em atender naturalmente às diversidades de desenvolvimento econômico de diferentes regiões do país (grupos) para aliviar ou aumentar condições demandada de distribuição do capital em número mínimo de pessoas; em segundo lugar, se considerou os montantes dos capitais, divididos em faixas e, conforme cada grupo, se exige um número mínimo de acionistas, titular cada um de um número mínimo por sua vez de ações.” (cf. COSTA, Philomeno J. da. *Anotações às companhias*. Vol. I. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. p. 109-110)

²³³ Cf. item XVI da Resolução n. 106/1968.

²³⁴ Cf. TRUBEK, David M., GOUVEA VIEIRA, Jorge Hilário, SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971, p. 179 et seq. Comentam os autores: “Ademais, as várias correntes em debate baseiam seus argumentos em teorias diferentes sobre os propósitos implícitos nas exigências da Resolução 106. Assim, enquanto muitos apoiam seus argumentos no fundamento de que o principal objetivo da política é aumentar a confiança das firmas no mercado primário, como fonte de financiamento, e nos atrativos dos investimentos em títulos de capital, outros aceitam as noções implícitas nas ideias de “reforma agrária na companhia” e “capitalismo de participação popular”. (p. 185).

de pequeno e médio porte, assim consideradas aquelas cuja soma do capital e reservas fosse igual ou inferior a cento e quarenta mil vezes o maior salário mínimo vigente no país²³⁵. Essa subclassificação constou da Resolução n. 221/1972, que fixou limite mínimo de aplicação em companhias assim qualificadas por fundos constituídos na forma do Decreto-lei n. 157/1967²³⁶. Com o advento da Resolução n. 292/1974, que revogou a Resolução n. 221/1972, esse limite passou a ter por base as *sociedades anônimas de capital aberto* controladas por capitais privados nacionais²³⁷.

Sobressai da análise dessas normas o esforço empreendido para desenvolver critérios de classificação que estimulassem o projeto de gradativa *democratização* do capital das companhias, segundo os níveis desejados de dispersão acionária, para garantir efetividade à política de incentivos, porém sem descuidar da contrastante realidade da época.

Além disso, o projeto de democratização do capital parecia estar indiretamente associado ao objetivo de garantir maior participação política dos acionistas minoritários, como indica em especial a mudança promovida para limitar a base de cálculo ao capital votante.

Na prática, contudo, de acordo com relatos da época, a classificação como *sociedade anônima de capital aberto* era almejada puramente para efeitos fiscais²³⁸. E assim, passou a ser considerada insuficiente, em meio aos incentivos fiscais da época, à consecução dos

²³⁵ Cf. item II da Resolução n. 221/1972.

²³⁶ A Resolução n. 221/1972 regulamentou o disposto no Decreto-lei n. 1.214/1972, que originalmente determinou limite mínimo de aplicação por aqueles fundos “*em debêntures conversíveis em ações ou ações novas de empresas de pequeno e médio porte, nos termos conceituados pelo Conselho Monetário Nacional*” (artigo 3º, §1º). Também em consonância com o Decreto-lei n. 1.214/1972 (artigo 3º, §2º), disciplinou ainda a aplicação dos recursos remanescentes desses fundos, permitindo que fossem aplicados “*em ações ou debêntures conversíveis em ações de sociedades anônimas de capital aberto que comprovem, junto ao Banco Central-Gerência de Mercado de Capitais, o atendimento dos seguintes requisitos, cumulativamente: a) sejam controladas por capitais privados nacionais; b) tenham obtido ou venham a obter do Banco Central do Brasil, nos termos da Resolução nº 88, de 30.1.68, registro de emissão para primeira oferta pública de suas ações; c) tenham negociação diária em Bolsa de Valores, por período superior a 6 (seis) meses, conforme informação da Bolsa em que a empresa tenha seu maior volume de negociação.*” (cf. item III) Com a Resolução 263/1973, permitiu-se, mediante autorização do BACEN, “*computar, no percentual fixado pelo item III da Resolução nº 221, de 10 de maio de 1972, aplicações em debêntures conversíveis em ações ou em ações novas, emitidas por sociedades anônimas de capital aberto e vinculadas a projetos específicos considerados de interesse para a economia nacional*” (cf. item VII).

²³⁷ Essa alteração foi promovida em atenção à revogação de parágrafos do artigo 3º do Decreto-lei n. 1.214/1972 pelo Decreto-lei n. 1.338/1974. Posteriormente, a Resolução n. 263/1973 e a Resolução n. 292/1974 foram revogadas pela Resolução n. 340/1975.

²³⁸ Nesse sentido, escreveu Nelson Eizirik: “*O incentivo à abertura do capital foi representado por uma série de favorecimentos fiscais às sociedades de capital aberto. Ao longo do tempo, praticamente abandonou-se a noção de que estas sociedades deveriam de fato apresentar uma estrutura real de capital aberto, isto é, deveriam ser efetivamente abertas, democráticas em sua estrutura de capital.*” (cf. EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 123-124)

objetivos pretendidos, o que instigou clamores por uma ampla reforma do arcabouço legal²³⁹.

2.4.4 Posterior consolidação (Resolução n. 457/1977)

Com o advento das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, que inauguraram o conceito de *companhia aberta*, de que trataremos no próximo Capítulo, esta classificação passou a conviver com aquela de *sociedade anônima de capital aberto*, porém sem com ela se confundir. Afinal, para a caracterização como *sociedade anônima de capital aberto* não bastava a mera admissão à negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia, independentemente do nível de dispersão acionária, como no segundo caso²⁴⁰. Tanto assim que a Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/1976 tratou de ressaltar que a definição de companhia aberta de seu artigo 4º era mais ampla que o conceito fiscal²⁴¹.

Posteriormente, decidiu-se que todas as companhias abertas deveriam ser consideradas

²³⁹ “Os objetivos de toda essa legislação são, por conseguinte, a dispersão da propriedade do capital social das companhias privadas nacionais e o simultâneo desenvolvimento do mercado de ações. Esses objetivos foram fixados a partir do reconhecimento de que, no estágio que já atingiu a economia brasileira, a companhia fechada ou familiar, de porte pequeno ou médio, que predomina entre nós, não tem capacidade para desempenhar, nos projetos de grande escala, a função de organizar e explorar as atividades econômicas, que a Constituição Federal reserva preferencialmente às empresas privadas. A ideia da reforma da Lei das S.A. nasceu, por sua vez, da observação de que os estímulos fiscais não foram suficientes para nos conduzir até aqueles objetivos, e que se tornou indispensável modernizar o próprio quadro institucional das sociedades anônimas.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 173)

²⁴⁰ Nesse sentido, confirmam Teixeira e Tavares Guerreiro que “o conceito de sociedade aberta, agasalhado na lei, não se confunde com o de sociedade de capital aberto, tal como fora consubstanciado na Resolução n. 106, de 11.12.68, do Banco Central, o qual apresentava principalmente consequências de ordem fiscal. Realmente, o novo conceito da lei leva em consideração apenas a negociabilidade, em bolsa ou no mercado de balcão, dos valores mobiliários emitidos pela companhia aberta, ao passo que o conceito de sociedade de capital aberto (SCA), acolhido na citada Resolução do Banco Central, se baseava na difusão gradativa das ações de capital da sociedade entre o público”. (cf. TEIXEIRA, Egberto L. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 111) E ainda, comentam Carvalhosa e Eizirik: “A Lei n. 6.404/76, ao ser promulgada, modificou o conceito de abertura de capital, até então vinculado, nos termos da Lei n. 4.506/64 e das Resoluções n. 16/66, 106/68 e 176/71 do Conselho Monetário Nacional – CMN, aos critérios de negociabilidade e de dispersão das ações de sua emissão no mercado. A Lei n. 6.404/1976 abandonou o conceito da Sociedade Anônima de Capital Aberto – SACA, instituído pela Lei n. 4.506/64 e disciplinado pelas Resoluções do CMN, substituindo-o pelo de Companhia Aberta.” (cf. CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 38-39); Philomeno J. da Costa lembra que, no curso do processo legislativo, foi sugerida emenda ao artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 para ressaltar que o CMN fixaria periodicamente as condições fiscais para a companhia ser tida de capital aberto. Contudo, foi rejeitada, “visto como não existia perigo de confusão entre “sociedade aberta” e “sociedade de capital aberto”. Aquela encontra-se conceituada pelo próprio cabeço do disposto pelo art. 4º e esta é definida normalmente pela legislação fiscal (que se presume atualizante).” (cf. COSTA, Philomeno J. da. *Anotações às companhias*. Vol. I. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. p. 110-111)

²⁴¹ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

sociedades anônimas de capital aberto para efeitos legais e regulamentares. Isso foi determinado por meio da Resolução n. 457/1977, que revogou a Resolução n. 106/1968.

A nota explicativa sobre a Resolução n. 457/1977 declara que, com vistas ao “*fortalecimento da empresa privada nacional*”, a CVM propusera ao CMN a unificação daqueles conceitos, “*a fim de que um maior número de empresas pudesse gozar de estímulos para a sua capitalização*”²⁴².

Também na reunião do CMN em que se deliberou pela aprovação da Resolução n. 457/1977, o então Presidente da CVM, Roberto Teixeira da Costa, manifestou opinião de que era “*importante para o mercado de ações que desde já haja uniformização dos conceitos de companhia aberta e de sociedade de capital aberto, até que uma lei posterior venha a eliminar, por completo, as diferenças de terminologia*”²⁴³.

Antes da Resolução n. 457/1977, havia 552 *sociedades anônimas de capital aberto* no Brasil. Em decorrência da consolidação, esse número passou para 1.086 companhias abertas²⁴⁴.

²⁴² Cf. Nota Explicativa CVM n. 4, de 23 de dezembro de 1977. Essa nota menciona também que o Poder Executivo pretendia enviar ao Congresso Nacional projeto de lei que reformularia os incentivos fiscais das companhias abertas e que extinguiria a classificação de *sociedade anônima de capital aberto*.

²⁴³ Cf. voto do conselheiro (e ex-presidente da CVM) Roberto Teixeira da Costa, transcrito na ata da 297ª sessão do CMN, de 21 de dezembro de 1977.

²⁴⁴ Cf. Nota Explicativa CVM n. 4, de 23 de dezembro de 1977. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota004.doc>. Acesso em: 26 jul. 2019.

CAPÍTULO 3

A COMPANHIA ABERTA NO DIREITO BRASILEIRO (II): A PARTIR DA REFORMA DE 1976

Neste Capítulo dar-se-á continuidade ao estudo da disciplina jurídica da companhia aberta, com foco na reforma promovida pelas Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976. Pretende-se examinar o objeto e a estrutura dessa disciplina a partir da perquirição de seus objetivos e do estudo de seus contornos, em atenção aos antecedentes normativos analisados no Capítulo 2 e às reformas e alterações promovidas desde 1976. Por fim, será traçado um breve panorama a partir da compilação de dados ilustrativos sobre as companhias e do mercado de capitais brasileiros, para avaliar como esse quadro evoluiu após o marco legal de 1976 e melhor contextualizar a análise das *fronteiras internas e externas* dessa disciplina que será desenvolvida na Parte II²⁴⁵.

3.1 Disciplina da companhia aberta: o marco legal de 1976

3.1.1 Estudos preliminares

No contexto descrito no Capítulo 2, em que clamores por reforma do arcabouço normativo então vigente passaram a se intensificar, desenvolveram-se, em paralelo aos contínuos ajustes da política fiscal das *sociedades anônimas de capital aberto*, estudos e discussões preliminares sobre o conteúdo de uma futura reforma, especialmente da lei societária. A análise desses estudos contribuiu para a elucidação das escolhas feitas posteriormente na regulação da companhia aberta.

Em especial, destaca-se o estudo elaborado por Alfredo Lamy Filho sobre a reforma da lei das sociedades anônimas, por iniciativa do Instituto de Planejamento Econômico e Social,

²⁴⁵ Este estudo não tem a pretensão de descrever e analisar individual e exaustivamente cada uma das normas aplicáveis às companhias abertas sob esses diplomas. Tampouco pretende-se avaliar a influência e medir a eficiência da legislação introduzida em 1976 e das reformas e alterações normativas posteriores para o desenvolvimento do mercado brasileiro, o que não se coadunaria com a metodologia desta dissertação, mas tão somente ilustrar os contornos desse mercado e suas tendências mais recentes de desenvolvimento.

órgão do Ministério do Planejamento, em outubro de 1971²⁴⁶.

Esse estudo ressaltava a relevância da grande empresa, organizada como sociedade anônima, para a economia moderna, cuja expansão encontraria solução na abertura de capital²⁴⁷. Nessa

²⁴⁶ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei de sociedades anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 123-158; LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 131. O destaque nos parece merecido em função da influência desse estudo para a posterior elaboração do anteprojeto de lei. Não obstante, é importante registrar que ele foi precedido de outros importantes estudos sobre o tema, bem como que a necessidade de reforma era já defendida por diversas outras vozes da época. Exemplo notório nesse sentido é o estudo de Comparato sobre a chamada macroempresa, publicado em 1970. Comparato justifica sua dedicação ao estudo da disciplina societária da macroempresa a partir da seguinte constatação: “(...) o atual estatuto da sociedade anônima, na generalidade dos países, encontra-se inadequado ao fenômeno da macro-empresa. O divórcio entre o direito estatuído e o direito vivido, nesta matéria, só tende aliás a acentuar-se, com a inelutável evolução econômica. Constitui, portanto, tarefa primordial do jurista a busca de soluções novas para os problemas que esta última não deixa de pôr. Tais soluções, porém, só podem ser delineadas a partir do superamento do estatuto artificialmente unitário da sociedade anônima, com o indispensável esforço de distinção doutrinária que um empreendimento dessa ordem pressupõe, preliminarmente.” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 63) E ainda: “Tudo isso encarece a conveniência de se criar na lei um estatuto opcional para a grande empresa privada, com a natureza institucional e não societária. Só ele, com efeito, permite equacionar num quadro racional os diferentes interesses que convergem na macro-empresa: o dos empresários, o dos investidores, o dos trabalhadores, e também o da coletividade em geral representada pelo Estado.” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 88-89); “A reforma da legislação há de partir de uma distinção indeclinável entre as chamadas sociedades abertas e as sociedades fechadas para submetê-las a diferentes regimes. As sociedades fechadas não pedem regulamentação que se afaste sensivelmente dos princípios clássicos do direito societário, eis que a sua estrutura não está abalada pelos fatos que, na prática, alteram profundamente a constituição e o funcionamento das sociedades abertas.” (cf. GOMES, Orlando. Em tema de sociedade anônima (1971). In: WALD, Arnoldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 102); “Talvez uma adequada reformulação da legislação sobre as sociedades por quotas de responsabilidade limitada pudesse atender a esse escopo, ensejando a transformação nesse tipo societário de numerosas empresas, a grande maioria das que são hoje organizadas sob a forma do anonimato. Enquanto isto não ocorra, deverá a lei prever regime jurídico diferenciais para as sociedades anônimas, de modo a distinguir perfeitamente as sociedades grandes ou abertas, e as pequenas ou fechadas. As grandes companhias, ou sociedades anônimas propriamente ditas, seriam caracterizadas: pela faculdade de recorrer à subscrição pública; por terem seus títulos obrigatoriamente registrados para negociação em Bolsa; pela fixação de capital mínimo; pela existência do Conselho de Administração.” (cf. BARRETO FILHO, Oscar. Novos rumos para a sociedade anônima. As empresas no contexto social. In: *Revista da Faculdade de Direito*, Universidade de São Paulo, vol. 66, 1971. p. 169-170. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66625>. Acesso em: 23 set. 2019); Em 1973, comentava Batalha que, “[e]m nosso País, a categorização de empresas fechadas em confronto com as empresas abertas, para efeito de diversa disciplina jurídica de umas e outras, vem sendo exigida pelos mais expressivos doutrinadores de nosso Direito mercantil”. (cf. BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p. 214)

²⁴⁷ Ainda sobre o tema, observavam Lamy e Bulhões: “A anônima como organização jurídica da macroempresa, ao mesmo tempo que se constitui instrumento de eficácia insubstituível na mobilização das poupanças requeridas para os grandes empreendimentos, provocou insuspeitadas consequências econômicas, sociais e políticas, a que o Estado não pode ficar indiferente. Sob o mesmo rótulo, opera-se o fenômeno de mutação intrínseca, tão propriamente assinalado como “substituição de conteúdo”, que transformou a S.A. de mera modalidade jurídica de organização privada de um negócio na instituição fundamental da evolução econômica do mundo ocidental. A grande empresa é a unidade de trabalho do mundo contemporâneo na mão de particulares ou do Estado, ou de ambos, ela terá de organizar-se e expandir-se. A S.A. é a resposta, até certo ponto surpreendente, e admirável, da forma de vida ocidental a essa exigência. Está, por isso, diretamente vinculada ao interesse público na construção e sobrevivência de uma sociedade aberta e desenvolvida, que não pode prescindir da iniciativa privada.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES

linha, defendia a necessidade de uma ampla reforma legal, que não se limitasse ao mero aprimoramento do Decreto-lei n. 2.627/1940. Para Lamy, tratava-se de disciplinar um novo instituto, que reclamava regulamentação própria e urgente, para que não fossem obstruídos os caminhos do desenvolvimento²⁴⁸.

Mais especificamente, entre as companhias abertas e fechadas, Lamy entendia haver uma diferença não apenas de tamanho, e sim de natureza²⁴⁹. Nesse ponto, o estudo é especialmente ilustrativo da concepção da época em torno da grande empresa, aparentemente influenciada pela experiência estrangeira, pois parecia pressupor que o novo estágio de desenvolvimento guardava promessa de grande dispersão acionária e consequente separação entre propriedade e gestão²⁵⁰.

PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I. p. 132)

²⁴⁸ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei de sociedades anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 124-132. O estudo incluiu ainda avaliação dos principais problemas que deveriam ser enfrentados por eventual reforma e de lições que poderiam ser aproveitadas daquelas promovidas à legislação de outros países.

²⁴⁹ Essa visão era compartilhada por outros comentaristas da época: “*Esse tipo de sociedade – a grande invenção do capitalismo – é, dentre todos, o que demanda, com maior premência, regime legal adaptado à sua evolução, principalmente por que a sua atuação envolve interesses que transcendem a finalidade lucrativa e ultrapassam os dos sócios. A medida que se agigantam, as sociedades anônimas passam a exercer uma função de interesse social que contraria a sua natureza de organização destinada exclusivamente à repartição de lucro.*” (cf. GOMES, Orlando. Em tema de sociedade anônima (1971). In: WALD, Arnoldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 102); “*Em nosso entender não se pode cogitar do instituto das sociedades anônimas dentro de um conceito genérico e unitário. Não existe apenas uma espécie de sociedade anônima. Ao revés, a doutrina moderna tende a distinguir duas espécies, com contornos, estruturas, finalidades e estilos perfeitamente distintos. Impõe-se com efeito a distinção entre as sociedades anônimas abertas e as sociedades anônimas fechadas. Estas são conhecidas também sob a nomenclatura de sociedades anônimas de família. (...) Outras sociedades anônimas, entretanto, são efetivamente constituídas sem atenção à pessoa dos acionistas. Formam-se – tendo em vista o mercado de capitais. Pouco se lhe dá quem dela participe. Organiza-se um ‘grupo de controle’, que domina as sociedades, e suas ações, geralmente ao portador, se pulverizam em quantidade nas mãos de estranhos. Essa sociedade, efetivamente, se forma em atenção aos recursos financeiros do mercado, onde obtém capitais não só na sua fundação, como durante seu desenvolvimento. Essas sociedades anônimas, que condizem verdadeiramente com função econômico-social definida, é que poderiam ser classificadas como instituição. E a ela, geralmente, é que se referem os juristas, quando assim classificam a natureza jurídica das sociedades anônimas. Daí a importância atual da visão dualista das sociedades anônimas.*” (cf. REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como “instituição”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 18. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976, p. 25-26) Ainda sobre o tema: BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p. 31-32; 48-49.

²⁵⁰ “*Projete-se, agora, a mesma sociedade que abre seu capital, e vai ao público oferecer suas ações: tudo aqui se transmuda. É que então os sócios passam a “meros prestadores de capital” (na linguagem que o velho CCom usava, e impropriamente, para os comanditários) desinteressam-se da vida da empresa como tal, para só se importarem com os reflexos de bolsa que apresentam os títulos, tornando-se, com isso, muito mais vulneráveis em sua boa-fé; as assembleias, à mungua de acionistas presentes, perdem sua importância para a administração que se torna, ele sim, o órgão máximo da sociedade; a vida da empresa e o comportamento de sua administração passam a interessar diretamente ao crédito público, pois não apenas pelo tamanho (geralmente grandes empresas) mas pelos reflexos que produz na vida financeira do país, a má gestão pode provocar uma crise e repercutir intensamente em muitos setores; as facilidades abertas para o levantamento de recursos – desde o apelo ao mercado de capitais até o progressivo autofinanciamento exigem, então, a*

Regular a companhia aberta, distintamente da companhia fechada, tornara-se essencial, segundo o referido estudo, que se dedicou então à forma e ao conteúdo da futura disciplina.

Um dos pontos enfrentados no referido estudo foi se as companhias abertas deveriam ser reguladas em lei especial. Concluiu Lamy que mais adequado seria manter uma só lei, dedicando às companhias abertas um capítulo específico²⁵¹. Nessa reflexão percebe-se a semente da estrutura posteriormente adotada na Lei n. 6.404/1976.

Já quanto ao conteúdo, o estudo alvitrava medidas diversas, como, por exemplo, o fortalecimento das normas de *disclosure* e o reforço da autoridade pública responsável pela fiscalização das companhias abertas, a obrigação de pagar dividendos e a fixação de capital mínimo²⁵². Adicionalmente, foram formuladas outras sugestões para enfrentar a

fiscalização pública e impõem o dever de uma intensa publicidade em favor do sócio (disclosure); novos mecanismos – como opções de compra de ações, debêntures conversíveis e outros – passam a ter ampla utilização, para motivar o investidor, ou mobilizar o administrador mais competente; o direito de voto perde expressão, o mesmo ocorrendo com o direito de preferência (quando a ação é vendida ou comprada em bolsa, por valor de mercado), etc. Em suma, a sociedade aberta representa uma nova dimensão da S/A, que cumpre ao legislador ter presente.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei de sociedades anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 126) Traços semelhantes são observados em outros estudos da época, como, por exemplo, o importante estudo de Comparato sobre a macro-empresa: “*Por outro lado, a composição do corpo acionário da grande empresa tem ainda mais acentuado o seu anonimato. Nos Estados Unidos, país cuja evolução parece apontar o caminho a ser seguido por tôdas as demais nações capitalistas, estima-se que cerca de um terço do capital acionário em circulação não permanece mais do que 6 meses nas mesmas mãos. Atualmente, os grandes acionistas não são mais indivíduos, mas sociedades, fundações, fundos de investimento, fundos previdenciários.*” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 24)

²⁵¹ “*Parece-nos não haver dúvidas – e dispensamo-nos de insistir sobre o assunto – quanto às profundas distinções que separam as S/A fechadas e as abertas (vide Parte I, n. 3, supra) que pode justificar a existência de duas leis. Todavia, como grande parte dos preceitos que regem as duas espécies é comum e as sociedades abertas foram, em geral, constituídas como sociedades fechadas e só mais tarde resolveram abrir seu capital, e o apelo ao crédito público deve ser sempre uma alternativa oferecida à sociedade fechada, parece de mais fácil entendimento manter uma só lei, e, dentro dela, destacar, num capítulo, as normas que devam reger, especificamente, as sociedades abertas, ou que tenham suas ações cotadas em Bolsa de Valores.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei de sociedades anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 139)

²⁵² Cf. LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei de sociedades anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 140-142. Na Parte IV do estudo, as sugestões são assim resumidas: “*1º. Disciplina das sociedades que tenham ações negociadas em Bolsa, delas exigindo: a) capital mínimo, para reservar o campo para a grande empresa; b) definição, em termos escritos, do objeto social; c) submissão à fiscalização permanente do Banco Central do Brasil, ao qual será assegurada competência para solicitar informes, proceder a inspeções, definir as publicações obrigatórias, estabelecer normas de apresentação de balanços e demonstrativos de lucros e perdas, e distribuição de dividendos, exigir elaboração de balanços consolidados de grupo empresarial, sustar negociações em Bolsa, intervir na administração, e promover liquidação extrajudicial da sociedade; d) administração colegiada obrigatória; e) redução de quórum nas assembleias gerais; f) supressão do Conselho Fiscal, e imposição de auditoria externa; g) remessa de convocações e informes gerais a todas as entidades (Bancos, Fundos, Financeiras, etc.) que o solicitem ou que tenham comparecido a suas assembleias e às Bolsas; h) correlatamente, devem ser asseguradas a essas sociedades as vantagens fiscais, o direito de emitir ações sem valor nominal, obrigações conversíveis, ou não, para lançamento em Bolsa, facilidades de crédito, contratos de trabalho com seus administradores e emissão de opção de compra de ações, etc.; i) ainda nessa*

preocupação com a transformação “[d]a empresa de todos na empresa de ninguém”²⁵³. Como se verá adiante nos itens 3.2 e 3.3, algumas dessas sugestões foram acolhidas, ainda que com modificações, no âmbito das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976.

Com base nesse estudo, realizou-se o seminário sobre a reforma das sociedades anônimas promovido pelo Instituto dos Advogados Brasileiros em julho de 1972. Na mesma linha, o mote dos debates foi a necessidade de adaptação do instituto da sociedade anônima às novas condições decorrentes do processo de desenvolvimento econômico do país²⁵⁴.

De acordo com o relato de Barreto Filho, naquele seminário discutiu-se, como ponto fundamental da futura reforma, a “*disciplina diferenciada para as sociedades abertas e as*

ordem de ideias, os bancos e entidades financeiras deveriam ser estimulados a receber depósitos de ações e obrigações cotadas em Bolsa, e obrigadas a representar seus clientes nas assembleias gerais das sociedades, e transmitir-lhes informes sobre as mesmas; igualmente, os fundos de investimento, bancos e financeiras deveriam fazer-se representar nas assembleias das S/Ade que possuíssem ações, ampliando-se e facilitando-se as regras de representação e o procuratório para fins societários; j) finalmente, seria regulamentada a retirada de Bolsa – hipótese para a qual se exigiria quórum de aprovação superior à metade do capital social – assegurando-se ao acionista dissidente o direito de recesso.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei de sociedades anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 155)

²⁵³ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei de sociedades anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 142-146.

²⁵⁴ Cf. BARRETO FILHO, Oscar. Seminário sobre a reforma das sociedades anônimas, promovido pelo Instituto dos Advogados Brasileiros. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 119. O primeiro ponto discutido naquele seminário foi a inclusão da disciplina da sociedade anônima no anteprojeto de Código Civil, no livro da Atividade Negocial. Relata-se que houve pronunciamento unânime contra a unificação da matéria sobre empresários e sociedades em um código de Direito Privado, tendo alguns dos presentes, contudo, defendido a unificação dessas mesmas matérias num único texto legal. Os fundamentos apontados para tanto incluíam: “*o interesse público da nova S/A, como instrumento da política econômica; a imbricação de normas privadas e públicas na disciplina da instituição; o caráter internacional dos preceitos, que, ainda por isso, ficam sujeitos a sucessivas atualizações; a coordenação permanente que deve ser mantida entre S/A e outras instituições, como Banco Central, Bolsas de Valores, Sociedades Financeiras e Bancos de Investimento, normas de incentivos fiscais e tantas outras que compõem o grande quadro de estímulo à economia e proteção ao crédito público; a eclosão das sociedades mistas, das coligadas, dos conglomerados, dos novos contratos com ações, em suma, de todos aqueles fatos novos sobre os quais se debruçam os estudiosos no mundo inteiro*”. Por fim, conclui o relato do seminário: “*Em suma, ficou evidenciada, no Seminário do Rio de Janeiro, a oposição quase unânime dos meios jurídicos, econômicos, financeiros e empresariais à sistemática e à concepção que presidiram à regulação da sociedade anônima no ante-projeto de Código de Obrigações de 1965 (que se presumem reproduzidas pela novo anteprojeto de Código Civil), sem embargo de seus altos méritos científicos, em virtude de patente inadequação às exigências da hora presente.*” (cf. BARRETO FILHO, Oscar. Seminário sobre a reforma das sociedades anônimas, promovido pelo Instituto dos Advogados Brasileiros. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 121) Além disso, é importante registrar que foram realizados no período outros relevantes simpósios sobre a reforma, como aquele promovido com a contribuição do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo em 1970. De acordo com o relato do professor Rubens Requião, também nesse evento concluiu-se “*que não se justifica a adoção da mesma estrutura jurídica para as companhias de grande envergadura, que recorrem ao mercado de capitais, e para as pequenas sociedades de âmbito restrito ou familiar*” e recomendou-se que “*a lei deverá prever regime jurídico diferenciado para as sociedades anônima, estabelecendo normas diversas conforme se trate de sociedades grandes ou abertas, e pequenas ou fechadas*”. (cf. REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. Vol. 2. Rio de Janeiro: Saraiva, 1995, p. 17) Ainda sobre esse simpósio: BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p. 215-216.

fechadas”, inclusive as sugestões formuladas no estudo de Lamy como, por exemplo, a “*fixação de capital mínimo, em função das características regionais do país, a fim de reservar o campo para a grande empresa*”²⁵⁵. Também foram debatidos os temas pertinentes à disciplina do mercado de valores mobiliários de que tratara o estudo, como a intensificação da fiscalização das companhias abertas e a regulamentação de sua saída do mercado de bolsa²⁵⁶.

Ademais, o referido estudo serviu de base para a proposta de elaboração de lei especial sobre as sociedades por ações, destacadamente do anteprojeto de Código Civil que estava sendo discutido à época. Essa proposta foi formulada por meio da Exposição de Motivos n. 14/1974, do Conselho de Desenvolvimento Econômico, e aprovada pelo então Presidente da República, Ernesto Geisel²⁵⁷.

A Exposição de Motivos n. 14/1974, ressaltando a importância da sociedade anônima como forma de organização da grande empresa e a necessidade de integração com a disciplina jurídica do mercado de capitais, ofereceu balizas para a futura lei. Quanto à forma, determinou, por exemplo, que deveria “*permanecer uma apenas, para quaisquer sociedades anônimas, mas contendo dispositivos que regulem especificamente o caso das sociedades abertas, captadoras de recursos do público*”²⁵⁸. E ainda, quanto ao conteúdo, previu inclusive que a lei deveria “*tornar obrigatória, sempre que houver lucro (...) a distribuição de parte dele como dividendo*” e estabelecer “*um sistema de oferta pública para as transações que envolvam uma parcela substantiva de transferência do capital votante, de modo a assegurar igualdade de acesso aos minoritários*”²⁵⁹.

²⁵⁵ Cf. BARRETO FILHO, Oscar. Seminário sobre a reforma das sociedades anônimas, promovido pelo Instituto dos Advogados Brasileiros. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 120.

²⁵⁶ Cf. BARRETO FILHO, Oscar. Seminário sobre a reforma das sociedades anônimas, promovido pelo Instituto dos Advogados Brasileiros. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 120.

²⁵⁷ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 132-133.

²⁵⁸ Ainda de acordo com a Exposição de Motivos n. 14/1974, esses dispositivos deveriam abranger: “*definição estrita do objeto da sociedade; fortalecimento das normas de divulgação dos resultados (‘disclosure’); regulação do grupo societário e participações recíprocas, de forma a possibilitar o esclarecimento de posição e defesa de direitos por parte do acionista minoritário; regulação do sistema de administração colegiada (com um conselho eleito pela Assembleia, o qual, por sua vez, nomeia a diretoria); reforço da autoridade pública (Banco Central) na fiscalização das sociedades; supressão do Conselho Fiscal, substituindo-o pela auditoria externa obrigatória; fixação de um capital mínimo pelas autoridades monetárias, para possibilitar futuras atualizações, sem o qual não seria admissível a captação de recursos junto ao público; regulamentação das condições de retirada da Bolsa;*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I., p. 133)

²⁵⁹ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I., p. 133-134.

Em agosto de 1974, por iniciativa dos Ministros da Fazenda e do Planejamento, foi formado um grupo de trabalho para a elaboração do anteprojeto da nova lei de sociedades por ações. Logo em seguida, decidiu-se pela simultânea elaboração de anteprojeto de lei sobre o mercado de valores mobiliários, bem como que o grupo poderia recomendar soluções alternativas àquelas da Exposição de Motivos n. 14/1974. Os anteprojetos que deram origem às Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 foram apresentados ao Ministro da Fazenda em novembro de 1974 e abril de 1975, respectivamente²⁶⁰.

3.1.2 Objetivos e fundamentos da reforma

A visão em torno da companhia aberta que informara esses estudos e discussões preliminares foi aquela que, em linhas gerais, pautou os anteprojetos das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976²⁶¹.

A companhia aberta era associada ao ideal da *grande empresa de capital privado nacional*, aquela cuja expansão seria possível graças ao acesso a capital de risco, viabilizando assim sua participação nos grandes projetos da época e propulsionando o desenvolvimento econômico do país. Mais ainda, dentro dessa concepção, a abertura de capital era referida como principal fonte de financiamento da atividade empresarial. Por conseguinte, a “abertura” da companhia era associada às ideias de abertura de capital e de grande dispersão

²⁶⁰ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 134. O segundo anteprojeto foi submetido a amplo esforço de discussão junto ao público, ressaltado na Exposição de Motivos n. 196/1976 (por meio da qual encaminhou-se ao Presidente da República o projeto de lei das sociedades por ações): “*O trabalho, antes de alcançar a forma atual, foi submetido a amplo exame pelas instituições de classe, estudiosos da matéria e público em geral, tendo sido objeto de debate pelos interessados, por um período de mais de um ano. Daí resultou a revisão e o aperfeiçoamento do texto original, no qual foram introduzidas algumas modificações, visando ao atendimento de observações procedentes.*” Já o primeiro anteprojeto não teve a mesma exposição. Sobre o tema: YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 266-272; YAZBEK, Otavio. Introdução. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 18-20.

²⁶¹ Em linha com o quanto antes exposto a respeito das influências de direito estrangeiro dos estudos preliminares, o anteprojeto da lei societária teve por orientação geral “*observar a tradição brasileira na matéria, que vem do direito continental europeu, mas aceitar as soluções úteis do sistema anglo-americano, que por força da aceleração das trocas internacionais, cada vez mais se impõem na Europa e crescem em difusão entre nós*”. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I. p. 135)

acionária, e pressupunha um aquecido mercado de ações²⁶².

Essas associações são evidenciadas especialmente pelos trabalhos publicados pelos respectivos coautores à época da discussão dos anteprojetos, dando destaque à importância de se desenvolver o mercado primário de ações. Defendiam eles que essa seria a chave a permitir a captação de poupança pública para a expansão das atividades do empresário nacional – uma alternativa “*simples, clara, óbvia*” ao processo de estatização da economia brasileira²⁶³.

²⁶² Nesse ponto, explica Tavares Guerreiro: “*Na base do sistema legal das sociedades anônimas, vigia a ideia de formação da grande empresa privada nacional, destinada a funcionar como companhia aberta no mercado interno de valores mobiliários. O molde se fundava na segregação de ações votantes, de um lado, e de ações preferenciais não votantes, de outro, que haveriam de permitir a consolidação da dicotomia controle da empresa/capital não votante difuso.*” (cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo”. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de. AZEVEDO, Luis André N. de Moura. (coord.). *Poder de controle e outros temas de Direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 21) Com efeito, os próprios autores do anteprojeto de lei societária diziam, quanto às ações preferenciais, que eram “*o título, por excelência, para ativar o mercado de capitais, atrair investidores oferecendo-lhes segurança, quanto a seus direitos patrimoniais, e rentabilidade privilegiada relativamente aos acionistas ordinários*”, assim como “*o título adequado ao levantamento de capitais de risco, no mercado, sem perda do controle*”. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I., p. 191) A ideia de que o mercado primário de ações poderia ser desenvolvido sem divisão do poder empresarial – a partir da distribuição pública de ações preferenciais, não votantes – foi um dos pontos do projeto de lei que mais suscitou discussão. Aliás, esse ideal de dispersão continuou a permear as discussões sobre o desenvolvimento desse mercado enquanto fonte de financiamento, mesmo após a promulgação da lei. Por exemplo, em 1995, Cantidiano defendia a necessidade de “*o empresário, superando uma tradição que infelizmente prevalece entre nós, se desligue da preocupação que tem de ser o senhor único e absoluto de sua empresa, migrando do conceito da empresa familiar, e fechada, para chegar à corporação, que não pertence a alguém isoladamente, mas que é de propriedade de um grupo grande de investidores, anônimos, que juntaram seus recursos para financiar determinada atividade econômica, tendo como objetivos fundamentais valorizar o investimento efetivado e perceber rendimento periódico, decorrente dos ganhos auferidos pela empresa comum*”. (cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “A privatização e o mercado de capitais”. In: *Direito societário & mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 172-173)

²⁶³ “*A alternativa é simples, clara, óbvia: ou conseguimos criar no País um mercado primário de ações, ou o processo de estatização da economia continuará a se acelerar de modo exponencial. O primeiro Governo da Revolução de 1964 tentou criar esse mercado com a Lei n. 4.728, mas essa tentativa foi frustrada pelo encilhamento de 1971, que afugentou do mercado os milhões de brasileiros que sofreram os prejuízos de um clima de especulação irresponsável. O fato é que hoje não existe no País mercado primário de ações, ou seja, mercado para novas ações emitidas por companhias que tenham um projeto a implantar ou expandir, e que dependam da colocação de suas ações para conseguir levá-lo avante. O que existe é um mercado de Bolsa, que não canaliza poupanças para as empresas mas apenas facilita a troca de posições entre investidores. (...) A reforma da Lei das S.A. é uma pré-condição para a existência desse mercado primário, pois busca restaurar o verdadeiro significado da grande instituição e possibilitar a plenitude do seu funcionamento como instrumento insubstituível para conseguir a associação de milhares de investidores na formação do capital de risco exigido pela grande empresa.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I., p. 143) No mesmo sentido, diziam: “*O Anteprojeto não foi elaborado como um exercício de técnica jurídica, mas com o fim prático de modificar determinados padrões de comportamento e estruturas sociais. Por isso, na apreciação do seu sistema, assim como de cada um de seus dispositivos e soluções, um dos principais critérios de julgamento há de ser a sua funcionalidade, no quadro da realidade brasileira atual, como instrumento para atingir seu objetivo maior – de criar um mercado primário de ações. (...) A existência de um mercado primário de ações constitui, todavia, requisito necessário da grande empresa privada nacional, e por isso o objetivo*

Em outras palavras, a *grande empresa de capital privado nacional* e o *mercado primário de ações* aparecem nesses registros como os principais alvos – ou, objetivos políticos imediatos – das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, dentro de um projeto comum e mais amplo de prover bases adequadas ao desenvolvimento econômico do país, disciplinando-se a companhia aberta como veículo para a consecução desse objetivo político mediato.

Além disso, esses alvos foram explicitados nas Exposições de Motivos dos dois projetos de lei, subscritas pelo então Ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen.

Nessa linha, a Exposição de Motivos n. 196/1976 aponta que o projeto que deu origem à Lei n. 6.404/1976 teve por objetivo precípua “*criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira*”²⁶⁴.

Correlatamente, a Exposição de Motivos n. 197/1976 ressalta que o projeto que deu origem à Lei n. 6.385/1976 formava, em conjunto com o projeto da Lei n. 6.404/1976, “*um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais*”, de modo que “*ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas*”²⁶⁵.

Não obstante a forte disseminação do ideal de desenvolvimento do mercado primário de ações (isto é, de *aplicação no capital dessas empresas*, como acima referido), uma das orientações gerais do anteprojeto da lei societária foi a de garantir “*ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que melhor se adaptem ao tipo de empreendimento e às condições do mercado*”, como ressalta a Exposição de Motivos n. 196/1976. Nesse contexto, o diploma contemplou “*grande espectro de alternativas que vai da disciplina das novas ações, com ou sem valor nominal, à criação das várias espécies de debêntures, bônus de subscrição e partes beneficiárias (estas conservadas, porém com limitações)*”.

Notadamente, o projeto de lei societária conferiu tratamento novo às debêntures – instituto

maior do Anteprojeto é a criação desse mercado.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I. p. 148) E ainda, no sentido de que a nova legislação dava especial destaque às atividades de estímulo e de promoção do mercado nacional, e menos à finalidade corretiva, ver YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 271-272.

²⁶⁴ Cf. Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976.

²⁶⁵ Cf. Exposição de Motivos n. 197, de 24 de junho de 1976.

que, segundo Lamy, estava “*abandonado na prática comercial brasileira*” –, sob proposta “*que, embora guardando as linhas gerais universalmente definidoras desses títulos, procurou aperfeiçoá-las e adequá-las para uma ampla utilização no país*”²⁶⁶.

Essa liberdade quanto aos instrumentos de financiamento da companhia, e, portanto, quanto à sua organização e estrutura financeira, encontrou limite na necessidade de proteger os credores, acionistas minoritários e demais investidores do mercado. A contrapartida da lei é justamente o conjunto de deveres imposto aos administradores e acionistas, especialmente ao acionista controlador²⁶⁷.

Com efeito, em atenção à tradição brasileira de quadros de capital concentrado, a lei societária reconheceu e conferiu peso à figura do “*empresário-empresendedor*” – acionista controlador –, como que em oposição aos “*aplicadores de capital de risco*” – acionistas minoritários. Essa opção parece representar uma tentativa de conciliação entre o ideal da *grande empresa nacional de capital privado* e a realidade da época, em que predominavam as companhias com controle definido, ainda que com numerosos investidores de mercado – nas palavras de Munhoz, uma forma bem brasileira de distinção entre propriedade e controle²⁶⁸.

²⁶⁶ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 213. A lei sobre debêntures até então em vigor, de 1893, fora expedida em reação à crise do encilhamento de 1891 e era considerada restritiva. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 180) Diz a Exposição de Motivos que essa “*rigidez contribuiu para a pouca utilização, entre nós, dessa modalidade de valor mobiliário como instrumento de financiamento da companhia mediante empréstimos distribuídos no mercado de capitais*”. (cf. Exposição de Motivos n. 196/1976)

²⁶⁷ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 135. Ainda sobre os objetivos da reforma: TEIXEIRA, Egberto L. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 7-12.

²⁶⁸ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 57. Nesse sentido, observa Munhoz: “*Para lidar com tão ambicioso desafio, a Lei das S.A. de 1976 adotou, porém, um paradigma diferente das corporations norte-americanas ou inglesas. Com a justificativa de que o modelo de companhias com capital pulverizado, controladas pela administração, seria incompatível com a realidade brasileira e somente possível no último estágio de expansão da macroempresa, a lei adotou orientação baseada na figura do empresário-empresendedor. (...) A adoção desse modelo – acionista controlador (empresário) e acionistas investidores (atores externos ao empreendimento empresarial) – decorria não apenas da análise da realidade econômica brasileira, em que prevalecia a concentração do capital, mas da descrença quanto à possibilidade de as companhias de capital pulverizado formarem-se no Brasil, dado que essa realidade somente seria possível em estágio muito avançado do desenvolvimento econômico. Era clara, ademais, a existência de certa desconfiança quanto ao modelo de companhias com capital disperso, ou ao menos quanto à sua maior eficiência em relação ao sistema baseado na figura do controlador. Segundo a visão adotada pela lei, primeiro haveria de ser criada a grande empresa nacional, a partir do padrão acionista controlador-investidores, para somente em estágio ulterior justificar-se eventual preocupação com companhias com maior nível de dispersão do capital.*” (cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 54-56) Ainda assim, há quem acuse problemas decorrentes de suposta inadequação do direito societário brasileiro à realidade econômica. Nesse

Entendia-se que para a mobilização voluntária da poupança popular e o desenvolvimento do mercado primário de ações se fazia necessária uma mudança cultural, capaz de eliminar as distorções que haviam sido difundidas, com a proliferação de *sociedades anônimas de capital aberto* meramente formais, sobre os padrões de comportamento de administradores e acionistas controladores²⁶⁹. Nesse desígnio, priorizou-se a proteção do acionista minoritário²⁷⁰.

Em suma, a reforma lançou-se ao desafio de conciliar dois objetivos básicos, dos quais decorrem diversos outros: de um lado, o estímulo ao desenvolvimento da *grande empresa privada nacional* e do *mercado primário*, com foco maior no mercado primário de ações, e, de outro, a proteção daqueles que investissem nessas companhias por meio desse mercado, com maior foco nas minorias acionárias. Nesse sensível equilíbrio entre o estímulo à formação e à alocação da poupança pública nesse mercado e a sua proteção, concentra-se a *ratio legis* da disciplina da companhia aberta²⁷¹.

sentido, afirma Calixto, apontando para o desenvolvimento do direito societário brasileiro orientado pelo objetivo de fortalecimento da grande empresa nacional: “*As raízes desse gravíssimo problema de fundo do direito societário brasileiro estão portanto na profunda inadequação das regras societárias brasileiras (latino-americanas em geral) à realidade econômica desses países. A uma realidade empresarial absolutamente concentrada contrapõe-se um direito societário que procura estruturar-se a partir de regras de informação completa dos acionistas. Busca-se então uma solução de mercado para uma situação onde obviamente o mercado não é um elemento suficiente para a organização das relações societárias (pois sendo concentrada a realidade econômica este é necessariamente imperfeito).*” (cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 53)

²⁶⁹ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 152.

²⁷⁰ “*A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.*” (cf. Exposição de Motivos n. 196/1976) No mesmo sentido, defendiam os coautores dos anteprojetos que o desenvolvimento do mercado primário de ações exigia “*a recuperação da confiança dos agentes da poupança na ação como alternativa válida de investimento, o que somente poderá ser conseguido através de um regime legal de proteção das minorias capaz de convencê-los de que, ao julgarem a ação sob o aspectos da segurança, podem se preocupar, principalmente, ou apenas, com os riscos próprios da empresa, sem o receio de que a esses riscos se somem outros, em geral muito maiores, da insegurança jurídica e da falta de instrumentos eficientes de defesa contra tratamento iníquo, ou não equitativo, a que possam ser submetidos por administradores ou acionistas controladores da companhia que exerçam seus direitos ou poderes de modo discricionário ou abusivo;*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 159)

²⁷¹ Sobre o tema, disse o então Deputado Tancredo Neves no parecer por meio do qual apreciou o projeto de lei: “*Com efeito, o problema se põe, na plenitude, em conseguir-se o ponto ótimo de equilíbrio entre os vários interesses em jogo: o interesse do empresário na constituição de sua empresa, na obtenção de recursos necessários à expansão e sobrevivência do negócio, e que, se desprezado, ou submetido a regras por demais rígidas e carregadas de sanções, levam ao desânimo e à esterilidade da iniciativa privada; o interesse do acionista, cujos direitos têm que ser protegidos e assegurados, mas de forma que não inviabilize a empresa, bloqueando a natural flexibilidade de que precisa gozar o gestor; o interesse do mercado, que deve ser favorecido, mas não sem cuidados que previnam ou evitem outros encilhamentos; e, sobretudo, e sobre todos, o interesse público, sempre presente nesse grande painel em que se desenvolvem as atividades econômicas,*

Nesse contexto se insere a disciplina *societária* da companhia aberta, de que trataremos adiante no item 3.2, voltada a garantir um conjunto de direitos e garantias eficazes para estimular o interesse e a confiança no mercado de capitais²⁷².

Já no âmbito da Lei n. 6.385/1976, esses objetivos foram explicitados em seu artigo 4º, que define os fins que devem pautar a atuação da CVM e do CMN, circunscrevendo, assim, o campo de discricionariedade do regulador²⁷³. Com efeito, a criação da CVM representou componente importante desse regime de proteção.

De um lado, esses fins incluem “*estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários*” e “*promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais*”²⁷⁴ – donde se nota também a maior atenção dada ao mercado acionário.

De outro, os fins da atuação do CMN e da CVM incluem a proteção dos titulares de valores mobiliários e investidores desse mercado, e diversos corolários dessa proteção, como “*evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado*” e “*assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias*

para ordená-las, discipliná-las, policiá-las, zelando para eu não se degradem.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 262)

²⁷² “A consciência das características da grande empresa moderna e a experiência de outros povos mostrava que a instituição de um forte mercado de capitais pressupunha necessariamente companhias abertas confiáveis, cujas ações – oferecidas ao público – incorporassem um conjunto de direitos e garantias eficazes.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 129)

²⁷³ Cf. Exposição de Motivos n. 197/1976. Os coautores dos anteprojetos ressaltavam o caráter complementar dos regimes de proteção dos dois diplomas: “Mas não fica aí a proteção proposta para o minoritário, pois há que ter bem presente que a vida comercial é feita de uma permanente luta de interesses em que são grandes as oportunidades e tentações de abusos e de fraudes. E, por essa razão, propôs-se, em outro Projeto, a criação de uma Comissão de Valores Mobiliários, com a função permanente de exercer a polícia do mercado, de acompanhar o jogo empresarial e zelar pela observância de suas regras, na defesa da empresa, do minoritário, do crédito público e das instituições que nele intervêm: fecha-se, desta maneira, o círculo de defesa do investidor do mercado, para que ele possa, com tranquilidade, aplicar sua poupança nos empreendimentos que desejar, correr os riscos inerentes do sistema, ganhar ou perder com o êxito ou o insucesso da empresa, mas com a segurança de que seus direitos e interesses serão lealmente protegidos e respeitados.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 215) Ainda sobre o conteúdo programático do artigo 4º da Lei n. 6.385/1976, ver CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Artigo 4º. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 115-131.

²⁷⁴ Cf. artigo 4º, incisos I e II, da Lei n. 6.385/1976.

que os tenham emitido”²⁷⁵.

Nesse sentido, Lamy e Bulhões classificam os objetivos do artigo 4º da Lei n. 6.385/1976 em duas categorias: aqueles no interesse geral do desenvolvimento do mercado e da economia nacional, de um lado, e aqueles no interesse dos investidores do mercado, de outro²⁷⁶.

A Constituição Federal de 1988 recepcionou as Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 e, embora sem se referir diretamente ao mercado de valores mobiliários, conferiu hierarquia constitucional ao comando de proteção dos investidores desse mercado²⁷⁷.

Por fim, cumpre notar que, apesar da forte disseminação do ideal da *grande empresa nacional de capital privado*, não houve pretensão de se reservar a ela – ou melhor, às companhias abertas – a forma de sociedade anônima²⁷⁸.

As companhias fechadas foram disciplinadas no âmbito do anteprojeto da lei societária segundo a concepção de que essa forma atendia às pequenas e médias empresas²⁷⁹. Buscou-

²⁷⁵ Cf. artigo 4º, incisos IV a VII, da Lei n. 6.385/1976. Trindade nota que esses objetivos se alinham àqueles que a Lei n. 4.728/1965 havia delineado para a intervenção estatal no mercado de capitais brasileiro. (cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 308)

²⁷⁶ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 104-105.

²⁷⁷ Cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002. p. 300. Diz ainda Trindade: “*Dessa maneira, a missão estatal de regulação e fiscalização do mercado de valores mobiliários, visando à proteção do consumidor e da poupança popular, decorre da Constituição, e o comando da Carta passa a constituir o norte a ser seguido pelo legislador infraconstitucional, por ocasião do exercício de suas atividades normativas relativas à disciplina daquele mercado.*”

²⁷⁸ Essa opção foi explicitada na Exposição justificativa, ao tratar-se da opção por não exigir capital mínimo: “*O Projeto não exige capital mínimo na constituição da companhia porque não pretende reservar o modelo para as grandes empresas. Entende que, embora muitas das pequenas companhias existentes no País pudessem ser organizadas como sociedades por quotas, de responsabilidade limitada, não há interesse em limitar arbitrariamente a utilização da forma de companhia, que oferece maior proteção ao crédito devido à publicidade dos atos societários e das demonstrações financeiras.*” (cf. Exposição de Motivos n. 196/1976) Para Yazbek, a lei adotou diversas soluções de compromisso: “*Assim, o que deveria inicialmente ser um diploma próprio para as companhias abertas acabou se transformando em uma norma aplicável a todas as companhias – abertas, fechadas e mesmo as chamadas “companhias fechadas de pequeno porte” (...).*” (cf. YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 269-270) Essa opção foi por alguns criticada, cf. ARRUDA, Maria Clara da Silveira Villasboas. Companhia aberta x companhia fechada. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 65. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1987, p. 55.

²⁷⁹ Sobre a disciplina das companhias fechadas, comentou Lamy: “*É que a lei brasileira regulou como sociedades distintas as companhias abertas e as fechadas, e deu a estas últimas o tratamento que lhes era devido, vale dizer, de uma sociedade de capital ainda vinculada a considerações ad personam. (...) A razão para essas normas específicas é o pressuposto de que as companhias nascem pequenas e fechadas e caminham, ao longo do tempo, para a abertura.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. Mota sobre o fechamento de companhia aberta. In: *Temas de S.A.: exposições e pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 220) Diversos comentários da época remetiam a distinção entre companhias abertas e fechadas à antiga classificação das sociedades como de capitais ou de pessoas. Nessa linha, por exemplo, dizia Comparato: “*Bem se vê, portanto, que a velha*

se permitir que as pequenas e médias empresas continuassem a funcionar, em sua estrutura fundamental, tal como existiam sob a égide do Decreto-lei n. 2.627/1940 e, ao mesmo tempo, aperfeiçoar o modelo por elas utilizado e garantir-lhes maior flexibilidade²⁸⁰.

Em contraste com a disciplina da companhia fechada, a disciplina dedicada às companhias abertas é mais severa e mais rígida. Nela há menos espaço para a autonomia da vontade. As normas que compõem essa disciplina têm caráter marcadamente cogente, enquanto diversas

classificação das sociedades mercantis em sociedades de capitais e de pessoas, que já fora, aliás, criticada por Vivante, aparece agora subvertida; ou melhor, a clivagem entre as espécies passa no interior do próprio direito acionário. Se ainda é aceitável classificar a companhia aberta na categoria das sociedades de capitais, pelo seu caráter marcadamente institucional, a companhia fechada já apresenta todas as características de uma sociedade de pessoas, animada por uma affectio societatis que se funda no intuitu personae. Ao contrário da simples consideração dos capitais, na companhia fechada prepondera, tanto entre acionistas quanto perante terceiros, a confiança e a consideração pessoal.” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quórum nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 120) Sobre o caráter institucional da empresa, é referência o estudo de Asquini, que comentara já em 1943: “*Ora, a empresa, sob o perfil corporativo, oferece um exemplo típico de instituição. (...) Certamente a configuração da empresa como instituição toma relevo somente nas empresas de maiores dimensões: mas isto não impede de se considerar como instituição, também, a pequena empresa, de base familiar; pode-se dizer que, em tal caso, a empresa, como instituição, tende a coincidir com a instituição familiar.*” (cf. ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. 1943. Tradução de Fábio Konder Comparato. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 104, ano XXXV (nova série), outubro-dezembro/1996. p. 124) Para um exame mais recente sobre a distinção tipológica entre companhias abertas e fechadas, vale destaque o estudo de Tellechea, que observa que essa distinção “*remonta à antiga celeuma societária, relacionada ao critério de classificação das sociedades, especialmente aquela que diferencia as chamadas de “pessoas” e de “capitais” – que recebeu e ainda recebe fortes críticas por parte da doutrina.*” (cf. TELLECHEA SILVA, Rodrigo. *Sociedades anônimas fechadas: direitos individuais dos acionistas e cláusula compromissória estatutária superveniente*. Tese de Doutorado. Orientador Prof. Associado Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo – SP, 2015, p. 243-244; TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 254-256)

²⁸⁰ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976. Notadamente, a Exposição de Motivos explicita a pretensão da época de aparelhar as companhias fechadas para servirem às *joint ventures*. A preocupação com a adequação das sociedades anônimas para atender às *joint ventures* foi também relatada por Lamy e Bulhões: “*Por outro lado, os empresários que, por força do desenvolvimento, e conseqüente internacionalização da economia, buscavam expandir-se mediante associação de capitais estrangeiros a seus empreendimentos, ressentiam-se da inexistência de certos mecanismos universalmente adotados para as “joint ventures”, como os acordos de acionistas, a estipulação estatutária das condições do negócio (regras de composição da administração e das maiorias nas assembleias gerais), da inadequação do regime legal das debêntures (estabelecido 80 anos antes) e da impossibilidade de emissão de certos títulos, como os bônus de subscrição.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 130) Nesse ponto, ensina Tavares Guerreiro que a lei teria sido inspirada por um modelo tripartite de sociedades anônimas “*destinadas a instrumentalizar as joint ventures da década de setenta, baseado em uma atribuição de funções específicas, respectivamente ao capital estatal, ao capital privado nacional e ao capital estrangeiro, este último às vezes mesclado de contribuições de caráter predominantemente tecnológico*”. (cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo”. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de. AZEVEDO, Luis André N. de Moura. (coord.). *Poder de controle e outros temas de Direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 20-21) Ainda sobre o tema: GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Administração: ordinária e extraordinária”. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 204 et seq.

normas da primeira meramente facultam a observância de certos preceitos²⁸¹.

²⁸¹ Essas características são reflexo das diferenças materiais, de qualidade, percebidas pelo legislador, entre as companhias abertas e fechadas. Nesse sentido, comenta-se: “*Sob esse prisma, discernimos, no ordenamento positivo, duas ordens de sociedades: aquelas que preponderantemente apelam para as poupanças do público investidor e aquelas que formam o seu capital exclusivamente através da combinação de recursos de pessoas que se conhecem, se entendem e se associam. A grosso modo, sociedades abertas e fechadas. As diferenças entre umas e outras são substanciais, ou seja, de qualidade. Reguladas embora pelo mesmo diploma, é certo que merecem bem diverso tratamento, como se irá notando no correr deste livro. Assim sendo, é impossível que se ignore que as sociedades abertas, em nome das quais, em última análise, se justifica a reforma do regime do anonimato, já não pode se conter numa estrutura puramente contratualista. Com efeito, projetando-se no mercado de capitais, influenciando portanto a economia do País, tais sociedades atraem sobre si todo um esquema normativo de fiscalização e controle público, que põe em xeque e tende a superar a noção de mero pacto de natureza privada, mesmo quando elaborada à luz da doutrina do contrato plurilateral, genial de Tullio Ascarelli.*” (cf. TEIXEIRA, Egberto L. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 98; 114); “*Em outras palavras, a abertura ao mercado de capitais implica a perda da autonomia privada para a alteração do modelo legal, cuja rigidez passa a ser a garantia de proteção aos investidores, não participantes do quadro de controle. A sociedade anônima se torna, em certo sentido, “pública”, como se diz com alguma razão no direito inglês. Os interesses em causa já não são “privados”, isto é, privativos dos acionistas. A companhia acha-se, por assim dizer, em estado de oferta permanente de seus títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais. A norma jurídica estatal deve proteger não só os investidores atuais, como os potenciais. Estes, ao adquirirem um valor mobiliário em Bolsa ou no mercado de balcão, devem ter a certeza de que as principais peças do mecanismo societário, instituídas pela lei, não serão alteradas segundo a conveniência dos titulares do poder de controle.*” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quórum nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 95) Conclui o autor que, em relação às companhias abertas, “*predomina o caráter institucional, marcado por disposições de ordem pública, não derogáveis por deliberação dos acionistas, porque tendentes a proteger o interesse coletivo de investidores no mercado de capitais*”. (p. 119) Também nesse sentido, ressalta Penteado: “*É incontestável o acerto, pelo menos no fundo, da disciplina dual. Com efeito, a distinção encontra a sua razão de ser na diversa natureza da companhia aberta, onde é proeminente o caráter institucional decorrente da preponderância, em sua disciplina, de normas e ordem pública, editadas com o intuito de proteger o público investidor; já nas sociedades por ações fechadas sobreleva o aspecto contratual, na medida em que é assegurada às partes maior liberdade para regular o funcionamento do mecanismo societário, de acordo com seus interesses particulares.*” (cf. PENTEADO, Mauro. A Lei nº 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 11) E ainda, ao tratar da distinção tipológica entre as companhias abertas e fechadas, critica Tellechea: “*A experiência evidencia que no interior das sociedades anônimas, especialmente nas abertas, existe uma trama complexa – e muitas vezes velada – de interesses contrapostos entre os participantes do negócio societário que o legislador deve compreender e considerar para regulá-los de forma eficiente e eficaz, sem prejudicar o funcionamento do mercado. Em razão dessas distinções de forma e conteúdo, deve-se retomar a lógica de se manter uma separação técnica, metodológica e sistemática das regras jurídicas aplicáveis às companhias fechadas e às abertas que não foi expressamente adotada pelo legislador de 1976, mas certamente influenciou a sistematização da nossa lei acionária.*” (cf. TELLECHEA SILVA, Rodrigo. *Sociedades anônimas fechadas: direitos individuais dos acionistas e cláusula compromissória estatutária superveniente*. Tese de Doutorado. Orientador Prof. Associado Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo – SP, 2015, p. 246; TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 257-258) Por outro lado, Tavares Guerreiro pondera que todas as sociedades anônimas – e não apenas as abertas – têm importância para a ordem econômica e são submetidas a normas cogentes no âmbito da Lei das S.A., como aquelas voltadas à proteção de credores. (cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Administração: ordinária e extraordinária”. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 200) Ainda sobre o tema, ver também: YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 125 et seq.; SZTAJN, Rachel. *Contrato de sociedade e formas societárias*. São Paulo: Saraiva, 1989, p. 91; PITTA, André Grünspan. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 168-171.

Ainda assim, o anteprojeto recebeu críticas à época por parecer preocupar-se quase que exclusivamente com a “macro-companhia” – e não negavam os seus coautores ser esse o seu foco principal²⁸².

De todo modo, a distinção então traçada entre companhias abertas e fechadas, com a atribuição a cada qual de tratamento próprio, foi uma das mais significativas inovações introduzidas pela reforma de 1976²⁸³. Ao fazê-lo, a legislação brasileira superou a antiga

²⁸² Por exemplo: “Já o Anteprojeto de lei de sociedades por ações, a seu turno, parece preocupar-se, quase que exclusivamente, com a macro-companhia pouco se ocupando com a multidão das pequenas e médias sociedades, com um só ou alguns acionistas apenas. Ora, se em relação a estas últimas ainda se pode conhecer a primazia do interesse particular dos sócios – e mesmo a affectio societatis em seu relacionamento recíproco – no que tange à macro-empresa societária isto é impossível.” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976. p. 418-419); “Uma das mais procedentes críticas que se tem feito ao “anteprojeto” da reforma é, precisamente, de focalizar a sociedade anônima brasileira tendo em vista o mercado, quando o volume maciço das existentes no país é de natureza “fechada”, das quais expressiva quantidade se situa no grupo familiar.” (cf. REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como “instituição”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 18. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976, p. 26) Também a Seção do Estado do Rio de Janeiro da Ordem dos Advogados do Brasil formulou crítica nesse sentido à época da discussão do anteprojeto da lei societária: “O Anteprojeto é prioritariamente voltado para a grande empresa, afastando, praticamente, a utilização da sociedade anônima pelos pequenos e médios empresários.” Em resposta a essa crítica, os coautores do anteprojeto esclareceram que este foi elaborado para atender à Exposição de Motivos CDE n. 14/1974. Por isso, teve mesmo que se voltar principalmente para a grande empresa: “E a razão não é, apenas, a determinação governamental – de si, suficiente, pois foi a delegação que recebemos: é que a grande empresa é a protagonista incontestada da economia moderna, é o “fato novo”, que clama por disciplina, e para o qual se voltam, no mundo inteiro, políticos, sociólogos, psicólogos, economistas – e, pois, necessariamente os legisladores, aos quais incumbe a tarefa maior de dar-lhe estrutura jurídica. (...) Ora, no Brasil o problema é especialmente sério porque o volume de capital de risco requerido pela nossa economia excede, de muito, a capacidade dos grupos empresariais brasileiros. Daí porque o Projeto é “prioritariamente” voltado para a grande empresa (...) embora não afaste a utilização da S.A. pelos pequenos e médios empresários, como se afirma.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 198) Ainda sobre o tema, dizia o parecer do Deputado Tancredo Neves, relator designado na Comissão de Economia: “Não há, porém, como negar que o Projeto é confessionalmente voltado para a “grande empresa nacional” e se não se mostra hostil à pequena e à média empresas, cujas estruturas empenha-se em conservar, não as anima e nem as encoraja. Na verdade, não é fácil conciliar no bojo de uma mesma lei os interesses e objetivos de empresas que se diversificam na sua extensão, finalidades, na força de seu capital e na complexidade dos seus instrumentos de ação.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 263) No mesmo sentido, sobre preocupação central com as companhias abertas: REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 25ª ed., São Paulo: Saraiva, 2007. Vol. 2, p. 33-34; ABRÃO, Nelson. *Companhias abertas e fechadas no sistema da Lei 6.404, de 1976*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 24. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976, p. 45; VENANCIO FILHO, Alberto. “Aspectos de evolução do Direito societário no Brasil”. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 43.

²⁸³ O comentário é de Egberto Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro: “Trata-se, como é evidente, de uma das mais significativas inovações introduzidas pela lei em nosso sistema jurídico, uma vez que o tratamento dispensado a cada uma dessas modalidades de sociedade anônima apresenta características próprias, sendo muito mais rigoroso no que respeita às sociedades abertas. (...) Não será exagero afirmar-se que a preocupação maior da lei orientou-se exatamente no sentido de dotar a sociedade aberta, tal como definida no art. 4º, de um estatuto adequado às suas atividades no mercado de capitais, dando-lhe disciplina compatível com o papel que deve ter no contexto do modelo econômico que o novo ordenamento pressupõe. Terá sido esta, com certeza, a motivação mãos profunda da reforma do regime do anonimato.” (cf. TEIXEIRA, Egberto L. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 110)

abordagem uniforme e se perfilhou à mais moderna orientação do direito das sociedades anônimas²⁸⁴.

3.1.3 Ponto fulcral: a definição legal de companhia aberta

Após estudos e discussões, e para atender aos objetivos antes descritos, foram promulgadas as Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, cujo ponto fulcral no tocante ao objeto desta dissertação é a definição adotada por ambas de *companhia aberta*.

Como adiantado, com a reforma de 1976, a legislação brasileira passou a reconhecer e disciplinar as companhias abertas e fechadas como modalidades – ou espécies, como diz a exposição de motivos da lei societária – distintas e opostas, dentro do tipo societário de sociedade anônima.

A definição legal de companhia aberta foi declaradamente adotada para fins instrumentais – isto é, para distinguir o universo de destinatários das normas a elas dirigidas, como confirma a própria exposição justificativa da Lei n. 6.404/1976²⁸⁵.

A denominação para tanto adotada, de companhia *aberta*, foi influenciada pelo conceito fiscal já então difundido de *sociedade anônima de capital aberto*²⁸⁶. Não obstante, como

²⁸⁴ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quórum nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 116-117.

²⁸⁵ “Para efeito de aplicação de diversas normas, o Projeto distingue duas espécies de companhias – abertas e fechadas.” (cf. Exposição de Motivos n. 196/1976) Ainda nesse ponto, explicavam os coautores do respectivo anteprojeto: “A existência de disposições sobre companhias abertas e fechadas exigiu a definição, no artigo 4º da LSA, dos conceitos de companhia aberta e fechada, para que o intérprete e o aplicador da lei possam determinar com precisão a que companhias concretas se aplicam. A distinção entre companhia aberta e fechada tem, portanto, por única função, precisar as companhias concretas a que se aplicam as normas especiais, mas não significa que as companhias compreendidas nessas duas classes constituam tipos distintos de sociedade, pois, como já referido, todas as companhias pertencem a um único tipo, independentemente dessa classificação.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 96)

²⁸⁶ “Ao ser elaborado o anteprojeto da LSA, esse conceito fiscal já se achava difundido entre nós, assim como, por oposição a ele, a noção de “companhia fechada”, que coincidia com a terminologia usada nos Estados Unidos, onde a companhia cujos títulos não são negociados em bolsa são referidas como closed corporations, por oposição às public corporations, no sentido de companhias que têm ações distribuídas ao público. Como a expressão “companhia pública” já tinha, entre nós o significado de companhia sob controle do Estado, optou-se pela designação de “companhia aberta”, por oposição à fechada.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 105-106) Ainda sobre a terminologia adotada, comentou Requião: “Aliás, a existência das antigas sociedades anônimas de capital aberto, sujeitas à disciplina da Resolução n. 106, do Banco Central do Brasil, constituiu um fator de perplexidade para a Comissão de juristas elaboradora do anteprojeto de reforma da lei anterior. No anteprojeto pretenderam eles batizar de “companhia do mercado” as companhias abertas, referidas no

previamente ressaltado, a nova classificação era mais ampla e não se confundia com a anterior.

Assim inaugurou-se no âmbito da Lei n. 6.404/1976 estrutura semelhante àquela defendida por Lamy em estudo preliminar (vide item 3.1.1). Dentro do mesmo diploma, foram disciplinadas destacadamente as companhias abertas – não em um capítulo separado, como originalmente propugnou Lamy, e sim por normas dispersas em diversos capítulos da lei. O diploma societário é composto por uma série de normas de incidência restrita às companhias abertas, bem como por aquelas reservadas às companhias fechadas, além das diversas normas aplicáveis indistintamente a todas as sociedades anônimas. Portanto, disciplinam as companhias abertas não apenas as normas que lhes são exclusivas – e que, por esse motivo, serão o objeto deste estudo –, como também essas normas comuns²⁸⁷.

No âmbito da Lei n. 6.385/1976, a definição legal de companhia aberta foi também empregada de maneira instrumental, construindo assim uma ponte com a Lei n. 6.404/1976²⁸⁸.

Destacam Lamy e Bulhões que a reforma obedeceu à orientação que prevalecia à época, no sentido de regular em lei de direito público o mercado de valores mobiliários, inclusive quanto aos requisitos para o acesso das companhias a esse mercado, e na lei societária a

art. 4º. Ao nos pronunciarmos sobre o anteprojeto, em expediente então reservado, verberamos a inventiva, considerando-a imprópria e de mau gosto, pois do mercado são todas as sociedades comerciais, que nele atuam. O anteprojeto propendeu, afinal, para a nomenclatura legal mais razoável de ‘companhia aberta’.” (cf. REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 25ª ed., São Paulo: Saraiva, 2007, p. 35)

²⁸⁷ A disciplina específica das companhias abertas será descrita nos itens 3.2 e 3.3 a seguir. Ainda sobre a estrutura da Lei n. 6.404/1976: “A LSA foi, entre nós, a primeira lei a tratar as companhias abertas e fechadas como classes distintas e a conter regras especiais para cada classe. As normas da LSA são, portanto, de três tipos: (a) as gerais, que se aplicam a toda e qualquer companhia, sem distinção entre abertas e fechadas; (b) as especiais aplicáveis apenas às companhias abertas; e (c) as especiais para companhias fechadas. As normas da LSA (com as modificações até 2001) constavam de 879 dispositivos (298 artigos e 581 parágrafos); desse total, 751 (88,3%) são gerais – aplicam-se a todas as companhias, 82 (9,6%) são especiais para companhias abertas e apenas 18 (2,1%) são especiais para companhias fechadas.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 96) Em função disso, a classificação das companhias como abertas ou fechadas nos parece ser a principal – ainda que não a única – da Lei n. 6.404/1976 para fins de determinação de disciplina específica. Escapam ao escopo desta dissertação as demais classificações adotadas pela Lei n. 6.404/1976 sob fundamentos diversos, como, por exemplo, a de sociedade de economia mista e de subsidiária integral.

²⁸⁸ De acordo com o parecer apresentado no âmbito da Comissão de Economia, Indústria e Comércio pelo relator, Deputado Viana Neto, em 26 de agosto de 1976, no curso da tramitação do projeto de lei que deu origem à Lei n. 6.385/1976 (Projeto de Lei n. 2.600/1976), esse projeto *repetia* a definição legal do projeto de lei societária: “A seguir cuida o Projeto das companhias abertas (art. 20), repetindo o conceito do Projeto das S.A. (art. 4), e dando à CVM competência para lhes impor normas sobre informações contábeis ou administrativas que devem ser periodicamente divulgadas para proteção do público investidor.”

organização das companhias abertas, enquanto classe distinta daquele tipo societário²⁸⁹.

O campo de incidência da disciplina da companhia aberta foi assim delimitado na origem, no *caput* do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 e no *caput* do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976:

*“Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos a negociação em bolsa ou no mercado de balcão.”*²⁹⁰

“Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.”

Como se pode ver, a definição legal de companhia aberta instaura uma dicotomia com realção às fechadas. Para tanto, adota como critério de distinção a *admissão à negociação* de valores mobiliários, distinguindo-as, portanto, conforme estejam ou não autorizadas a acessar esse mercado para captar recursos para o financiamento de suas atividades. São quatro as principais observações sobre essa definição, seu significado e o alcance que confere à disciplina da companhia aberta, que por ora merecem destaque.

Em primeiro lugar, é importante notar que foram enquadradas como companhias abertas não apenas aquelas cujas ações fossem admitidas à negociação, e sim todas as companhias com valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação, independentemente da espécie desses valores mobiliários²⁹¹. Com efeito, a partir do enquadramento como companhia

²⁸⁹ Nesse ponto, Lamy e Bulhões comentam que a mesma orientação já havia sido adotada na França, em 1967, e na Itália, em 1974. Criticam, ainda, que essa orientação não foi mantida pela Lei n. 10.303/2001 (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 105). Retomaremos esse ponto no item 3.2.3, a seguir.

²⁹⁰ A redação deste dispositivo foi posteriormente alterada pela Lei n. 10.303/2001 (vide item 3.2.3).

²⁹¹ Sobre o conceito de valor mobiliário da época, ver item 3.3.1. É curioso notar que, ao tratar do tema em nota explicativa, a CVM se referiu apenas às ações e às debêntures, já à época os instrumentos mais comuns de captação: *“Com o advento da nova lei das sociedades por ações, porém, foi introduzido, na legislação, um novo conceito - o de Companhia Aberta. Segundo a Lei 6.404, de 15.12.76 (Lei das S.A.) Companhia Aberta é aquela que tem seus valores mobiliários (ações ou debêntures) admitidos à negociação em Bolsa de Valores ou no mercado de Balcão.”* (cf. Nota Explicativa CVM n. 4, de 23 de dezembro de 1977. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota004.doc>. Acesso em: 26 jul. 2019) Sobre o tema, destaca Marcos Paulo de Almeida Salles: *“Enquanto [o Decreto-lei n. 2.627/1940] autorizava indistintamente a negociação de quaisquer ações ou debêntures nas Bolsas de Valores, tal como estas foram concebidas no final do século passado, a lei de 1976 veio qualificar a sociedade anônima, atribuindo-lhe uma determinada espécie, quanto à pretensão de captar recursos pela via da oferta ao público, por todos os meios de divulgação e veiculação legalmente permitidos e por intermédio de instituições financeiras do sistema de distribuição de valores mobiliários. Evidentemente que no sistema jurídico brasileiro essa expressão “valores mobiliários” já houvera aparecido em 1964/1965 com a lei 4.728/65, mas é com a Lei 6.404/76 que passa a ser dotado de importância pela sua introdução no artigo 4º da Lei 6.404, com a especificação de “companhia aberta”, que passa a dotar a sociedade anônima de obrigações de ordem pública que se fazem presentes*

aberta, ficavam todas elas submetidas a regime essencialmente uniforme sob a estrutura inaugurada pela reforma de 1976.

Em segundo lugar, a definição legal de companhia aberta não foi vinculada a requisito de dispersão acionária ou a qualquer outro requisito relativo ao nível de exposição ao mercado ou a características da companhia, como o seu porte²⁹². Dessa forma, seja a companhia de pequeno ou grande porte e tenha ela quantidade relevante ou ínfima de ações ou debêntures admitidas à negociação, detidas por muitos ou poucos investidores, estará enquadrada sob essa definição, e assim sujeita à disciplina da companhia aberta.

Isso representou uma ruptura com relação à política até então adotada na delimitação do universo de beneficiários dos incentivos fiscais garantidos às *sociedades anônimas de capital aberto*, que, como já se viu, vinculava-se ao nível de dispersão acionária e considerava também características outras como a capacidade de poupança nas diferentes regiões geográficas (vide item 2.4). Com efeito, antes da consolidação, criticou-se inclusive que as sociedades anônimas de capital aberto eram mais “abertas” que as companhias abertas

especialmente com a Lei 6.385/76, a Lei do Mercado de Valores Mobiliários.” (cf. SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Os valores mobiliários na Lei das S/A. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 107. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1997, p. 124) Esse aspecto é ressaltado também por Teixeira e Tavares Guerreiro. (cf. TEIXEIRA, Egberto L. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 111)

²⁹² Antes da reforma, Comparato ressaltava a importância dada ao critério de dispersão acionária ao regular-se o tema na experiência estrangeira: “*A experiência de um estatuto múltiplo para a sociedade anônima está, assim, ligada ao fenômeno de difusão de participações acionárias no grande público. O legislador entendeu, e com razão, que a companhia que faz apelo à poupança dos investidores particulares deve ter um tratamento diverso da sociedade anônima que, muito embora dotada de importante capital e empregando grande número de assalariados, mantém a totalidade de suas ações concentradas em poucas mãos. De um lado temos, portanto, companhias em que boa parte, senão a maioria dos acionistas, tende a se desinteressar dos negócios sociais e que, de qualquer maneira, não tem a menor ambição (nem capacidade) para dirigir a empresa. De outro, encontramos sociedades em que a distinção entre empresários e capitalistas não se estabeleceu: são as companhias “proprietárias”, como se diz no direito australiano. A distinção entre a companhia “aberta” e a companhia “fechada” vai se fixando, assim, em função de um critério estrutural extremamente importante, mas cuja formulação delicada não deixa de suscitar dúvidas e discussões: a existência ou não de uma separação, no seio da companhia, entre “propriedade” e “controle”, ou, em outros termos, entre administração empresarial e participação capitalística.*” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 68-69) Ainda sobre o tema, comentase: “*Em outros países, os critérios de diferenciação das companhias em abertas ou fechadas costuma residir em outros aspectos, como o número de acionistas, o valor do capital social ou o número de empregados. No Brasil, não há impedimento genérico para que uma companhia aberta seja constituída com apenas dois acionistas e uma estrutura econômica modesta, embora as abertas guardem vinculação lógica com as atividades de grande porte.*” (TOKARS, Fábio. Comentários ao artigo 4º. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00*. 2ª ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, p. 29) Ver também: LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 107; PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 1988, p. 37; TELLECHEA, Rodrigo. Artigo 22. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 488-489.

da lei societária²⁹³.

É de se notar também o contraste entre a definição adotada e o ideal da grande empresa reiteradamente veiculado antes da reforma de 1976, associado à ideia de ampla dispersão acionária.

Parece explicar essa nova orientação a preocupação da época com a proteção da poupança popular e dos investidores do mercado de valores mobiliários. A nosso ver, a definição de companhia aberta não pode ser adequadamente compreendida senão como instrumento desse regime de proteção. Não se tratava mais de delimitar o universo de beneficiários de estímulos de natureza fiscal, ainda que, com a posterior consolidação, a definição legal de companhia aberta tenha passado a servir também a essa função. Ao traçar esse campo mais abrangente, das *companhias abertas*, os olhos do legislador parecem ter se voltado menos para a companhia, e mais para os potenciais investidores, sobressaindo assim a preocupação com sua adequada proteção.

Nesse ponto, é fundamental destacar a justificativa explicitada no âmbito da exposição de motivos da lei societária quanto à opção por uma definição mais abrangente que o conceito fiscal de *sociedade anônima de capital aberto*:

*“É que toda companhia que faz apelo – por mínimo que seja – à poupança pública, cria, ao ingressar no mercado de capitais, relações que não existem na companhia fechada, e que exigem disciplina própria para proteção da economia popular e no interesse do funcionamento regular e do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.”*²⁹⁴

²⁹³ “A expressão “sociedade anônima de capital aberto” ficou reservada para as que, atendendo aos requisitos supra, gozam dos chamados incentivos fiscais. Há, no Brasil, cerca de 600 sociedades de capital aberto registradas no Banco Central, que, em nosso entender, são mais abertas que a denominada “companhia aberta” pela Lei 6.404, de 1976, porque permitem a intromissão em seu capital e no direito ao voto, enquanto que a caracterização dessa última decorre da existência de seus valores mobiliários à venda em Bolsa ou mercado de balcão, valores esses que podem constituir-se de títulos não representativos do capital (partes beneficiárias e debentures).” (cf. ABRÃO, Nelson. *Companhias abertas e fechadas no sistema da Lei 6.404, de 1976*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 24. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976, p. 46)

²⁹⁴ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976. Além disso, Lamy e Bulhões explicitaram as percepções e preocupações que os levaram a dedicar disciplina especial às companhias abertas no anteprojeto em comentários posteriores: “É evidente que enquanto a sociedade é fechada, e os sócios se conhecem, e se entendem (ou desentendem) em assembleias gerais, o problema é socialmente de importância menor, e encontra solução nas normas já vigentes do direito. Mas no momento em que a sociedade se dirige ao público; que se proíbe a captar poupança popular para associá-la ao projeto que constitui o objeto social, força é convir que o fato adquira nova dimensão. É que estão em jogo os mecanismos de crédito público, acionados pela sociedade, e que requerem proteção especial. É o magno problema da construção do mercado de capitais, impossível de efetivar-se enquanto por trás de cada ação oferecida ao público não estiver uma administração responsável, um sistema eficiente de informação e controle – e uma autoridade a proteger o investidor, e ao

A proposta original, portanto, era de que toda companhia autorizada a acessar o mercado de valores mobiliários, independentemente de como – isto é, por meio da distribuição pública de ações, debêntures ou outras espécies de valores mobiliários – e com que intensidade, ficasse sujeita a um mesmo regime de proteção. No decorrer desta dissertação, veremos que essa pretendida dicotomia absoluta entre companhias abertas e fechadas e o tratamento largamente homogêneo das primeiras foram perdendo espaço, com as sucessivas reformas e regulamentação das leis, para estratégias mais complexas e elásticas, de modo que é grande o contraste com o quadro atual²⁹⁵.

*punir os infratores. (...) Esse exemplo ilustra bem por que a sociedade aberta – que faz oferta pública de suas ações, que goza do privilégio de cotas em Bolsa, de recorrer ao mercado para suas necessidades de capital de risco – é um gênero diferente da sociedade fechada, familiar, cujas ações circulam entre parentes ou conhecidos, e que, na maioria das vezes, tanto poderia ser anônima como revestir a forma de sociedade por quotas de responsabilidade limitada. Ora, o Anteprojeto propõe-se a criar os mecanismos jurídicos imprescindíveis a esse efetivo funcionamento do mercado de capitais, de forma que cada ação oferecida ao público incorpore um conjunto de direitos e garantias eficazes. O investidor desconhecido, o público que comprou uma ação, precisa ter a segurança de que está se associando a um empreendimento no qual pode ter que suportar prejuízos, mas que lhe garante participação nos lucros, se houver; que o papel que adquire é um título corporativo, e como tal, confere ao titular o direito de fiscalizar a companhia e de se informar do que se passa; de que a sociedade que emite títulos e pretende utilizar a poupança popular é administrada segundo normas estritas de ética profissional – sem as quais se torna inviável a grande empresa aberta; que todos os lucros da sociedade figurarão na contabilidade; que todas as oportunidades de negócio serão aproveitadas em favor da empresa, e não do sócio majoritário; que os administradores farão jus a honorários adequados, mas não superiores aos de mercado, para que depois não se desinteressem da distribuição de lucros; que, mais ainda, e principalmente, exista uma autoridade pública, um poder disciplinador, não omissivo, a zelar para que a regra do jogo seja observada e que puna os infratores e proteja a empresa. Este é um ponto básico para o entendimento do Anteprojeto: seu objetivo é propiciar a criação da grande empresa, ainda que o capital de risco necessário supere a capacidade isolada dos empresários. Pode haver grande empresa com pequenos empresários – dispersos, como vimos, em milhares e até milhões de sócios; pode haver grandes empresários que não usem em suas organizações a forma anônima – nem a lei os obriga a isso. Poderão mesmo também usar o anonimato, e se porem a coberto de certos deveres, obrigações, fiscalizações, mantendo fechada a sociedade; mas se pretendem ir ao público, usar o mercado, terão que submeter-se a normas escritas de comportamento, porque são emissores, fabricantes de valores de circulação pública.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 146-147)*

²⁹⁵ Contudo, para as companhias fechadas a lei sempre garantiu certa flexibilidade. Por exemplo: a dispensa de elaboração e publicação de demonstrações de origens e aplicações de recursos para companhias fechadas com patrimônio líquido não superior a determinado valor (cf. artigo 176, §6 – cuja redação foi alterada pelas Leis n. 9.457/1997 e 11.638/2007 para ajustar o valor limite) e a autorização para convocação de assembleia geral por anúncio entregue a todos os acionistas e dispensa de publicação de documentos específicos para as companhias fechadas com menos de vinte acionistas cujo patrimônio líquido for inferior a determinado valor (cf. artigo 294 – cuja redação foi alterada pelas Leis n. 9.457/1997, 10.194/2001, 10.303/2001 e 13.818/2019 para excluir, reinserir e ajustar esse valor). Note-se que a última alteração, que aumentou de R\$ 1.000.000,00 (um milhão) para R\$ 10.000.000,00 (dez milhões) o valor máximo do patrimônio líquido para enquadramento nessa dispensa, é bastante recente, de 2019. Falava-se então na *companhia fechada de pequena dimensão*, para distingui-la das demais. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 314) Comenta-se também que a instituição dessa “subespécie” decorreu de emenda proposta pelo então Deputado Tancredo Neves, de modo que não constava do projeto original da lei societária. (cf. LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 109)

Em terceiro lugar, cumpre notar que o exato significado do termo *admissão à negociação*, empregado na definição legal de companhia aberta, será examinado na Parte II. Por ora, observa-se apenas que a definição legal de companhia aberta foi atrelada à disciplina do acesso ao mercado de valores mobiliários da Lei n. 6.385/1976, assim indiretamente incorporada à lei societária²⁹⁶.

Todavia, é interessante notar desde já o emprego do verbo *estar* naquela definição, que sugere que a admissão à negociação dos valores mobiliários é algo circunstancial, isto é, que a sociedade anônima pode transitar do *status* de fechada para aberta, e vice-versa, e mais ainda, que há certa naturalidade nessa transição²⁹⁷.

Em quarto lugar, cumpre notar que a definição legal de companhia aberta abrange aquelas cujos valores mobiliários sejam admitidos a negociação em qualquer mercado regulamentado de valores mobiliários, de bolsa ou balcão^{298/299}. Ou seja, não há exceção

²⁹⁶ É o que aponta a Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/1976: “*Os preceitos do artigo 4º e seu parágrafo único pressupõem a disciplina do mercado de valores mobiliários objeto de outro projeto de lei, que cria a Comissão de Valores Mobiliários.*” (cf. Exposição de Motivos n. 196/1976) Além disso, no parágrafo único do mesmo artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 repetiu-se a regra de que “[s]omente os valores mobiliários de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser distribuídos no mercado e negociados em bolsa ou no mercado de balcão”. Esse dispositivo foi reenumerado e teve sua redação ajustada pela Lei n. 10.303/2001 (vide item 3.2.3).

²⁹⁷ Sobre a opção por disciplinar a companhia fechada de modo a facilitar o seu crescimento e estimular essa transição, explicaram os coautores do anteprojeto: “*Ao invés de propor que a grande empresa nasça da lei, sem liderança nem empresário, e impor o mesmo modelo a todas as existentes, condenando à estagnação as que não puderem submeter-se à nova ordem, o Anteprojeto busca facilitar o crescimento de nossa pequena e média empresas, facultar-lhes os instrumentos de capitalização imprescindíveis à expansão que o País reclama (e de que gozam, nos seus países de origem, as multinacionais), confiando que atinjam a condição de grande empresa sem supressão das etapas requeridas pelo processo natural de evolução.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 193-194) Corroborava essa visão o relativo insucesso do mecanismo de constituição de sociedade anônima por subscrição pública.

²⁹⁸ Há relato de que, no curso do respectivo processo legislativo, foi discutida emenda que propunha “*limitar o conceito de companhia aberta, porque dela suprimia aquelas, cujas ações se negociassem no mercado de balcão*”. Contudo, tal emenda foi rejeitada “*sob o fundamento de que no conceito de companhia aberta se devia incluir aquela que tenha também os seus valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de balcão, para que a proteção da minoria de capital, existente para a companhia aberta, a proteja outrossim.*” (cf. COSTA, Philomeno J. da. *Anotações às companhias*. Vol. I. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. p. 110)

²⁹⁹ Cf. artigo 2º da Instrução CVM n. 461/007, segundo o qual os mercados regulamentados compreendem os mercados organizados de bolsa e balcão e os mercados de balcão não organizados. Em comparação, Pitta comenta que a definição de “mercados regulamentados” das diretivas europeias (MiFID e MiFID II) “*opera como um importante delimitador para os efeitos da atração dos regimes especiais societários e regulatórios aplicáveis às companhias abertas. (...) Essa definição viabiliza a existência de um perímetro regulatório em que a participação de uma sociedade no mercado de valores mobiliários pode ocorrer sem a sua integral submissão aos requisitos legais e regulatórios tradicionalmente aplicáveis às companhias abertas – que, como visto são atraídos a partir da admissão à negociação de seus valores mobiliários em mercados regulados. Isso facilita, por lá, a utilização de determinados mecanismos de formação de capital típicos do mercado de valores mobiliários sem a necessária atração da rigidez estrutural e dos demais requisitos regulatórios que tradicionalmente se impõem às companhias abertas desde que não impliquem a listagem da respectiva*

quanto ao ambiente em que se der essa negociação.

Em essência, mesmo após as contínuas reformas promovidas com o passar dos anos às Leis n. 6.385/976 e 6.404/1976, é essa a definição legal de companhia aberta que permanece em vigor.

3.2 Disciplina societária da companhia aberta

3.2.1 Contornos originais da lei societária (Lei n. 6.404/1976)

Dentro dessa perspectiva de conferir disciplina própria às companhias abertas, “*para proteção da economia popular e no interesse do funcionamento regular e do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários*”³⁰⁰, a Lei n. 6.404/1976 as submeteu a um rígido regime societário e estabeleceu uma série de regras direcionadas à realidade dos investidores de mercado.

A rigidez do regime societário da companhia aberta decorre de medidas de organização interna e distribuição de direitos e deveres que privilegiam a proteção daqueles que venham a nelas investir³⁰¹. Destaca-se três aspectos principais desse regime, por sua maior onerosidade.

Em primeiro lugar, a Lei n. 6.404/1976 introduziu modificações à administração das sociedades anônimas. Essas modificações foram motivadas em parte pela preocupação com o deslocamento de poder para os administradores em caso de maior dispersão acionária. Nessa linha, segundo a respectiva exposição de motivos, o projeto considerou “*que os órgãos da administração - sobretudo nas grandes empresas - é que detém maior parcela do poder empresarial, condicionam o sucesso ou insucesso da empresa, e podem ser fonte dos*

companhia em um mercado regulado.” (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 185) Já quanto ao regime brasileiro, conclui que “*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 configura, para os efeitos da Lei n. 6.385/76, ao menos um mercado de balcão (organizado ou não) – seja em função da existência de um sistema centralizado para negociação dos valores mobiliários, seja em função da participação de qualquer tipo de intermediário nessas operações -, o que é suficiente para atrair o status de companhia aberta para o emissor de valores mobiliários nele transacionados.*” (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 408-409)

³⁰⁰ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

³⁰¹ Para visão comparatista sobre o tema, ver PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 103-299.

maiores agravos aos minoritários”³⁰².

Para as companhias abertas determinou-se a *obrigatoriedade* de conselho de administração (artigo 138, §2). Trata-se de inovação introduzida no curso do processo legislativo, distinta da orientação proposta pelos coautores do respectivo anteprojeto, de delegar à CVM o poder de determinar a adoção de conselho de administração pelas companhias abertas³⁰³. A proposta original foi justificada com base na característica do conselho de administração de órgão mais *representativo* do universo de acionistas, posto que a lei assegurava meios para a eleição (por voto múltiplo) de representantes dos minoritários³⁰⁴. Ou seja, por trás dessa exigência, percebe-se a preocupação com o quadro de maior dispersão acionária.

Em segundo lugar, a Lei n. 6.404/1976 introduziu uma série de normas destinadas a lidar com a realidade do acionista controlador e a transferência do poder de controle³⁰⁵. Nesse esforço, originalmente condicionou a alienação do controle de companhia aberta a prévia autorização da CVM e simultânea oferta pública para aquisição de ações com tratamento igualitário aos acionistas minoritários (artigo 254). Esse dispositivo foi introduzido no curso

³⁰² Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

³⁰³ A orientação proposta originalmente foi apresentada na respectiva Exposição de Motivos: “*Quanto à organização da administração, o Projeto não fixa modelo único - individual (como atualmente, em que cada Diretor tem funções e responsabilidades definidas) ou colegiada (em que é obrigatória a existência do Conselho). É inegável que nas grandes empresas - em que ninguém pode deter todos os conhecimentos necessários às deliberações - o colegiado é a forma mais adequada. Mas as hipóteses são muito variadas, e como o Projeto regula companhias de todas as dimensões, a solução que se impõe é deixar a cada sociedade a opção pela estrutura de preferir (art. 138), com duas exceções: (a) as companhias de capital autorizado devem adotar o colegiado (§ 2º do art. 138), e (b) a Comissão de Valores Mobiliários pode determinar sua adoção pelas companhias abertas (§ 3º do art. 138). Essas exceções se justificam porque o Conselho de Administração é mais representativo da Assembléia Geral, pois nele tem assento assegurado representantes da minoria (art. 141).*” (cf. Exposição de Motivos n. 196/1976)

³⁰⁴ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976. Por outro lado, no §3º do artigo 158, a lei societária estabeleceu para os administradores de companhias abertas regime de responsabilidade distinto, afastando a regra geral de solidariedade por prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia.

³⁰⁵ Quanto a esse ponto, diz a Exposição de Motivos: “*O Projeto regula a alienação de controle de companhias abertas, a partir das considerações a seguir resumidas: a) toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram; o valor das ações resulta dos direitos, que conferem, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o de controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas; b) a transferência do controle, qualquer que seja o preço de negociação das ações, não acarreta, em princípio, agravo a direito de minoritário; mas se a compra efetivar-se por companhia que, a seguir, promova a incorporação da controlada, do fato pode resultar flagrante prejuízo para a minoria, tanto da incorporada quanto da incorporadora: com a extinção da companhia controlada, deixa de existir o controle adquirido, e os acionistas minoritários da controladora (dependendo das bases da incorporação) suportam parte do custo de aquisição do controle. Mais ainda: em regra, todo o valor do controle da companhia incorporada, ou ao menos parte dela, acresce ao valor do controle da incorporadora, isto é, resulta em benefício do seu acionista controlador; (...) d) o Projeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador, para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência ou proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico.*” (cf. Exposição de Motivos n. 196/1976)

do processo legislativo no Senado Federal, pela chamada “Emenda Lehmann”, tendo os coautores do anteprojeto defendido o seu veto³⁰⁶. Também aqui percebe-se intuito de proteção das minorias acionárias.

Em terceiro lugar, a Lei n. 6.404/1976 condicionou a aquisição, por companhia aberta, do controle de sociedade mercantil, a prévia deliberação da assembleia geral, sempre que constituir investimento relevante para a compradora ou se o preço exceder determinados parâmetros (artigo 256). O dispositivo garante, ainda, direito de recesso aos acionistas dissidentes em hipótese específica. Também aqui é claro o intuito protetivo.

Adicionalmente, a Lei n. 6.404/1976 regulou de maneira detalhada as demonstrações financeiras das sociedades anônimas, a fim de que “*informem - a administradores, acionistas, credores e investidores do mercado - a verdadeira situação do patrimônio da companhia e seus resultados*”³⁰⁷.

Nesse contexto, obrigou-se as companhias abertas a elaborarem suas demonstrações financeiras em conformidade com as normas da CVM e a submeterem-nas a auditoria independente (artigo 177, §3), inclusive as demonstrações consolidadas de grupo de sociedades que incluam companhias abertas (artigo 275, §4). Determinou-se também a elaboração e divulgação de demonstrações consolidadas sempre que a companhia aberta tiver mais de 30% (trinta por cento) do valor do seu patrimônio líquido representado por investimento em controladas (artigo 249, *caput*).

Além dessas e de outras exigências impostas às companhias abertas, foram garantidas às companhias fechadas relevantes flexibilizações, não estendidas às demais. São exemplos disso: (i) a possibilidade de criar mais de uma classe de ações ordinárias (artigo 15, §1); (ii) a possibilidade de o estatuto impor limitações à circulação das ações nominativas (artigo 36,

³⁰⁶ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 285-291; 329). Dizia a carta enviada sobre o tema por Lamy e Bulhões ao Ministro da Fazenda: “*Em verdade, no entender dos subscritores do presente, a emenda em questão nada adiciona ao projeto em termos de efetiva proteção aos legítimos direitos dos acionistas minoritários, mas inviabiliza a abertura das companhias privadas brasileiras – objetivo precípua de todo o projeto. É medida sem precedentes em outras legislações, e que não tem a ampará-la qualquer fomento de justiça.*” Ainda sobre o tema: PENTEADO, Mauro Rodrigues. A Lei n. 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da lei das sociedades por ações*. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 72-76; EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p.87-92. A lei conferiu originalmente ao CMN – e não à CVM – competência para disciplinar a oferta pública de alienação de controle de companhia aberta (artigo 254, §3). O artigo 254 foi alvo de intensas discussões quanto ao seu alcance, que, contudo, fogem ao escopo desta dissertação.

³⁰⁷ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976. De acordo com a Exposição de Motivos, houve por parte do legislador a intenção de concentrar na lei societária a disciplina das demonstrações financeiras, outrora dispersa na legislação fiscal.

caput); (iii) a possibilidade de o estatuto aumentar o quórum exigido por lei para certas deliberações (artigo 129, §1 e artigo 136, *caput*³⁰⁸); e (iv) a possibilidade de distribuição de dividendo inferior ao mínimo obrigatório ou retenção de todo o lucro mediante deliberação da assembleia geral (artigo 202, §3³⁰⁹). Também essas medidas corroboram a maior rigidez do regime societário das companhias abertas.

Em diversos pontos, ao invés de disciplinar de maneira mais rígida ou detalhada as companhias abertas, a Lei n. 6.404/1976 contou com a suplementação da disciplina por

³⁰⁸ Como se verá no item 3.2.2 a seguir, a redação desse dispositivo foi alterada pela Lei n. 9.457/1997 para beneficiar um universo ainda mais amplo de companhias.

³⁰⁹ A preocupação recorrente com abusos na distribuição de lucros, que serviu de motivação para essa medida, era ressaltada pela doutrina da época: “*Por outro lado, compensando com vantagem para o acionista a sua falta de deliberação sobre o balanço e a distribuição do lucro líquido da empresa, a lei deveria impor restrições eficazes aos abusos do autofinanciamento. Tal seria, por exemplo, a necessária previsão estatutária de um dividendo mínimo para todas as ações, cuja distribuição precederia obrigatoriamente o destaque de qualquer parcela dos lucros líquidos para a constituição de reservas estatutárias ou facultativas.*” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 90) De acordo com os coautores do anteprojeto da lei, “*o regime de distribuição de dividendos proposto faz parte de um conjunto de providências constantes do Anteprojeto que buscam, deliberadamente, reorientar o comportamento daqueles que, efetiva ou potencialmente, participem do mercado de capitais, na busca do objetivo maior de criar o mercado primário de ações*”. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997., Vol. I, p. 159-160) Prosseguiram eles: “*A única esperança de manter no Brasil um setor privado nacional relevante é a criação do mercado primário de ações. E se o dividendo mínimo pode ser instrumento útil para viabilizar esse mercado, talvez a aceitação, pelo acionista controlador, de alguma limitação legal ao seu poder discricionário de fixar os dividendos não seja, a prazos médio e longo, um preço tão alto a pagar para que o empresário nacional se liberte da camisa-de-força do reinvestimento de lucros e adquira o poder de criar grandes empresas privadas de capital nacional.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 165) Ainda sobre a função dessa exigência de estimular os investidores desse mercado, YAZBEK, Otávio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 133. O debate público em torno do anteprojeto concentrou-se grandemente nesse dispositivo. Em resposta, diziam Lamy e Bulhões que o regime proposto, ao limitar a discricionariedade da maioria dos acionistas para deliberar sobre o destino a ser dado aos lucros do exercício, pretendeu proteger as minorias acionárias, bem como que isso “*somente se aplica às companhias cujas ações circulam no mercado mediante oferta pública (que é o conceito de companhia aberta adotado pelo Anteprojeto) e às companhias fechadas em que não há acordo em contrário dos acionistas*”. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 157) O comentário parece indicar que pretenderam eles originalmente direcionar a exigência às companhias de *capital aberto*, e não necessariamente a toda e qualquer *companhia aberta*. Além disso, a distinção recebeu crítica da doutrina: “*Os elaboradores do projeto que deu origem à Lei n. 6.404, de 1976, estavam bem conscientes da importância de uma boa regulação dos dividendos, como garantia de proteção às minorias acionárias e ao próprio funcionamento do mercado de capitais. (...) Daí haver a lei criado, em disposição pioneira no panorama geral do direito comparado, o instituto do dividendo obrigatório. Cedendo a críticas e pressões dos setores empresariais mais retrógrados, o legislador acabou, afinal, recuando dos propósitos iniciais, ao admitir fossem abertas certas brechas nesse escudo de proteção aos minoritários. Mas não deixou de marcar, nessa matéria, a distinção de regimes jurídicos entre companhias abertas e fechadas.*” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. “O direito ao dividendo nas companhias fechadas”. In: *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 163) Por fim, a redação do dispositivo em questão foi alterada pela Lei n. 10.303/2001, passando a beneficiar não apenas as companhias fechadas, mas também as “*companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações*” (vide item 3.2.3).

normas da CVM. Por exemplo: ao tratar da aquisição pela companhia aberta das próprias ações, determinou que essa operação “*obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso*” (artigos 30, §2 e 244, §2º). Além disso, previu a expedição de normas pela CVM sobre temas como: pedidos de procuração (artigo 126, §2), demonstrações financeiras (artigo 177, §3, e artigo 249, § único), oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta (artigo 257, §4) e a oferta pública de debêntures (artigos 60 e seguintes).

Se, por um lado, as companhias abertas foram submetidas a regime societário mais rígido, por outro, houve também a preocupação com o engessamento que as normas a elas aplicáveis poderiam provocar. Na tentativa de contornar essa dificuldade, o legislador permitiu à CVM reduzir certos quóruns e percentuais previstos em lei para as companhias abertas com maior dispersão acionária. Ou seja, confiou-se à CVM o poder de promover ajustes para preservar o sensível equilíbrio que a lei pretendeu estabelecer ao regular a distribuição de poder nas companhias abertas, frente à diversidade da realidade social.

Mais especificamente, a lei autoriza a CVM a reduzir o quórum qualificado de deliberação do artigo 136 em se tratando de “*companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto*” (artigo 136, §2). Percebe-se aqui um dos poucos pontos em que a lei tratou de maneira específica da situação das companhias de capital aberto e disperso, fugindo à abordagem geralmente homogênea. Além disso, a lei permite que a CVM reduza, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, diversos outros quóruns e percentuais relacionados a direitos de minoria (artigo 291)³¹⁰. De acordo com a respectiva Exposição de Motivos, essa norma foi projetada

³¹⁰ Esse dispositivo foi posteriormente alterado pela Lei n. 10.303/2001. São exemplos de percentuais abrangidos pelo dispositivo aqueles necessários para que os acionistas pleiteiem judicialmente a exibição de livros (artigo 105), elejam conselheiros por voto múltiplo (artigo 141) e promovam ação de responsabilidade contra administrador mesmo se a assembleia deliberar em sentido contrário (artigo 159, §4). Recentemente, a CVM submeteu a audiência pública proposta de norma que fixa escala reduzindo, em função do capital social, os percentuais mínimos de participação para a propositura da ação de responsabilidade contra administradores do §4º do artigo 159 da Lei n. 6.404/1976, e da ação de responsabilidade contra sociedade controladora do §1º, item (a), do artigo 246 da Lei n. 6.404/1976, sem a prestação de caução, com base na autorização do artigo 291. Diz o respectivo edital: “*Desde sua concepção, a Lei nº 6.404, de 1976, reconhece que os percentuais ali fixados podem ser excessivos a depender do porte da companhia. Assim, o art. 291 da referida Lei atribui à CVM competência para reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima aplicável às companhias abertas estabelecidas em diversos dispositivos, dentre os quais destaca-se, para fins desta Audiência Pública, aqueles previstos no § 4º do art. 159 e na alínea “a” do § 1º do art. 246.*” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 07/2019, p. 2)

para as “*companhias de grande porte, de capital amplamente pulverizado*”³¹¹.

Por fim, a Lei n. 6.404/1976 estabeleceu ainda uma série de medidas voltadas a enfrentar aspectos próprios da realidade das companhias abertas, como, por exemplo: o dever de sigilo imposto aos administradores sobre informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado e a vedação ao uso desse tipo de informação para obter vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários (artigo 155, §1); o dever imposto aos administradores de informar à bolsa e divulgar qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos da administração e outros fatos relevantes (artigo 157, §4); a possibilidade de substituição de determinados livros por registros mecanizados ou eletrônicos (artigo 100, §2); a possibilidade de representação em assembleia por instituição financeira (artigo 126, §1º); a possibilidade de publicação da ata da assembleia geral com omissão das assinaturas dos acionistas (artigo 130, §2); e a autorização para aumento de capital sem direito de preferência (artigo 172, *caput*). Percebe-se que o conteúdo dessas disposições parece por vezes extrapolar a esfera societária e adentrar a disciplina própria do mercado.

3.2.2 Reforma de 1997 (Lei n. 9.457/1997)

A disciplina dedicada à companhia aberta pela Lei n. 6.404/1976 vigorou sem maiores alterações por mais de vinte anos. A primeira grande reforma veio com a Lei n. 9.457/1997³¹².

Comentava-se à época que o cenário mudara desde aquele que pautara a reforma de 1976 e que justificara seu caráter marcadamente preventivo e pedagógico e foco na proteção do investidor individual (“*pessoa física, que constituía o contingente mais significativo no universo de aplicadores em ações*”). Dizia-se que o mercado passara a ser “*dominado por investidores profissionais, altamente técnicos, que necessitam muito menos da proteção governamental*” e que os marcos legais estavam institucionalizados e com eles os agentes

³¹¹ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

³¹² Sobre as origens e o contexto da reforma promovida pela Lei n. 9.457/1997, ver: LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 318-330; PENTEADO, Mauro. *A Lei nº 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários*. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 9-22; EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 1-9.

do mercado já haviam se familiarizado³¹³.

Foram introduzidas àquela ocasião relevantes modificações à disciplina societária da companhia aberta, duas das quais merecem destaque, pois ilustram as flexibilizações pontuais promovidas ao regime de proteção antes assegurado.

Em primeiro lugar, excluiu-se o direito de retirada previsto no artigo 137 para as deliberações sobre fusão da companhia ou sua incorporação em outra, e sobre a participação em grupo de sociedades, nas seguintes hipóteses: (i) de companhias abertas cujas ações integrassem “*índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros*”; e (ii) de companhias abertas cujas ações em circulação representassem a metade ou mais do total das ações por ela emitidas, “*entendendo-se por ações em circulação no mercado todas as ações da companhia menos as de propriedade do acionista controlador*”³¹⁴.

Além disso, essa lei garantiu direito de retirada na hipótese de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia aberta em que a sociedade sucessora não obtenha registro de companhia aberta e, se for o caso, não promova a admissão das novas ações à negociação em mercado secundário (artigo 223, §§3º e 4º)³¹⁵. Nesse e em outros pontos, delegou-se a

³¹³ Cf. EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 1-2.

³¹⁴ Cf. artigo 137, inciso II, da Lei n. 6.404/1976. A redação desse dispositivo foi posteriormente alterada pela Lei n. 10.303/2001 (vide item 3.2.3). Comentou-se à época que os critérios de liquidez e dispersão das ações não eram inéditos, visto que haviam sido utilizados para caracterizar as sociedades anônimas de capital aberto, ilustrando assim a influência duradoura dos antecedentes normativos para a evolução e interpretação da disciplina das companhias abertas (cf. EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 72 et seq.). Nas palavras de Eirizik: “*Com a reforma ora realizada, retoma-se a ideia de incentivar a “democratização do capital” das companhias, presumida quando há liquidez de suas ações ou quando encontram-se elas dispersas no mercado. O “prêmio” assegurado às companhias “democratizadas” naquela época consistia em incentivos fiscais. Hoje, o “prêmio” consiste na redução dos custos decorrentes do pagamento do preço de reembolso das ações aos acionistas dissidentes da reorganização empresarial promovida mediante fusão, incorporação ou constituição de grupo de sociedades. (...) A extinção do direito de recesso, no caso, acarretará uma redução de custos em processos legítimos de reestruturação empresarial de companhias com estrutura “democratizada” de capital, ou porque suas ações têm elevada liquidez, ou porque apresentam níveis satisfatórios de dispersão no mercado.*” (p. 73-74) Além disso, apesar de o dispositivo referir-se indistintamente às companhias abertas, a doutrina da época já traçava distinção entre as companhias abertas registradas para distribuição pública de ações, de um lado, e de debêntures e outros valores mobiliários, de outro. Veja-se: “*A companhia há de estar registrada na CVM como companhia aberta e já deve ter procedido a uma distribuição pública de suas ações. É inadmissível que a companhia registrada na CVM para emissão pública de debêntures ou outros valores mobiliários possa utilizar-se do disposto no art. 137, II, b, para excluir o direito de recesso do acionista dissidente. (...) Assim, quando a Lei menciona as companhias abertas cujas ações estejam em circulação no mercado, está se referindo, inequivocamente, àquelas companhias abertas que se registraram na CVM para procederem à emissão pública de ações.*” (cf. EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 77)

³¹⁵ A inovação recebeu crítica dos coautores do anteprojeto: “*O princípio do §3 justifica-se e já era observado, na prática, pelas companhias abertas que se reorganizavam, mas a sanção do §4 cria novo caso de reembolso que irá tornar-se, certamente, o caminho mais fácil para o fechamento de empresas, por deliberação de seus*

regulamentação das matérias à CVM.

Em segundo lugar, revogou o artigo 254 da Lei n. 6.404/1976, que tornava obrigatória a realização de oferta pública por ocasião da alienação de controle de companhia aberta³¹⁶. Essa medida foi por alguns saudada, na esperança de que concorreria para o aumento do número de companhias abertas³¹⁷. Contudo, em visão retrospectiva, é criticada por suposto oportunismo, eis que beneficiou o Estado ao permitir que as privatizações fossem promovidas sem o compartilhamento do prêmio de controle com os acionistas minoritários³¹⁸.

controladores – o que não deve ter sido objetivo do legislador.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 328) Note-se que a norma introduziu discreta distinção ao dirigir-se às companhias abertas com ações admitidas a negociação em mercado secundário. Nesse sentido, desde aquela época comentava-se: *“Sua situação, enquanto investidores, não pode ser prejudicada; não têm, por outro lado, qualquer direito a ver melhoradas as condições de liquidez de suas ações. Ou seja, se o minoritário era acionista de uma companhia aberta que emitira debêntures e cujas ações não eram negociadas no mercado secundário, não pode exigir que a companhia sucessora tenha ações com liquidez no mercado de bolsa ou no mercado de balcão organizado. Daí mencionar o §3º do art. 223 que a admissão da negociação das novas ações no mercado secundário será exigida ‘se for o caso’.”* (cf. EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 80)

³¹⁶ Cf. artigo 6º da Lei n. 9.457/1997. A seguinte justificativa foi apresentada pelo Deputado Antonio Kandir: *“Dessa maneira, a obrigatoriedade da oferta pública produz o pior dos mundos. Ao mesmo tempo, inibe e dificulta processos de alienação de controle necessários ao saneamento de empresas e produz situação desfavorável aos minoritários, uma vez que o não saneamento de uma empresa resulta em queda do valor de suas ações, no que se prejudicam, mais que todos, os acionistas minoritários.”* (cf. EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 13)

³¹⁷ *“A medida é salutar e deverá concorrer para aumentar o número das companhias abertas, dado que o artigo 254 (que subordinava a alienação de controle a autorização da CVM para o fim de assegurar oferta pública aos minoritários) representou grave empecilho à abertura das companhias: é que os controladores das companhias fechadas hesitavam em recorrer ao mercado para aumento de capital das suas empresas sabendo que, caso o fizessem, as ações que detinham passavam a ter ônus diferente das demais. Esses efeitos haviam sido agravados pela interpretação extensiva que a CVM deu ao dispositivo, não obstante à Resolução n. 401 do Conselho Monetário Nacional, que o regulamentou, ao aplicá-lo aos casos de alienação de controle de ‘holding’ de companhia aberta.”* (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 329) No mesmo sentido, Lamy repetiu a crítica ao antigo artigo 254: *“No rol dos obstáculos que criam resistências à abertura do capital, e, mesmo, à adoção da forma anônima, cite-se, inicialmente, o direito de recesso que a lei manteve e ampliou (talvez exageradamente). (...) Mas, sem dúvida, o que mais concorreu para criar resistências das empresas em abrir o capital, e provocou o fechamento das que tinham o capital aberto, foi a chamada “Emenda Lehmann”, do Senado, que resultou no art. 254 da Lei 6.404/76 (o texto submetia a alienação do controle da companhia aberta à prévia autorização da CVM, e determinava fosse feita oferta pública de aquisição das ações dos minoritários por preço igual ao das ações do controle).”* (cf. LAMY FILHO, Alfredo. *A empresa, os minoritários e o mercado de capitais* (2000). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 8. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 74)

³¹⁸ *“O auge do desrespeito institucional foi patrocinado pelo Estado, com a revogação, pela Lei 9.457, de 05 de maio de 1997, do art. 254 da lei do anonimato, que versava a respeito da alienação de controle e suas condições. Com essa medida permitiu-se a privatização de companhias sem que o prêmio de controle fosse compartilhado com acionistas minoritários. O caráter oportunístico desta medida foi revelado, logo em seguida, com a aprovação de nova reforma da Lei 6.404/76, desta vez para inserir artigo que passou a dispor, sob o n. 254-A, acerca da obrigatoriedade de oferta pública em virtude de alienação de controle. Ou seja: concluído o grosso do trabalho – as principais privatizações -, poderia a norma ser ‘recriada’.”* (cf. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Abertura e fechamento de capital*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO,

Para os fins deste trabalho, sobressai ainda o ajuste promovido ao *caput* do artigo 136, que antes excepcionava a possibilidade de o estatuto da *companhia fechada* exigir quórum de deliberação superior ao qualificado ali previsto, e então ampliou essa exceção para as companhias cujas *ações não estivessem admitidas à negociação* em bolsa ou no mercado de balcão³¹⁹.

De modo geral, parece-nos prevalecer a percepção em torno da reforma promovida pela Lei n. 9.457/1997 de que, além de ter prejudicado sensivelmente os direitos dos acionistas minoritários³²⁰, não respeitou inteiramente a estrutura e a abordagem original da Lei n. 6.404/1976 no tocante às companhias abertas – a ponto de se passar a falar à época na criação de novas *subespécies*³²¹.

3.2.3 Reforma de 2001 (Lei n. 10.303/2001)

A segunda reforma de maior relevância promovida à disciplina da companhia aberta veio com a Lei n. 10.303/2001. Dessa vez, o pêndulo voltou-se novamente para a proteção dos

Leandro Santos de. (coords.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 440) Ainda sobre o tema, veja-se, por todos: PENTEADO, Mauro Rodrigues. A Lei n. 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da lei das sociedades por ações*. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 76.

³¹⁹ Adicionalmente, a Lei n. 9.457/1997 promoveu também ajustes pontuais ao artigo 256 da Lei n. 6.404/1976, inovando especialmente ao exigir a apresentação de laudo de avaliação à assembleia geral. Além disso, acrescentou remissão específica ao inciso II do artigo 137 no §2º do artigo 256.

³²⁰ A expressão é de Penteado. (cf. PENTEADO, Mauro. A Lei nº 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 8. Também nesse sentido, nota Yazbek: “Posteriormente, como já referido, a Lei n. 6.404/76 foi submetida a mudanças que, se não alteraram a definição de companhia aberta, modificaram alguns regimes intimamente relacionados a tais sociedades. Um exemplo reside na Lei n. 9.457/97, que, visando facilitar os processos de privatização, retirou determinados direitos dos acionistas minoritários, em um movimento que, naquele momento, parecia contradizer as tendências mundiais.” (cf. YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 115)

³²¹ Segundo Penteado, as duas novas subespécies de companhia aberta seriam: “aquela que tem apenas seus títulos e obrigações negociados em bolsa ou no mercado (mas não as suas ações, art. 136, caput)” e “aquela cujas ações são dotadas de requisitos próprios de liquidez e dispersão, art. 137, inc. II – confirma parcialmente a asserção, porém contraditoriamente, diante dos demais dispositivos que contém”. (cf. PENTEADO, Mauro. A Lei nº 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 11-12) Dizia ainda o autor com relação ao caráter institucional da companhia aberta: “Parece evidente, diante das peculiaridades de nossa economia e mercado de capitais, que dito perfil institucional das companhias abertas não dá socorro às alterações legais tendentes a suprimir, indiscriminadamente, direitos essenciais dos acionistas minoritários, segundo tendência de simplificação e desregulamentação das leis acionárias, que se observa no Direito Comparado, mas em países desenvolvidos e com mercados de investimentos fortes e estáveis.” (cf. PENTEADO, Mauro. A Lei nº 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 11)

acionistas minoritários, à luz das discussões da época sobre as melhores práticas de governança corporativa, de que trataremos adiante no item 3.2.4³²². Ressaltava-se a importância dessas medidas de proteção para estimular a confiança dos investidores e propulsionar a alocação de recursos no mercado de capitais³²³.

Para os fins desta dissertação, importa especialmente destacar a alteração introduzida na ocasião ao artigo 4º da Lei n. 6.404/1976. A definição de companhia aberta do *caput* do referido artigo foi alterada para substituir a referência à admissão a negociação “*em bolsa ou no mercado de balcão*” por “*no mercado de valores mobiliários*”. Os comentários a essa alteração costumam concentrar-se no fato de que ela não teve maiores impactos, isto é, não promoveu mudança relevante ao conceito de companhia aberta³²⁴. Não obstante, vale notar que essa alteração constituiu adaptação do dispositivo à reforma promovida pela Lei n. 4.597/1997, que, como explicaremos no item 3.3.2 a seguir, introduziu o conceito de balcão organizado (e, por oposição, de mercado de balcão não organizado). Portanto, ao adotar

³²² Nesse sentido, ressaltava o relatório do deputado Emerson Kapaz: “*um mercado acionário forte e verdadeiramente democratizado - alcançando toda sua potencialidade de alavancagem econômica – depende, é óbvio, de que os investidores, principalmente pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam defendidos seus interesses, não se permitindo a manipulação e o desrespeito a seus direitos por manobras e políticas estabelecidas unilateralmente pelos controladores, muitas vezes, inclusive, privilegiando interesses externos à própria sociedade.*” (cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al.*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 51)

³²³ “*São evidentes as mudanças de cenário. A atuação pública passou a se dar sob condições fiscais restritas. Não há mais espaço para irresponsabilidades em relação às contas públicas e o equilíbrio orçamentário forçou a redefinição de prioridades. A iniciativa privada foi forçada a lutar pela preservação de um mercado que até então lhe fora cativo. Com a abertura comercial, as companhias brasileiras viram-se diante do desafio de competir em escala global. Nesse novo ambiente, o empresariado local deparou-se com a necessidade de realizar maiores investimentos, sob pena de sucumbir à concorrência. O milênio aponta o mercado de capitais como a saída para o impasse em busca do desenvolvimento. Num mundo de fronteiras abertas, os investidores institucionais ganharam importância e vulto. Da mesma forma que, há 25 anos, foi preciso abrir espaço para que o empresariado nacional entrasse no jogo econômico, chegou a vez de criarmos condições mais adequadas para a participação dos investidores no financiamento da economia brasileira.*” (cf. KANDIR, Antonio. *A reforma da lei das S.A. e o desenvolvimento* (2001). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 45) No mesmo sentido: KANDIR, Antonio. *A nova CVM e a modernização da Lei das S.A.* In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 6; CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 7 et seq.

³²⁴ Cf. CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 33; TOKARS, Fábio. Comentários ao artigo 4º. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00*. 2ª ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, p. 29; SILVA, Francisco Costa e. MARTINS NETO, Carlos. *A utilização do instituto da incorporação de ações como forma de burlar a exigência legal de opa para fechamento de capital*. 2007, p. 6. Disponível em: <https://www.bocater.com.br/wp-content/uploads/2013/10/artigo-2008-062.pdf>. Acesso em: 09 ago. 2019; LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 107; YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 112; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 29.

fórmula mais genérica, o dispositivo em questão não deixa margem a dúvida de que são também companhias abertas, sob a definição legal, aquelas cujos valores mobiliários são admitidos a negociação em mercado de balcão organizado³²⁵. Isso vale também para a alteração promovida ao §1º do artigo 4º³²⁶.

Além disso, acrescentou-se ao artigo 4º – cujo parágrafo único, então renumerado para §1º, desde sempre contemplara a regra geral da obrigatoriedade de registro do emissor – referência adicional à regra geral segundo a qual “[n]enhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários”³²⁷.

Mais ainda, incluiu-se um novo parágrafo para autorizar a CVM a classificar a companhia aberta em categorias, “segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado”, e a especificar as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria³²⁸. Essa alteração representou uma ruptura definitiva com a proposta original de submeter as companhias abertas a regime comum e, por sua relevância para o tema desta dissertação, será examinada em maior detalhe no Capítulo 2 da Parte II.

Também no âmbito do artigo 4º, passou-se a disciplinar o cancelamento do registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado, confirmando a obrigação de se realizar oferta pública para a aquisição da totalidade das ações em circulação por preço justo³²⁹. Ao tema dedicou-se também o novo artigo 4-A. Esta obrigação assumiu novo relevo

³²⁵ Critica-se, contudo, o fato de semelhante alteração não ter sido promovida ao *caput* do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976, que preserva a referência à negociação “na bolsa ou no mercado de balcão”. (cf. TOKARS, Fábio. Comentários ao artigo 4º. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00*. 2ª ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, p. 30)

³²⁶ Em síntese, o §1º dizia que somente os valores mobiliários de companhia registrada na CVM podiam ser “distribuídos no mercado e negociados em bolsa ou no mercado de balcão”, e passou a dispor que somente esses podem ser “negociados no mercado de valores mobiliários”.

³²⁷ Cf. §2º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976. Esse dispositivo meramente repete o teor do *caput* do artigo 19 da Lei n. 6.385/1976, com pequenas diferenças de redação. No sentido de que a redação do novo dispositivo é mais adequada, ver CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 34. Além disso, no sentido de esse transplante se justificar com base na relevância da matéria e seu efeito pedagógico, ver TOKARS, Fábio. Comentários ao artigo 4º. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00*. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 31. Por outro lado, no sentido de que não é boa técnica legislativa repetir o mesmo comando em diplomas diferentes, ver CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 30.

³²⁸ Cf. artigo 4º, §3º, da Lei n. 6.404/1976.

³²⁹ Cf. artigo 4º, §§ 4º e 5º, da Lei n. 6.404/1976. A matéria era antes objeto de regulamentação pela CVM com fundamento no artigo 21, §6º, inciso I, da Lei n. 6.385/1976 (que lhe permite expedir regras sobre o cancelamento de registro). Tal como disciplinada, foi objeto de intensa discussão e alvo de diversas críticas, inclusive quanto à sua limitação de escopo: “A disciplina do cancelamento do registro de companhia aberta foi objeto de grandes discussões, constituindo um dos pontos mais controversos da reforma de 2001; ademais,

com a regulamentação das categorias de companhia aberta, como veremos no Capítulo 2 da Parte II.

O artigo 4º passou a prever também uma nova modalidade de oferta pública obrigatória, para a aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado, na hipótese de o controlador adquirir ações da companhia aberta que elevem sua participação a percentual que, segundo normas da CVM, “*impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes*”³³⁰.

Por fim, a lei delegou à CVM competência para disciplinar o disposto no artigo 4º e no artigo 4-A³³¹. Uma das críticas feitas à época sobre as alterações promovidas no tocante a esses dispositivos dizia respeito ao fato de terem sido incluídas na lei societária matérias relacionadas ao registro, mais afeitas ao conteúdo da lei do mercado de valores mobiliários³³². Essas alterações turvam ainda mais as linhas divisórias entre a disciplina

as normas que tratam da questão foram redigidas de forma canhestra, como se fossem regulamentares, o que deverá acarretar enormes problemas na sua aplicação aos casos concretos.” (cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed., São Paulo: Saraiva, 2002, p. 68); “*Esse dispositivo prescreve oferta pública para aquisição de ações, como condição ao cancelamento de registro na CVM. Portanto, a incidência da norma é restrita às companhias abertas com ações negociáveis no mercado de valores mobiliários. Inexplicavelmente, o legislador não sujeitou à norma do § 4º o cancelamento de registro para negociação no mercado (Bolsa ou Balcão) de outras espécies de valores mobiliários – como debêntures, conversíveis ou não em ações, e bônus de subscrição. (...)*” (cf. BULHÕES, Carlos Eduardo. *Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. n. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004, p. 120) Na mesma linha, YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 128. E ainda, suscitou preocupação com os efeitos que poderia produzir, notadamente o desincentivo à abertura de capital: “*Outro ponto perigoso: se prevalecerem os requisitos impostos pelo substitutivo para o fechamento, muitas companhias preferirão não ingressar no mercado de ações, pois ficarão sujeitas a manobras de especuladores quando dele quiserem sair. (...)*” (cf. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A alteração da lei de sociedades anônimas ora em discussão no Congresso Nacional (2000). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 53-54) Nesse ponto, comenta-se que o regime brasileiro é mais oneroso do que o de outros países: “*Public companies that are exchange-listed must also comply with the rules governing voluntary delisting. In many jurisdictions, the law specifically empowers supervisory authorities to oppose delisting applications when it is in the interest of investors to do so or laws are violated. This public law approach reinforces the effectiveness of delisting-related company law requirements, which some jurisdictions empty. (...) Brazil displays the strictest regime: public companies wishing to go private must launch a mandatory bid at a “fair price” to the remaining public shareholders, as well as obtain wither the acceptance of the bid or the express consent to deregistration from shareholders comprising two-thirds of the company’s free float.*” (cf. ENRIQUES, Luca. HERTIG, Gerald. KRAAKMAN, Reinier. ROCK, Edward. *Corporate law and securities market*. In: KRAAKMAN, Reinier. ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry. HERTIG, Gerald. HOPT, Klaus. KANDA, Hideki. PARGENDLER, Mariana. RINGE, Wolf-Georg. ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 255) Para detalhado estudo sobre o tema, ver TANNOUS, Thiago Saddi. *Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro*. São Paula: Quartier Latin, 2018. p. 115 et seq.

³³⁰ Cf. artigo 4º, §6º, da Lei n. 6.404/1976.

³³¹ Cf. artigo 4-A, §4º, da Lei n. 6.404/1976.

³³² Nesse sentido, quanto à orientação original de divisão de matérias entre a Lei n. 6.385/1976 e a Lei n. 6.404/1976, destacavam Lamy e Bulhões: “*Cabe observar, todavia, que esta distinção não foi mantida pela Lei n. 10.303/2001, ao disciplinar, em parágrafos acrescidos ao artigo 4º da LSA, o cancelamento do registro*

societária e a do mercado de valores mobiliários. Por outro lado, inserem-se na interseção das duas disciplinas e, especialmente no tocante à oferta para cancelamento de registro para negociação de ações, têm repercussão direta na distribuição de poderes no âmbito da companhia aberta, de que trata a disciplina societária.

Além das alterações ao artigo 4º da Lei n. 6.404/1976, diversas outras importantes alterações foram introduzidas à disciplina societária da companhia aberta no âmbito da reforma de 2001, instaurando em seu seio novas distinções.

Em primeiro lugar, destaca-se a distinção introduzida no tocante ao instituto do dividendo mínimo obrigatório (artigo 202). A autorização para deliberação em assembleia geral e distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, ou retenção de todo o lucro líquido, que já existia na lei para as companhias fechadas, foi estendida para as “*companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações*”³³³. Retomaremos o exame desse dispositivo no Capítulo 2 da Parte II.

Em segundo lugar, reinstituiu-se a oferta pública obrigatória para a aquisição de ações por ocasião da alienação de controle de *companhia aberta*, porém em novos moldes. Essa oferta passou a ser direcionada aos demais titulares de ações com direito a voto da companhia aberta, assegurando-lhes preço mínimo equivalente a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto do bloco de controle (artigo 254-A). Ecoaram à época as críticas feitas no passado ao antigo artigo 254 e ao tratamento assistemático do tema³³⁴.

Em terceiro lugar, certas alterações foram introduzidas no tocante aos valores mobiliários

de companhia aberta na CVM e alguns deveres das companhias abertas em razão da sua participação nos mercados.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 105) Ainda sobre esse ponto: BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. n. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004, p. 112; 119.

³³³ Cf. artigo 202, §3º, inciso I, da Lei n. 6.404/1976. Vale notar também que o dispositivo passou a excepcionar, em seu inciso II, as companhias fechadas controladas por companhias abertas que se enquadrem na condição prevista no inciso I.

³³⁴ “A Lei das Sociedades Anônimas tem sofrido muitas alterações, nem sempre coerentes com o sistema que lhe serve de base, algumas vezes resultantes de impulsos impensados ou outros motivos menos nobres. O que acontece com o art. 254 da Lei 6.404/76 é assaz ilustrativo: trata-se da submissão da alienação de controle de companhia aberta a oferta pública, estendendo aos acionistas minoritários a oportunidade de vender suas ações em igualdade de condições com o controlador. Essa disposição foi introduzida na Lei 6.404/76 pela chamada *Emenda Lehmann*, com a expressa reprovação dos autores do anteprojeto. Em 1997, a Lei n. 9.457 a suprimiu. Agora se pretende ressuscitá-la. Quem sabe amanhã não se a suprimirá outra vez?” (cf. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A alteração da lei de sociedades anônimas ora em discussão no Congresso Nacional (2000). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 49); YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 129; CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 42 et seq.

de emissão de companhia aberta. Em especial, como condição para a admissão à negociação de *ações preferenciais* sem direito de voto ou com restrição ao exercício desse direito, a lei passou a exigir a atribuição de pelo menos uma das três preferências ou vantagens adicionais estabelecidas àquela ocasião (artigo 17, §1º)³³⁵. Às companhias abertas existentes até aquela data garantiu-se o direito de manter a proporção de até dois terços de ações preferenciais, em relação ao total de ações emitidas, que foi então reduzido para 50% (cinquenta por cento) pela Lei n. 103.303/2001 (artigo 15, §2º)³³⁶. E ainda, vedou-se a emissão de partes beneficiárias pelas companhias abertas (artigo 47, § único).

Em quarto lugar, introduziu-se a disciplina da eleição em separado, que garante o direito de eleger e destituir um membro do conselho de administração em assembleia geral à maioria dos titulares: (i) de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto que representem pelo menos 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e (ii) de ações preferenciais de emissão de companhia aberta sem direito a voto ou com voto restrito que representem pelo menos 10% (dez por cento) do capital social, que não tenham exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o artigo 18 – em ambos os casos, excluindo a participação do acionista controlador, e desde que os acionistas comprovem a titularidade ininterrupta por três meses da participação acionária exigida para perfazer esses quóruns (artigo 141, §§4º a 6º)³³⁷.

³³⁵ Cf. artigo 17, §1º, da Lei n. 6.404/1976 e artigo 8º, §3º, da Lei n. 10.303/2001. A proposta era tornar efetiva a vantagem patrimonial assegurada às ações preferenciais em troca da supressão ou restrição do direito de voto, diante da percepção de que a prioridade de reembolso de capital era uma falsa vantagem. Em conjunto com a redução do limite de ações sem direito a voto que podem ser emitidas – medida essa adotada àquela ocasião para companhias abertas e fechadas –, pretendeu-se com isso resolver deficiências do regime legal que eram tidas como inibidoras do desenvolvimento do mercado acionário. (cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 52) Como comentam Eizirik e Carvalhosa, “*a lei passa a distinguir claramente entre as ações preferenciais negociadas no MVM e as ações preferenciais não negociadas no MVM. Não se trata, portanto, de uma distinção entre ações preferenciais de companhias fechadas ou abertas. Assim, no caso de uma companhia que seja aberta apenas em razão de emissão pública de debêntures, por exemplo, não será obrigatória a observância dos privilégios mínimos para as ações preferenciais sem voto estabelecidos pelo §1º do novo art. 17, já que estas não são negociadas no MVM.*” (cf. CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 90)

³³⁶ Cf. artigo 15, §2º, da Lei n. 6.404/1976 e artigo 8º, §1º, da Lei n. 10.303/2001. À época da reforma de 1997, preferiu-se permitir que companhias abertas e fechadas mantivessem relação de um terço de ações ordinárias e dois terços de ações preferenciais. Havia na época preocupação com o desestímulo que eventual alteração poderia produzir à abertura de capital pelas companhias brasileiras da época. Essa alteração veio somente com a reforma de 2001, que, contudo, permitiu que as companhias fechadas existentes à época mantivessem a proporção anterior até o momento em que decidissem abrir o seu capital. Nota-se que o dispositivo em questão faz referência à *abertura de capital*, e não ao registro de companhia aberta.

³³⁷ Permite ainda o §5º que, caso os titulares de ações com direito a voto e os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito não perfaçam os respectivos quóruns exigidos, possam eles agregar suas ações para elegerem em conjunto um membro e seu suplente para o conselho de administração. O instituto sofreu resistência à época da reforma. (cf. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *A alteração da lei de sociedades*

Ainda quanto aos administradores, foi incluída determinação de comunicação de quaisquer modificações em suas posições acionárias na companhia à CVM e à entidade na qual os respectivos valores mobiliários estejam admitidos à negociação (artigo 157, §6º)³³⁸. Adicionalmente, a lei estabeleceu para as “*companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa de valores*” obrigação de remessa à respectiva bolsa de documentos referentes às assembleias gerais (artigo 124, §6º).

Ou seja, além das alterações promovidas para assegurar maior proteção aos investidores, foram introduzidos acréscimos para contemplar aspectos próprios da realidade da companhia aberta.

Além daquelas antes destacadas, a reforma incluiu diversas outras alterações à disciplina da companhia aberta, como, por exemplo, no tocante aos certificados de ações (artigo 24, §2º), à possibilidade de o conselho de administração deliberar sobre a emissão de debêntures simples (artigo 59, §1º), à redução do prazo para exercício de direito de preferência em aumento de capital (artigo 172, *caput*), a aspectos específicos das reorganizações societárias envolvendo companhias controladoras, controladas e sob controle comum (artigo 264), à disponibilização de publicações pela rede mundial de computadores (artigo 289, §7º), à restrição do direito de retirada na hipótese de ação de espécie ou classe que tenha *liquidez* e *dispersão* no mercado (artigo 137, inciso II), ao prazo de antecedência de convocação de assembleia geral (artigo 124, §1º, inciso II), à vedação à utilização de informação relevante ainda não divulgada por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso (artigo 155, §4º) e à autorização para a CVM aumentar ou interromper a fluência desse prazo em hipóteses específicas (artigo 124, § 5º).

3.2.4 Alterações posteriores

Após a reforma de 2001, foram promovidos ajustes e alterações pontuais na disciplina da companhia aberta da Lei n. 6.404/1976, por força de uma série de Medidas Provisórias e outras normas com escopos e objetivos específicos, dentre as quais merecem destaque

anônimas ora em discussão no Congresso Nacional (2000). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 53)

³³⁸ Essa mesma obrigação foi imposta ao acionista controlador da companhia aberta e aos acionistas que elegerem membro do conselho de administração ou do conselho fiscal (artigo 116-A), bem como aos membros do conselho fiscal de companhia aberta (artigo 165-A). Sobre a origem dessas regras, ver CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 207 et seq.

aquelas mencionadas a seguir.

A Lei n. 11.638/2007 introduziu alterações especialmente no tocante às demonstrações financeiras. Notadamente, as companhias abertas passaram a ter que elaborar demonstração de valor adicionado (artigo 176, inciso V) e a lei instruiu a CVM a observar, na elaboração de normas sobre o tema para as companhias abertas, os padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários (artigo 177, §5º). E ainda, facultou-se às companhias fechadas observar as normas sobre demonstrações financeiras expedidas pela CVM para as companhias abertas (artigo 177, §6º).

Além disso, a Lei n. 11.638/2007 estendeu às *sociedades de grande porte* as disposições da Lei n. 6.404/1976 sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na CVM³³⁹. A classificação de *sociedade de grande porte* contemplou a sociedade ou o conjunto de sociedades sob controle comum, constituídas ou não sob a forma de sociedades por ações, que, no exercício anterior, teve ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais). Com isso, essa parte da disciplina deixou de ser propriamente das companhias abertas, e passou a ser aplicável às sociedades de grande porte, sejam elas abertas ou fechadas, constituídas ou não como sociedades por ações.

A Lei n. 11.941/2009, que resultou da conversão da Medida Provisória n. 449/2008, acrescentou parágrafos aos artigos 226 e 252, que incumbem a CVM de expedir normas sobre a avaliação e contabilização de operações de fusão, incorporação e cisão e de incorporação de ações envolvendo companhia aberta, respectivamente³⁴⁰. Além disso, autorizou a CVM a disciplinar de modo diverso o registro, nas demonstrações financeiras,

³³⁹ Cf. artigo 3º da Lei n. 11.638/2007. Vale notar que, quando da reforma da Lei n. 6.404/1976 pela Lei n. 9.457/1997, a eliminação àquela ocasião do requisito de valor máximo de patrimônio líquido do artigo 294 – que, por sua vez, criara regime especial para as companhias fechadas de pequeno porte, inclusive quanto à publicação de demonstrações financeiras – foi alvo de críticas. Notadamente, para Lamy e Bulhões, “a omissão do valor máximo de patrimônio líquido revela desconhecimento do objetivo e função da norma. A tendência moderna é estender a obrigação de divulgar demonstrações financeiras a todas as empresas de porte, seja qual for sua forma jurídica, e a nova redação do artigo 294 permite que as grandes empresas que hoje adotam a forma de sociedades por quotas para evitar a divulgação de balanços possam ser transformadas em sociedades anônimas.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1997, Vol. I, p. 330) O requisito foi reestabelecido com a reforma promovida pela Lei n. 10.303/2001. Essa medida e aquela promovida pela Lei n. 11.638/2008 no tocante às *sociedades de grande porte* vêm, portanto, na esteira da tendência anunciada por Lamy e Bulhões.

³⁴⁰ E ainda, acrescentou o artigo 184-A, que autoriza a CVM a expedir normas especiais sobre a avaliação e contabilização de aquisição de controle, participações societárias ou negócios.

da destinação dos lucros (artigo 176, §7º). A Exposição de Motivos da referida Medida Provisória registra que as alterações por ela promovidas à Lei n. 6.404/1976 integraram um esforço de harmonização das normas contábeis adotadas no Brasil com aquelas internacionais, dando assim continuidade aos objetivos da Lei n. 11.638/2007³⁴¹.

A Lei n. 12.431/2011, que resultou da conversão da Medida Provisória n. 517/2010, promoveu alterações à disciplina das debêntures. Principalmente, autorizou o conselho de administração de companhia aberta a deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações (artigo 59, §1º)³⁴² e permitiu que o estatuto da companhia aberta autorize aquele órgão a deliberar sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações dentro do limite do capital autorizado (artigo 59, §2º). Além disso, ampliou a autorização para a substituição de livros da companhia aberta por registros mecanizados ou eletrônicos (artigo 100, §2º). E ainda, passou a permitir a participação e votação à distância nas assembleias gerais das companhias abertas, matéria essa delegada à regulamentação da CVM (artigo 121, § único). A referida Medida Provisória pretendeu, segundo a respectiva Exposição de Motivos, “*viabilizar a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo*”, com a “*construção de uma nova base de financiamento para os projetos de maior maturação, o que perpassa pela maior participação da iniciativa privada como fonte complementar de funding*”³⁴³.

A Lei n. 13.043/2014, que resultou da conversão da Medida Provisória n. 651/2014, estabeleceu isenção de imposto de renda sobre o ganho de capital auferido por pessoa física na alienação em bolsa de ações de *pequenas e médias empresas* admitidas à negociação em segmento especial que determine a observância de práticas mínimas de governança corporativa. O referido diploma define parâmetros de valor de mercado, receita bruta anual e volume de ações objeto de distribuição primária para enquadramento sob essa classificação³⁴⁴. Para esse universo mais restrito de companhias abertas, o diploma permitiu

³⁴¹ Cf. Exposição de Motivos Interministerial nº 161/2008 - MF/MP/MAPA/AGU, de 3 de outubro de 2008.

³⁴² Quanto à exceção feita às companhias abertas, Tavares Guerreiro observa que “[n]ão parecem claras as razões que determinaram a exceção, dado que também é facultado às companhias fechadas contar com conselho de administração. Talvez o legislador tenha percebido maior nível de informação sobre a emissão de debêntures quando emitidas por companhia aberta, dada a suposta maior confiabilidade do regime de controle, (privado ou publicístico) da emissão em companhias de mercado. Ou quiçá a lei tenha contemplado o fenômeno da companhia aberta com larga base acionária e maior burocracia necessária à realização de assembleias gerais.” (cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Administração: ordinária e extraordinária”. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 214 et seq.)

³⁴³ Cf. Exposição de Motivos Interministerial nº 194/2010 - MF -/MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP, de 29 de dezembro de 2010.

³⁴⁴ Cf. artigo 16 da Lei n. 13.043/2014.

também que as publicações ordenadas pela Lei n. 6.404/1976 sejam feitas por meio dos *websites* da CVM e da entidade administradora do mercado em que as ações estiverem admitidas à negociação, dispensada a publicação em órgão oficial e mantida aquela em jornal de grande circulação no local da sede da companhia, porém de maneira resumida e com divulgação simultânea dos documentos em seu *website*³⁴⁵.

A Lei n. 13.129/2015 promoveu reforma à lei de arbitragem (Lei n. 9.307/1996) e acrescentou o artigo 136-A à Lei n. 6.404/1976, que assegura direito de retirada ao acionista dissidente de deliberação que aprove a inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, excepcionando esse direito em duas hipóteses que importam às companhias abertas: (i) caso isso represente condição para a admissão à negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em segmento especial de listagem que exija dispersão acionária mínima de 25% (vinte e cinco por cento) das ações de cada espécie ou classe; e (ii) em se tratando de companhia aberta cujas ações sejam dotadas de liquidez e dispersão.

A Medida Provisória n. 881/2019 inseriu nas disposições gerais da Lei n. 6.404/1976 uma autorização para que a CVM dispensasse exigências daquela lei para as companhias que definisse como de *pequeno e médio porte*, de forma a facilitar o acesso ao mercado de capitais (artigo 294-A). Essa inovação ressuscitou e trouxe para o escopo da Lei n. 6.404/1976 a questão da disciplina das companhias conforme o seu porte, analisada em maior detalhe no Capítulo 2 da Parte II. Contudo, esse dispositivo foi deixado de fora do respectivo projeto de lei de conversão, de modo que, superada a vigência da Medida Provisória n. 881/2019, cessaram os seus efeitos.

3.3 Disciplina do mercado de valores mobiliários

3.3.1 Contornos originais da lei do mercado de valores mobiliários (Lei n. 6.385/1976)

A Lei n. 6.385/1976 inaugurou disciplina própria para o mercado de valores mobiliários, repartindo assim a disciplina do mercado de capitais³⁴⁶. A definição legal de *valor*

³⁴⁵ Cf. artigo 19 da Lei n. 13.043/2014.

³⁴⁶ “A estrutura do mercado financeiro lato senso passa, assim, do modelo bipartido da Lei n. 4.728/65 para o modelo tripartido da Lei n. 6.385/76, com clara distinção de objeto dos mercados financeiro, de capitais e de valores mobiliários. O CMN conservava o seu papel de órgão superior, a ditar as políticas a serem

mobiliário, empregada de maneira instrumental para definir o alcance dessa disciplina própria, compreendia originalmente tão somente as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos, bônus de subscrição, certificados de depósito de valores mobiliários e outros, a critério do CMN (artigo 2º). Ou seja, tratava-se, na época, de um mercado de títulos privados, emitidos por sociedades anônimas³⁴⁷. Por conseguinte, às sociedades anônimas se destinava na origem a disciplina do emissor de valores mobiliários.

Esse diploma instituiu a CVM enquanto órgão especializado com poderes para regular, fiscalizar e sancionar as companhias abertas, os intermediários e demais participantes do mercado de valores mobiliários, sob a orientação e coordenação do CMN³⁴⁸. Dessas três

observadas nos três mercados, cabendo, entretanto, à CVM a disciplina, a fiscalização e a sanção no âmbito do mercado de valores mobiliários, e remanescendo como BCB as mesmas funções quanto ao mercado financeiro e ao remanescente do mercado de capitais; isso sem falar, naturalmente, nos mercados de seguro, capitalização e previdência privada, cuja fiscalização era e ainda é acometida a órgãos específicos, sob a coordenação do CMN.” (cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 305) Note-se que alguns títulos foram propositalmente excluídos da definição de valor mobiliário e, portanto, da competência da CVM. Nesse sentido, diz a Exposição de Motivos n. 197/1976: “9. *Permanecem na área de competência do Banco Central o mercado monetário, o mercado de capitais representados por títulos de responsabilidade de instituição financeira (exceto as debêntures), e o mercado de títulos da dívida pública, inclusive o open-market.*” (cf. Exposição de Motivos n. 197/1976)

³⁴⁷ Mattos Filho destaca “o fato político pelo qual o legislador reduziu o campo de competência da Comissão de Valores Mobiliários somente aos títulos emitidos pelas sociedades anônimas, já que o Banco Central do Brasil, por problemas de estrutura de poder, se opunha à criação desta última.” (cf. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valores mobiliário. In: *Rev. Adm. Empr.* Rio de Janeiro, 25, abr./jun. 1985, p. 38) Nesse ponto, é interessante notar que a doutrina da época definia o mercado de capitais como “o segmento do mercado financeiro onde: os tomadores finais dos recursos são companhias ou sociedades anônimas; os ativos financeiros transacionados são emitidos diretamente pelas companhias, podendo representar dívidas (debêntures ou quaisquer outros títulos negociáveis) ou propriedade (ações) (...)”. (cf. PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1988, p. 9-10) Também no sentido de que o termo antes designava títulos emitidos por sociedades anônimas ou representativos de direitos sobre tais títulos, ver EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 52 et seq. Por fim, Yazbek nota que, aparentemente, quando da promulgação da Lei n. 6.385/1976, nela não se reconheceu a delimitação de um campo com suficiente autonomia, fazendo com que assumisse certo caráter subsidiário ou complementar quanto ao arcabouço destinado à legislação de mercado anterior e à nova legislação societária: “Com efeito, a Lei n. 6.385/1976 é, por um lado, vista como uma espécie de “irmã menor” da Lei n. 4.595, de 21 de dezembro de 1964, integrando o sistema de regulação de mercado financeiro (em sentido amplo) no Brasil. (...) Por outro lado, a Lei n. 6.385/1976 também foi, por muito tempo, tratada como um apêndice ou complemento da Lei n. 6.404/1976, que, como dito, trata do regime das sociedades anônimas. Como a Lei n. 6.404/1976 trazia como um de seus principais objetivos o de criar um regime adequada para as companhias abertas, dentro de um determinado modelo de desenvolvimento nacional (que, aliás, é o que norteou a promulgação de todos os diplomas acima referidos), era evidente a sua relação íntima com a Lei n. 6.385/1976. Além disso, naquele primeiro momento, valores mobiliários eram apenas determinados títulos emitidos por companhias abertas. (...)” (cf. YAZBEK, Otavio. Introdução. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 19-20)

³⁴⁸ Sobre os reclamos para a criação de órgão especializado, que se intensificaram após a crise de 1971, ver item 2.1 do Capítulo 2 desta Parte I. A respectiva Exposição de Motivos menciona que a experiência demonstrara a necessidade de tutela do Estado: “A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para

funções principais atribuídas à CVM, sobressai a abordagem regulatória centrada na tutela da informação, em linha com aquela adotada na Lei n. 4.728/1965³⁴⁹.

Mais do que isso, a Lei n. 6.385/1976 foi centrada na existência desse órgão, essencialmente limitando-se a definir sua estrutura e seus poderes e deveres, e a delegar à CVM a tarefa de disciplinar as mais diversas matérias – em intensidade consideravelmente maior do que a Lei n. 6.404/1976. De conteúdo mais enxuto e programático, a Lei n. 6.385/1976 tem também por isso sistemática mais aberta e flexível do que a lei societária.

Especificamente quanto às companhias abertas, merece destaque a opção do legislador por não restringir a competência da CVM às matérias da Lei n. 6.385/1976. Foram também submetidas à sua competência as matérias da Lei n. 6.404/1976. Tanto assim que a Lei n. 6.385/976 incumbe expressamente a CVM de “*regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações*” (artigo 8º, inciso I), bem como impor penalidades “*aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar*” (artigo 11, *caput*)³⁵⁰. Isso quer dizer que os administradores e acionistas de companhias abertas são responsáveis perante a CVM por atos ilegais e práticas não equitativas, e podem por ela ser sancionados, sem prejuízo de sua responsabilidade civil ou penal (artigo 9º, incisos V e VI).

Essa peculiaridade teve, e até hoje tem, relevante repercussão prática, a começar pelo fato de que parte considerável da agenda da CVM é dedicada a assuntos de natureza societária, tornando a jurisprudência administrativa do Colegiado da CVM nessa matéria importante fonte para a compreensão e interpretação dessa disciplina³⁵¹.

emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito” (cf. Exposição de Motivos n. 197/1976)
³⁴⁹ “*Em todas as três funções atribuídas à CVM sobressai-se a missão de proteção da informação e de sua qualidade, como se demonstrará a seguir; portanto, parece forçoso concluir que a tutela da informação foi (seja do ponto de vista de decisão política do legislador, seja de situação concreta da CVM) o veículo encontrado para cumprir o mandamento constitucional de defesa da poupança popular e do investidor-consumidor no mercado de valores mobiliários.*” (cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 311)

³⁵⁰ Como vimos, também a Lei n. 6.404/1976 foi estruturada pressupondo a existência e o funcionamento da CVM, inclusive no tocante à matéria da societária: “*O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal - a Comissão de Valores Mobiliários - com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas.*” (Cf. Exposição de Motivos n. 197/1976)

³⁵¹ Para ilustrar esse ponto, vale notar que, de acordo com relatório anual da CVM, os temas mais recorrentes em casos julgados pelo Colegiado da CVM de 2013 a 2018 foram desvios de poder e dever de diligência,

A Lei n. 6.385/1976 dedicou às companhias abertas o seu capítulo V, composto por um único artigo, o artigo 22. O seu *caput* contempla a definição legal de companhia aberta examinada no item 3.1.1. Em seguida, o seu parágrafo único relaciona matérias cuja disciplina foi delegada à CVM, tais como a divulgação de informações e fatos relevantes, as demonstrações financeiras e a compra de ações emitidas pela própria companhia, sendo que o último inciso desse artigo contempla genericamente “*as demais matérias previstas em lei*”. Tratou a Exposição de Motivos de ressaltar que as normas da CVM sobre essas matérias “*integram o sistema de proteção do público investidor*”³⁵².

Ainda no tocante às companhias abertas, foram disciplinadas na Lei n. 6.385/1976 as atividades de auditoria e de emissão e distribuição de valores mobiliários, inclusive quanto à administração e até mesmo dispensa pela CVM dos registros de emissor e de oferta pública de distribuição de valores mobiliários instituídos por aquela lei (artigo 8º, inciso II). Em grandes linhas, o novo diploma manteve a estrutura do sistema de registros que existia sob a Lei n. 4.728/1965 e sua característica de instrumento de operacionalização da tutela da informação, com algumas particularidades que serão examinadas adiante no Capítulo 1 da Parte II.

Por fim, ao outorgar competência à CVM para fiscalizar as companhias abertas, a lei determinou que fosse dada prioridade “*às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório*” (artigo 8º, inciso V)³⁵³.

lealdade e sigilo, com 56 ocorrências (14% do total). Temas referentes a assembleias gerais surgiram em 37 ocorrências (9% do total) e outros referentes a conflitos de interesses, abuso do direito de voto e abuso de poder de acionista controlador, em 18 ocorrências (5% do total). (cf. Relatório Anual CVM 2018. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/. Acesso em: 30 jun. 2019) De acordo com Yazbek, apesar de repreensível, “*a situação era compreensível, tendo em vista a competência estabelecida pela Lei n. 6.385/1976 para a CVM. De um modo geral, reguladores de mercado de capitais não possuem, em relação a matéria societária, o mesmo tipo de competência.*” (cf. YAZBEK, Otavio. Introdução. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 18)

³⁵² Cf. Exposição de Motivos n. 197/1976.

³⁵³ Esse dispositivo foi incluído em decorrência do acolhimento de emenda no curso da tramitação do projeto de lei que deu origem à Lei n. 6.385/1976, assim justificada: “*Um das principais atribuições da CVM será a fiscalização sobre as companhias abertas. Sem dúvida, será este mais um fator de confiança no mercado por que tanto se empenha o Governo. Daí parecer-me fundamental inserir-se entre as funções de competência da CVM fiscalizar e inspecionar as sociedades cujos títulos sejam negociados em bolsa ou no mercado de balcão. Enfatizo, porém, dever ser dada prioridade às companhias com balanços negativos, ou as que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório, que funcione como o grande atrativo do investidor.*” (cf. Emenda n. 17, de 26 de agosto de 1976, ao Projeto de Lei n. 2.600/1976)

3.3.2 Reforma de 1997 (Lei n. 9.457/1997)

Também a disciplina da companhia aberta pela Lei n. 6.385/1976 sobreviveu sem maiores alterações até a reforma promovida pela Lei n. 9.457/1997³⁵⁴. Essa reforma, de escopo mais restrito do que alguns talvez teriam preferido, promoveu alterações importantes à organização e aos poderes da CVM, especialmente a intensificação de seu poder punitivo³⁵⁵.

Foram acrescentadas ao rol de penalidades que a CVM pode aplicar aos infratores a suspensão e a inabilitação temporária para o exercício dos cargos de administrador e conselheiro fiscal de companhia aberta (artigo 11, incisos III e IV)³⁵⁶, bem como a cassação da autorização ou do registro e a proibição temporária para o exercício de atividades e operações de que trata a Lei n. 6.385/976 (artigo 11, incisos VI a VIII). Outras disposições sobre o poder punitivo e as penalidades disponíveis à CVM, inclusive os parâmetros de fixação do valor das multas e a possibilidade de celebração de termo de compromisso, foram incluídas nessa ocasião.

Além disso, é importante pontuar que a reforma de 1997 consolidou a distinção antes referida entre mercado de balcão organizado e não organizado. À época da promulgação da lei, o mercado de balcão correspondia genericamente ao espaço não organizado de compra e venda

³⁵⁴ Antes disso, a Lei n. 6.616/1978 incluía os artigos 31 e 32 para prever a participação da CVM em processos judiciais tendo por objeto matérias de sua competência e a cobrança judicial de multas por ela impostas e a Lei n. 9.447/1997 incluía um parágrafo no artigo 22 da Lei n. 6.385/1976, que listava as matérias sob a competência regulamentar da CVM no tocante às companhias abertas, para ressaltar que o disposto nos incisos II e IV não se aplicavam às instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo BACEN. Outras mudanças foram sendo introduzidas por atos normativos paralelos, como, por exemplo, a Resolução n. 1.723/1990, por meio da qual o CMN definira como valores mobiliários as notas promissórias emitidas por sociedades por ações destinadas à oferta pública. Ainda sobre a reforma de 1997, ver: TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 305-306; EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 127 et seq.

³⁵⁵ “Por outro lado, diversa é a situação da Lei n. 6.385/76, que criou a CVM e disciplinou o mercado de capitais, a qual estaria a demandar uma revisão total, dadas as inúmeras falhas que apresenta. A Lei n. 6.385/76, diferentemente do que ocorre com a Lei n. 6.404/76, não apresenta uma sistemática própria; foi ela, na realidade, o resultado da fusão de três anteprojetos de lei, não tendo merecido, ademais, atenção acurada do Congresso Nacional quando de sua tramitação. Assim, pode-se verificar que a Lei n. 6.385/76 apresenta falhas estruturais, ao tratar defeituosamente institutos jurídicos fundamentais na disciplina do mercado de capitais, como são, exemplificativamente: o conceito de valores mobiliários; a definição de emissão pública de valores mobiliários; o poder regulamentar da CVM; o âmbito de atuação das entidades auto-reguladoras do mercado de capitais. (...) Embora a Lei n. 9.457/97 não tenha promovido uma alteração estrutural no modelo de regulação do mercado de valores mobiliários, modificou profundamente a Lei n. 6.385/76 no que diz respeito, especificamente, ao poder de polícia da CVM, aumentando substancialmente a severidade das sanções e flexibilizando, em alguns aspectos, o procedimento administrativo sancionador.” (cf. EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 5)

³⁵⁶ Note-se que o inciso III foi posteriormente revogado e o inciso IV do artigo 9º da Lei n. 6.385/1976 teve sua redação alterada pela Lei n. 13.506/2017.

direta de valores mobiliários, fora das bolsas de valores³⁵⁷. O paulatino surgimento de mercados de balcão mais organizados levou a que essa distinção fosse introduzida, antes em sede regulamentar e depois em lei³⁵⁸.

Contudo, não houve àquela ocasião uma reforma estrutural do regime da Lei n. 6.385/1976³⁵⁹. Ademais, poucas foram as alterações promovidas às normas dirigidas especificamente às companhias abertas, das quais são exemplos as duas alterações comentadas a seguir.

Em primeiro lugar, no rol de matérias cuja regulamentação foi confiada à CVM no tocante às companhias abertas incluiu-se “*a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários*”. Veja-se que aqui também foi introduzida distinção no que diz respeito às companhias abertas cujas ações são admitidas à negociação (isto é, de “*capital aberto*”). Somente para elas passou a ser obrigatória essa reunião anual, “*para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem*

³⁵⁷ Cf. ABRÃO, Nelson. Companhias abertas e fechadas no sistema da Lei 6.404, de 1976. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 24. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976, p. 45. Na mesma linha, dizia Almeida Salles: “*O mercado de balcão é aquele mercado que era reconhecido pelas autoridades do sistema financeiro nacional como o local de encontro da oferta e da procura que se não verificava nas Bolsas. Nunca fora organizado como organizado é o mercado de Bolsa, e foi só recentemente, com a Instrução 93/88, que a CVM ao disciplinar o funcionamento do Mercado de Balcão deu o primeiro passo no sentido de permitir o chamado mercado de balcão organizado, isto é, permitir que os mercados se organizem por meio de outras instituições e outros sistemas que não as Bolsas de Valores.*” (cf. SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Os valores mobiliários na Lei das S/A. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 107. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1997, p. 124)

³⁵⁸ A Instrução CVM n. 245/1996 acrescentou à Instrução CVM n. 202/1993, que regulava o registro de emissor, dispositivo para distinguir as duas “*categorias*” do mercado de balcão: “*a) o mercado de balcão organizado, cujos negócios são supervisionados por entidade autogeradora, com funcionamento autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 243, desta data; b) o mercado de balcão não organizado, cujos negócios não são supervisionados por entidade autogeradora.*” Esses dispositivos foram posteriormente revogados pela Instrução CVM n. 461/2007. Com a reforma promovida pela Lei n. 9.457/1997, passou o artigo 21 da Lei n. 6.385/1976 a prever, em seu §3º, que são atividades do mercado de balcão *não organizado* as realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no artigo 15 da mesma lei, incisos I, II e III, ou nos seus estabelecimentos, excluídas as operações efetuadas em bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado. Sobre o mercado de balcão organizado trata o §5 do mesmo artigo (com redação dada pela Lei n. 9.457/1997), que delega à CVM a disciplina das entidades administradoras de mercado de balcão organizado. Ainda sobre o tema: YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 143-145; BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 114; TELLECHEA, Rodrigo. Artigo 22. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 508-516.

³⁵⁹ Cf. EIZIRIK, Nelson. Regime jurídico do mercado de capitais. Modificações introduzidas pela Lei n. 9.457/97. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da lei das sociedades por ações*. São Paulo: Pioneira, 1998. p. 84; EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p.127 et seq.

solicitados” (artigo 22, inciso VII)³⁶⁰.

Em segundo lugar, foram introduzidas alterações pontuais à disciplina do registro de emissor, notadamente para refletir a distinção entre mercado de balcão organizado e não organizado (artigo 21).

3.3.3 Reforma de 2001 (Lei n. 10.303/2001 e outros)

Já a reforma promovida no ano de 2001, pela Lei n. 10.303/2001 e outros atos normativos, mais alinhada aos objetivos de proteção do investidor no mercado de valores mobiliários, teve importantes reflexos para a disciplina dedicada à companhia aberta pela Lei n. 6.385/1976³⁶¹.

Antes restrito aos títulos emitidos por sociedades anônimas, o mercado de valores mobiliários passou a abranger novos títulos e emissores, assumindo novas dimensões e reduzindo o protagonismo da companhia aberta de outrora. Por conseguinte, expandiu-se consideravelmente a área de atuação da CVM.

Notadamente, o rol de *valores mobiliários*, de função instrumental à delimitação do alcance do regime da Lei n. 6.385/1976, passou a abranger as cotas de fundos de investimento, as notas comerciais, os derivativos e, “*quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do*

³⁶⁰ A doutrina destaca a distinção feita pelo dispositivo quanto às companhias abertas com ações cotadas em mercado organizado ou não organizado. (cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. As alterações da legislação societária e de mercado de capitais e suas implicações quanto à CVM. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da lei das sociedades por ações*. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 206)

³⁶¹ Sobre essa reforma, ver CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 479 et seq.; TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 306; CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 526-535. Nesse sentido, é interessante o seguinte comentário de Chediak: “*Historicamente, as alterações na legislação das sociedades anônimas estão intimamente ligadas à tentativa de desenvolver o mercado de valores mobiliários. Ainda que a maioria das sociedades anônimas seja composta por companhias fechadas, as reformas na legislação que rege as companhias normalmente são motivadas pela busca de se ampliar o fluxo da poupança – interna ou externa – para a atividade produtiva. (...) A forma mais eficiente (ou barata) para que tal canalização ocorra é através do uso do mercado de valores mobiliários. É por isso que sempre que ocorre uma reformulação na regulação das sociedades anônimas é realizada, ao mesmo tempo, uma reformulação na regulação do mercado de valores mobiliários.*” (cf. CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 526-527)

*esforço do empreendedor ou de terceiros*³⁶². Dessa maneira, consolidou inovações que já vinham sendo implementadas por atos diversos³⁶³.

Diante disso, a solução adotada pelo legislador, ao invés de uma ampla reforma, foi estender como regra geral aos emissores desses novos valores mobiliários, seus administradores e controladores, a disciplina prevista para a companhia aberta na Lei n. 6.385/1976 (artigo 2º, §2º)³⁶⁴. Além disso, autorizou-se a CVM a exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima, bem como que suas demonstrações financeiras, ou informações sobre empreendimentos ou projetos, sejam auditadas por auditor independente (artigo 2º, §3º, incisos I e II)³⁶⁵. Com isso, inverteu-se a regra geral – isto é, se antes a lei centrava a disciplina do emissor na companhia aberta, com a reforma passou a mirar um rol mais extenso de emissores e deixou de pressupor a forma de sociedade anônima, permitindo que a CVM eventualmente a exija, quadro esse que fundamenta as seguidas referências feitas nesta dissertação a uma redução de seu protagonismo na Lei n. 6.385/1976.

Portanto, a disciplina da companhia aberta contida na Lei n. 6.385//2976 deixou de ser propriamente da *companhia aberta*, para ser a disciplina do *emissor* de valores

³⁶² Cf. artigo 2º da Lei n. 6.385/1976. Sobre a migração de modelo mais semelhante ao europeu para modelo parecido com o norte-americano, que adota conceito mais amplo de valores mobiliários, ver CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 534; YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 83 et seq.; EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 25 et seq. Na mesma linha, as atividades sujeitas à disciplina da Lei n. 6.385/1976 passaram a incluir a negociação e intermediação no mercado de derivativos e a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de mercadorias e futuros (artigo 1º, incisos III e V).

³⁶³ Por exemplo: a Medida Provisória n. 1.637/1998 determinou que constituíam valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei n. 6.385/1976, “quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”. Esse ato já previa a aplicação a esses emissores, seus administradores e controladores, da disciplina conferida às companhias abertas pela Lei n. 6.385/1976, bem como outras disposições posteriormente encampadas pela Lei n. 10.303/2001. Essa Medida Provisória foi seguidamente reeditada nos anos de 1998 a 2001, até que a Medida Provisória n. 2.110-40/2001 foi convertida na Lei n. 10.198/2001. Para um relato detalhado sobre o tema, ver EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 54-58.

³⁶⁴ Para referência, dispõe o §2º do artigo 2º da Lei n. 6.385/1976: “§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.”

³⁶⁵ Outras alterações promovidas pela Lei n. 10.303/2001 incluíram a explicitação do objetivo de prevenir o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários, como uma das finalidades do regime de proteção dos titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado (artigo 4º, inciso IV, (c)). Além disso, foi incluída a disciplina dos crimes contra o mercado de capitais, assim considerados os crimes de manipulação de mercado (artigo 27-C), uso indevido de informação privilegiada (artigo 27-D) e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função no mercado de valores mobiliários (artigo 27-E).

mobiliários³⁶⁶. Em alguns pontos, a lei foi alterada para prever a incidência de normas individuais da disciplina das companhias abertas para demais emissores de valores mobiliários³⁶⁷. Ainda assim, em diversos outros pontos, essa ampliação parece se fundamentar exclusivamente na referida regra geral, que não especifica quais normas seriam aplicáveis a todos os emissores³⁶⁸. Parece-nos que essa ampliação foi feita de forma pouco cuidadosa, pois compromete a sistematicidade e pode gerar dificuldade de compreensão do diploma, o que, contudo, pode ser contornado em sede regulamentar.

Outra consequência que se pode extrair dessa ampliação é a considerável perda de instrumentalidade da definição legal de companhia aberta no âmbito da Lei n. 6.385/1976. Se originalmente, tanto nessa lei quanto na Lei n. 6.404/1976, essa definição foi formulada para delimitar o universo de destinatários da disciplina especial da companhia aberta, atualmente essa função instrumental resta parcialmente comprometida no âmbito da Lei n. 6.385/1976. Esse quadro pode dar margem a dificuldades de interpretação do diploma, motivo pelo qual merece consideração. Por outro lado, diferentemente do engessamento que essa definição legal parece produzir no âmbito da lei societária – de que trataremos no Capítulo 2 da Parte II –, ela não parece ter efeito semelhante no âmbito da Lei n. 6.385/1976. Melhor dizendo, em decorrência da distinta sistemática desse diploma, a definição legal de companhia aberta não impediu que fossem introduzidas reformas que alterassem grandemente suas feições – pelo contrário, continua em vigor, inalterada em seus termos, mas com diferentes funções.

Diversos dispositivos da Lei n. 10.303/2001 que tratavam das competências da CVM foram vetados sob o fundamento de que a criação, estruturação e definição de atribuições de órgãos

³⁶⁶ Na mesma linha, Yazbek observa que, com o alargamento do rol de valores mobiliários e, conseqüentemente, da competência da autarquia, “a CVM foi se distanciando do antigo estereótipo de uma ‘reguladora de companhias abertas’ e passou, cada vez mais, a ser uma verdadeira ‘reguladora de mercado’.” (cf. YAZBEK, Otavio. Introdução. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 21-22) Ainda sobre o tema: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura. COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 83-86.

³⁶⁷ Por exemplo: o dispositivo da lei que confiava à CVM poderes para examinar registros contábeis, livros ou documentos das *companhias abertas* passou a abranger também as “*demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum*”. (cf. artigo 9º, inciso I, (b), com redação dada pelas Leis n. 10.198/2001 e 10.303/2001)

³⁶⁸ Quanto à aplicação do §2º do artigo 2º da lei, comenta-se que “[t]al extensão, contudo, não será automática, e deve ser adequada a cada emissor, assim como seus controladores e administradores, com base nas regras específicas expedidas pela CVM, sua motivação e objetivos”. (cf. CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura. COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 87)

e entidades da administração pública eram, à época da propositura do projeto, matérias de iniciativa reservada ao Presidente da República, e tornaram-se questões reservadas a decreto, por força de emenda constitucional. Esses dispositivos foram então transferidos para o Decreto n. 3.995/2001³⁶⁹.

Notadamente, o Decreto n. 3.995/2001 conferiu nova redação ao artigo 22 da Lei n. 6.385/1976, exceto com relação à definição legal de companhia aberta do *caput*, que foi mantida inalterada³⁷⁰. E ainda, acrescentou o artigo 21-A, que autoriza a CVM a expedir normas sobre a natureza e a periodicidade das informações mínimas a serem prestadas por quaisquer pessoas que tenham acesso a informações relevantes não divulgadas³⁷¹.

Ainda na mesma data, foi editada a Medida Provisória n. 8/2001, posteriormente convertida na Lei n. 10.411/2002. De acordo com a Exposição de Motivos subscrita pelo então Ministro da Fazenda, Pedro Malan, essa medida foi proposta para repor preceitos relacionados às atribuições da CVM do projeto que dera origem à Lei n. 10.303/2001, em decorrência dos vetos que sofreu ao ser sancionada, notadamente com relação “à *inadiável necessidade de modernizar o órgão regulador do mercado de capitais, como medida de incentivo ao desenvolvimento da economia nacional*”, cujo adiamento poderia “*ocasionar graves prejuízos à economia nacional pela redução do aporte de recursos para as empresas nacionais, provocada pelas incertezas decorrentes dos referidos vetos*”³⁷².

³⁶⁹ Sobre o ineditismo do Decreto n. 3.995/2001 e a inconstitucionalidade de alguns de seus dispositivos, ver CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 528 et seq.; LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 153-155.

³⁷⁰ Principalmente, foi alterado o inciso V do §1º do artigo 22, que garantia à CVM competência para expedir normas sobre informações que devessem ser prestadas por administradores e acionistas controladores de companhia aberta, relativas à compra, permuta ou venda de *ações* emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras, incluindo-se nesse rol os membros do conselho fiscal e os acionistas minoritários, e expandindo o seu escopo para os *valores mobiliários* emitidos pela companhia. Além disso, o §2º foi alterado para prever que as normas expedidas pela CVM sobre temas de demonstrações financeiras, contabilidade e auditoria aplicam-se às instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo BACEN no que não forem conflitantes com as normas por ele baixadas.

³⁷¹ Sobre a constitucionalidade do dispositivo, ver: PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 479-480. Explica o autor que a ampliação do espectro regulatório da CVM que decorre do artigo 21-A fundamentou-se na necessidade de incrementar o regime informacional das companhias abertas, permitindo que a CVM exija informações de terceiros (que não os acionistas controladores e administradores como, por exemplo, membros do conselho fiscal e acionistas em geral).

³⁷² Cf. Exposição de Motivos MF 00214, de 31 de outubro de 2001. Como resultado, a CVM passou a organizar-se como entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária (cf. artigo 5 da Lei n. 6.385/1976). Dentre outras medidas relacionadas à organização da CVM, deixou de ficar sujeita ao CMN sua competência

3.3.4 Alterações posteriores

A Lei n. 11.638/2007 introduziu interessante novidade no tocante à disciplina conferida às companhias abertas pela Lei n. 6.385/1976. Esse diploma tratou da questão das *categorias* de companhia aberta – que, como vimos, foi introduzida na lei societária por ocasião da reforma de 2001 (vide item 3.2.3) – mas foi além ao incorporá-la à Lei n. 6.385/1976³⁷³. Isso porque autorizou a CVM a especificar as normas sobre determinadas matérias do rol do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976 conforme categorias de companhia aberta e demais emissores de valores mobiliários, em função de seu *porte* e das *espécies* e *classes* dos valores mobiliários por eles emitidos e negociados no mercado³⁷⁴. As matérias de que trata são aquelas dos incisos I, II e IV do §1º do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976, quais sejam: a natureza das informações que as companhias abertas devem divulgar e a periodicidade da divulgação, o relatório da administração e as demonstrações financeiras, e os padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes.

Ou seja, além das categorias previamente estabelecidas pela lei societária, que adotou como critério de distinção as espécies (e classes) de valores mobiliários de emissão da companhia aberta, a Lei n. 11.638/2007 permitiu que a CVM, ao regulamentar essas matérias específicas, ampliasse as categorias para abranger outros emissores e adotasse o porte como critério de distinção. É curioso, contudo, que isso tenha sido feito fora do escopo da Lei n. 6.385/1976. Em outras palavras, como essa autorização não foi inserida na Lei n.

para expedir normas sobre as matérias do inciso I do artigo 18 da Lei n. 6.385/1976, inclusive sobre “*requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários*”. Essa não foi a única alteração de dispositivos da Lei n. 6.385/1976 que limitavam ou condicionavam o poder regulamentar da CVM. Sobre o tema, ver TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 306-307. Entretanto, como observa Trindade: “*Nada obstante tais medidas e as demais adotadas pela reforma de 2001, é forçoso reconhecer que o CMN continua no vértice da pirâmide de organização do mercado, conservando também quanto ao mercado de valores mobiliários a incumbência de ditar a política e definir as regras gerais de atuação, como ocorre no mercado financeiro e de capitais. Basta ver que não foram alteradas as atribuições do CMN, estabelecidas no art. 3º: (...) De sorte que, sem prejuízo das importantes medidas de fortalecimento institucional da CVM procedidas pela reforma, dotando-a (ao menos teoricamente) de maior capacidade financeira e de mais agilidade para exercer suas funções, parece claro que o legislador quis conservar a harmonia do sistema como um todo, dada a evidente interconexão das medidas adotadas nos diversos mercados, e a possibilidade efetiva de atuações em um dos mercados refletirem-se nos demais.*” (cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 307)

³⁷³ Adicionalmente, a Lei n. 11.638/2007 acrescentou o artigo 10-A à Lei n. 6.385/1976, passando a autorizar a CVM, o BACEN e demais órgãos e agências reguladoras a celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria e ainda, a adotar os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas.

³⁷⁴ Cf. artigo 4º da Lei n. 11.638/2007.

6.385/1976, e sim no corpo de outro ato normativo, tem menos visibilidade e por isso pode acabar por prejudicar a compreensão global da matéria.

Outras alterações à Lei n. 6.385/1976 foram posteriormente introduzidas, com repercussão maior para a disciplina do mercado do que propriamente das companhias abertas. Destaca-se a reforma promovida pela Lei n. 13.506/2017, que incorporou propostas da Medida Provisória n. 784/2017, e assim reformou o processo administrativo sancionador na esfera da CVM³⁷⁵. Essa lei também intensificou as penalidades que a CVM pode aplicar aos participantes do mercado de valores mobiliárias – inclusive às companhias abertas, seus acionistas e administradores³⁷⁶.

3.4 As companhias e o mercado de capitais brasileiros (após 1976)

Não obstante os esforços empreendidos para promover o desenvolvimento do mercado de capitais até 1976, brevemente narrados no item 2.1, passaram-se décadas até que finalmente se verificasse um crescimento efetivo, e ainda assim em termos relativos. Ou seja, a reforma legislativa de 1976 não foi suficiente para o imediato atingimento dos objetivos da época, de promover o desenvolvimento do mercado primário de ações e permitir o avanço da grande empresa nacional de capital privado³⁷⁷. Isso se deve sobretudo às circunstâncias econômicas.

No Brasil, a década de 1980 e o início da década de 1990 foram marcados por conturbações

³⁷⁵ Os objetivos do projeto da Medida Provisória n. 784/2017 foram explicitados na Exposição de Motivos EMI nº 00008/2017 BACEN MF, de 10 de março de 2017, que diz: “Apesar dos inegáveis avanços introduzidos pela Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, o fato é que, passados quase vinte anos daquelas alterações, e considerando a rápida e dinâmica evolução do mercado e de seus participantes, impõe-se conferir à CVM a possibilidade de aplicação de sanções ainda mais efetivas, do ponto de vista prático, e mais severas, em termos pecuniários. (...)”

³⁷⁶ A proposta apoiou-se na percepção de que a CVM “[necessitava] urgentemente de instrumentos mais apropriados, tais como a aplicação de penalidades mais adequadas e um procedimento administrativo mais célere, para frear ações nocivas ao mercado por ela regulado”. Prossegue a exposição de motivos: “22. Os ilícitos perpetrados no âmbito do mercado de valores mobiliários têm o condão de afetar não só o conjunto de investidores, mas também, e principalmente, o mercado como um todo, aniquilando a confiança e a lisura de suas relações tão caras ao desenvolvimento desse instrumento essencial para o crescimento econômico do País. 23. A eficiência de todo o mercado depende de um sistema adequado para assegurar o cumprimento das normas que o regem e reprimir, em tempo hábil e de maneira eficaz, as condutas ilícitas detectadas, as quais causam impactos capazes de afetar a credibilidade e a harmonia do próprio mercado e, em última análise, da economia do País. Impactos dessa natureza acarretam óbvios e inegáveis prejuízos ao Brasil, razão pela qual precisam, notadamente no atual contexto de crise, ser urgentemente mitigados, inclusive para a retomada do crescimento.” (cf. EMI nº 00008/2017 BACEN MF, de 10 de março de 2017)

³⁷⁷ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 57-58; YAZBEK, Otavio. Introdução. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 20.

no cenário político e, na economia, por elevada inflação. No âmbito do mercado de capitais, os anos 1980 foram ainda marcados por novas crises³⁷⁸. Não obstante, o número de companhias abertas – que crescera no início da década de 1970, de 200 companhias listadas na Bovespa em 1970 para 387 em 1976 – continuou crescendo ao longo da década, e atingiu o marco de 592 companhias listadas na Bovespa em 1989³⁷⁹.

Posteriormente, com as eleições de 1994 e a implementação do Plano Real, o Brasil conquistou maior estabilização democrática e econômica. Houve a intensificação da abertura comercial e financeira do país, bem como do plano nacional de desestatização.

Esses e outros fatores, como a melhora do quadro macroeconômico, contribuíram para estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e para torná-lo mais atraente aos investidores internacionais³⁸⁰. Houve aumento do valor e do volume de negociações de valores mobiliários nesse período³⁸¹.

Contudo, esse crescimento se concentrou em um grupo restrito de companhias com maior liquidez. Em paralelo, houve redução do número de companhias abertas – de 592

³⁷⁸ Sobre a crise que atingiu o mercado de ações no final dos anos 1980, ver BOVESPA. *A bolsa dos brasileiros: uma breve história da Bovespa e do mercado de capitais*. Bovespa: São Paulo, 2005, p. 39; MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 5.

³⁷⁹ Cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 30. Contudo, não era a Bovespa a única bolsa de valores do país. Nesse ponto, o estudo ressalva que “[o] número de empresas listadas na BOVESPA difere do número total de empresas listadas no país por valores bastante reduzidos”.

³⁸⁰ Sobre o desenvolvimento do mercado nesse período e o impacto das privatizações, ver CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “A privatização e o mercado de capitais”. In: *Direito societário & mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 169 et seq.

³⁸¹ Nos anos 1980, registrou-se uma média de 8% de volume de capitalização da bolsa de valores como proporção do PIB. Esse percentual atingiu 33.5% em 1994, com média de 26.3% entre 1993 e 1998. Já o volume transacionado como proporção do PIB registrou média de 2.7% entre 1980 e 1989, e cresceu para uma média de 16.7% entre 1993 e 1998. Além disso, a média do volume de emissões de ações registrado no período de 1980 a 1989 foi de US\$ 564.7 milhões por ano, e aumentou para uma média de US\$ 1.89 bilhões por ano no período de 1993 a 1998. Já a média do volume de emissões de debêntures registrado no período de 1980 a 1989 foi de US\$ 979 milhões por ano, e aumentou para uma média de US\$ 6.4 bilhões por ano no período de 1993 a 1998. (cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 25) Essa expansão deve-se em parte à liberação e consequente aumento da entrada de recursos estrangeiros. A entrada líquida de capitais partiu de US\$ 386 milhões em 1991 para uma média de US\$ 3.3 bilhões por ano entre 1993 e 1996, depois esse saldo tornou-se negativo como reflexo da ameaça de crise cambial em 1998, com recuperação no ano seguinte, mas em patamar ainda bastante inferior à média anterior à crise cambial de 1998/1999. (cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 24) Ainda sobre o tema: MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). *Direito e economia: 30 anos de Brasil*. Tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 211 et seq.

companhias listadas na Bovespa em 1989 para 487 em 1999³⁸². Foram poucas as companhias que ingressaram no mercado nesse período, tendo apenas oito companhias promovido abertura de capital na Bovespa entre 1995 e 2000³⁸³. Fatores como esses nos levam a concluir que o desenvolvimento do mercado nesse período foi apenas relativo – ou, *não sustentável*, como diagnosticado por especialistas à época³⁸⁴.

Além disso, grandes companhias brasileiras optaram por captar recursos no exterior, o que

³⁸² Cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000. p. 31. Diz o estudo que “[a] tendência à queda no número de empresas não se restringe apenas às listadas em bolsa, mas a todo segmento de empresas abertas (incluindo também empresas que emitem apenas títulos de dívida)”. O estudo inclui tabela com o número de “empresas com registro na CVM” entre 1980 e 1998, e, sobre esses dados, comenta: “Vemos um total de 1075 empresas para o período de 1980-84, que declina para 850 no período de 1990-1995. No quinquênio seguinte esta tendência reverte-se, chegando a 1047 empresas em 1998. No entanto, a reversão observada entre 1995 e 1998 é ilusória. Muitas das empresas criadas no período eram empresas estatais e consórcios ligados à privatização, empresas que abriram para a emissão de ADRs, empresas de securitização e leasing, e empresas que não fizeram emissão superior a R\$ 1 milhão. A Tabela 11 refaz o cômputo do número de empresas de capital aberto descontando as empresas acima referidas, indicando que o número de empresas abertas do setor produtivo de fato reduziu-se em 34 no período entre 1995 e 1998. Portanto, o aumento do número de empresas abertas registrado no período em questão (Tabela 9) é apenas aparente. Entre 1998 e 1999 o número de empresas com registro na CVM caiu de 1047 para 1029.” Cantidiano citou também os seguintes dados, extraídos de exposição feita pelo então Presidente da CVM, para ilustrar a “inexpressiva contribuição do mercado acionário: (1) o n. de companhias abertas existentes no país decresceu de 1047 (no ano de 1998) para 1027 (no ano de 1999) e para 996 (no ano de 2000); (2) a redução do n. de companhias listadas em bolsa, de 527 (no ano de 1998), para 478 (no ano de 1999) e 450 (no ano de 2000); (3) nos últimos 3 anos apenas 3 (três) companhias obtiveram o registro de companhia mediante a distribuição pública de ações, representando, dita colocação de ações, em cada ano, menos de 3% do PIB; (4) o volume diário de negociação de ações na BOVESPA, nos últimos 3 anos, decresceu para US\$ 569 milhões (no ano de 1998), US\$ 347,6 milhões (no ano de 1999) e US\$ 336 milhões (no ano de 2000) e (5) foram realizadas, por companhias que já eram abertas, 20 emissões públicas de ações (no ano de 1998), 10 emissões (no ano de 1999) e 6 emissões (no ano de 2000).” (cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “O desenvolvimento do mercado de capitais”. In: *Revista de Direito Empresarial IBMEC*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003, p. 1)

³⁸³ Cf. SANTANA, Maria Helena. O novo mercado. In: *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. The World Bank Group, 2008. p. 9. Disponível em: <http://www.b3.com.br/>. Acesso em: 08 nov. 2019.

³⁸⁴ Cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 6; 30-31. Conclui o estudo (p. 47): “O mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado acionário, passou por uma fase de aparente florescimento nos anos 90. Neste período observamos grande aumento da capitalização bursátil, volume transacionado e emissões primárias. Este crescimento é fortemente influenciado pela entrada expressiva de capitais estrangeiros. No entanto, ao final da década, a queda do volume transacionado e emissões primárias mostra que o florescimento mencionado era um tanto ilusório (não sustentável), pois paradoxalmente o número de empresas abertas já vinha se reduzindo desde o início da década. Entre os desestímulos à abertura de capital listamos 1) os altos custos de abertura e os custos de manutenção que oneram as companhias abertas; e 2) a alta concentração de mercado, que indica que apenas parcela pequena das empresas se beneficiaram do período de expansão. Partes dos custos referidos são inevitáveis, mas alguns poderiam ser reduzidos (por exemplo, eliminando a necessidade de publicar balanços no Diário Oficial). Quanto à concentração dos benefícios, alguns elementos indicam o baixo nível de proteção do qual gozam acionistas minoritários e credores no Brasil é uma possível explicação.” Apontava-se para a antiga política de incentivos fiscais como uma das causas desse quadro: “Parece-nos que o grande entrave ao crescimento sustentado do mercado de valores mobiliários é decorrente daquela postura equivocada do governo de, através de artifícios (como foram o incentivo fiscal e a aplicação compulsória, por certos investidores, em papéis de emissão de companhias qualificadas para receber tais recursos), pretender implantar um mercado acionário no país; (...)” (cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “A privatização e o mercado de capitais”. In: *Direito societário & mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 174)

também contribuiu para o enfraquecimento do mercado doméstico³⁸⁵. Um dos principais motivos apontados para tanto foi a estrutura tributária brasileira, percebida como obstáculo ao desenvolvimento do mercado de capitais, pois não apenas não incentivava operações com renda variável, mas as onerava com a CPMF³⁸⁶.

Ganharam espaço no período discussões sobre os impactos para o desenvolvimento do mercado de capitais da *governança corporativa*, compreendida de modo geral como sinônimo do regime de proteção dos interesses dos investidores³⁸⁷. No ano 2000, dizia-se, por exemplo, que os maiores problemas do mercado de capitais brasileiro eram “*a oferta insuficiente de papéis de qualidade, - de empresas boas e/ou com perspectivas de crescimento -, e a falta de uma cultura de governança empresarial*”³⁸⁸. Diante desse cenário, dizia o Deputado Antonio Kandir que o mercado acionário brasileiro, em 2001, era uma

³⁸⁵ Cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al.*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000. p. 7-11; SANTANA, Maria Helena. O novo mercado. In: *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. The World Bank Group, 2008. p. 8-9. Disponível em: <http://www.b3.com.br/>. Acesso em: 08 nov. 2019. O segundo estudo mostra que o volume negociado por meio de programas de ADR por 28 (vinte e oito) companhias brasileiras no mercado norte-americano, em 2000, representava um terço do volume negociado na bolsa brasileira.

³⁸⁶ Cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al.*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 5; BOVESPA. *A bolsa dos brasileiros: uma breve história da Bovespa e do mercado de capitais*. Bovespa: São Paulo, 2005, p. 41.

³⁸⁷ Cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al.*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 48. A doutrina internacional sobre o assunto influenciou os debates no Brasil sobre o tema. Por exemplo: para embasar a afirmação de que o nível de proteção legal dos investidores é fator decisivo para o desenvolvimento do mercado enquanto fonte de captação de recursos para as empresas, o Deputado Antonio Kandir apontou, dentre outros, para o estudo antes citado sobre a importância da proteção dos investidores e da governança corporativa de La Porta e outros, de 1999. (cf. KANDIR, Antonio. A nova CVM e a modernização da Lei das S.A. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 3) O Brasil fora o último colocado em pesquisa conduzida por renomados especialistas sobre os benefícios privados associados ao poder de controle, que partiu da análise de operações de alienação de controle realizadas entre 1990 e 2000. Foram analisadas 393 operações de 39 diferentes países, o que levou a uma estimativa de valor médio do controle de 14%. No Brasil, o resultado foi de 65%, levando os autores a concluir que “[p]rivate benefits of control in Brazil are extremely high”. O estudo associava esse fator a mercados de capitais menos desenvolvidos e a elevada concentração acionária. (cf. DYCK, Alexander. ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. In: *Journal of Finance*, Vol. LIX, n. 2. 2004, p. 537-600)

³⁸⁸ Cf. MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al.*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 10: “Baseado nas evidências mencionadas, concluímos que o principal instrumento de promoção do mercado de capitais deverá ser a governança corporativa que, de um lado, é, entre outras coisas, quem dará a segurança necessária ao investidor e, de outro, valorizará as empresas que, assim, poderão ter um custo de captação menor. Este processo possibilitará que o benefício da abertura de capital se estenda sobre um número maior de empresas pois, tanto do lado dos investidores quanto do lado das empresas alguns bons casos de sucesso vão projetar e atrair outros. Portanto, a principal barreira a ser superada é a criação de alguns casos de sucesso.” Também nesse sentido: “Avançar em áreas como CPMF, tributos e juros é muito importante para impulsionar o mercado de capitais brasileiro. Mas os efeitos desses avanços ainda serão limitados. É preciso diminuir o grau de incerteza e de desconfiança que ainda predomina na relação entre nossas companhias e nossos investidores. Deve-se incentivar a confiança mútua por meio de regras claras de supervisão e controle das empresas. Em uma palavra: é urgente elevar a qualidade da governança corporativa no País.” (cf. KANDIR, Antonio. A reforma da lei das S.A. e o desenvolvimento (2001). In: WALD, Arnoldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 44)

pálida sombra do que poderia ser, especialmente em função da falta de transparência e a ausência de instrumentos adequados de supervisão da gestão das companhias³⁸⁹.

Mais uma vez, as atenções voltaram-se para o regime legal. Os clamores por nova reforma intensificaram-se com a reforma de 1997, à vista de suas motivações circunstanciais³⁹⁰. Veio então a reforma de 2001, com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais, para tanto garantindo instrumentos mais efetivos de proteção dos investidores³⁹¹. Apesar disso, reclamavam alguns que essa reforma ficou “*distante das demandas do mercado*”³⁹². Por outros, foi criticada face ao temor de que desincentivaria o acesso das companhias ao mercado³⁹³.

³⁸⁹ Cf. KANDIR, Antonio. A reforma da lei das S.A. e o desenvolvimento (2001). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 46.

³⁹⁰ “As críticas à reforma de 1997, o aumento do número de conflitos entre controladores e não controladores, decorrentes de operações de fechamento de capital e de alienação do controle, levaram ao aumento dos debates e estudos sobre a necessidade de uma ampla modificação da lei societária. O objetivo era oferecer proteção adequada aos acionistas minoritários e, com isso, criar uma infraestrutura legal que propiciasse o desenvolvimento do mercado primário de ações.” (cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 64). Ainda sobre o tema, MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre et al). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 50; YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 115.

³⁹¹ “A realidade brasileira tem nos fornecido a antítese de tudo isso. Nos últimos anos, menos de 10% dos investimentos realizados por companhias abertas no Brasil foram feitos com recursos tomados nos mercados de valores. Minam-se, com isso, fontes de financiamento ao crescimento econômico e à inovação tecnológica. Em consequência, o grau de vulnerabilidade da nossa economia eleva-se – o que é ainda pior na atual safra de créditos escassos. Para mudar o cenário buscamos, por meio da nova lei, diminuir o grau de incerteza e de desconfiança que tem predominado na relação entre nossas empresas e seus acionistas. A melhor forma de fortalecer o mercado de capitais é dar proteção efetiva aos investidores, em especial aos minoritários.” (cf. KANDIR, Antonio. *Lei das S.A., uma conquista a comemorar*. Folha de São Paulo. 21 de setembro de 2001. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniao/fz2109200110.htm>. Acesso em: 31 jul. 2019); No mesmo sentido: KANDIR, Antonio. A nova CVM e a modernização da Lei das S.A. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 3-9; PARENTE, Norma. “Principais inovações introduzidas pela Lei n.10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações”. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 11-49; WALD, Arnaldo. “A reforma da lei das sociedades anônimas: os direitos dos minoritários na nova Lei das S.A.” In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 225-226; KAPAZ, Emerson. Lei das S.A.: uma contribuição decisiva. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 1-2.

³⁹² Cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Aspectos regulatórios do mercado de capitais. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 219. Também para Kapaz, o projeto aprovado pelo Congresso Nacional ficou “*aqueém do que o mercado de capitais merecia*”. (cf. KAPAZ, Emerson. Lei das S.A.: uma contribuição decisiva. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 2) No mesmo sentido: MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 65.

³⁹³ Dizia Lobo, em comentário ao substitutivo que deu origem à Lei 10.303/2001: “*Não se nega que proteger minorias é muito importante. Essa é, aliás, uma das maiores preocupações da Lei 6.404/76 que consagra ao*

Em 2000, houve a integração das bolsas de valores, com a concentração das atividades de negociação na Bovespa (atualmente denominada B3). Ao final do mesmo ano, a B3 lançou segmentos especiais de listagem – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado – que impõem padrões de governança mais rígidos, de adesão voluntária³⁹⁴. Trata-se de resposta de natureza privada – ou melhor, de autorregulação – para certas deficiências percebidas no regime de proteção da lei, que, para alguns, aliviou a imprescindibilidade de nova reforma³⁹⁵.

Em julho de 2002, o diagnóstico de Cantidiano, então Presidente da CVM, era de que o mercado de capitais estava em situação bastante crítica: “*o mercado primário inexistia e o volume de operações no mercado secundário havia sofrido expressiva redução*”³⁹⁶. Falava-se então no fortalecimento do mercado secundário com vistas a desenvolver o mercado primário³⁹⁷.

Contudo, no decorrer da primeira década do século XXI, o Brasil experimentou nova onda de desenvolvimento e otimismo quanto aos rumos do mercado³⁹⁸. Ilustra esse cenário o fato de que as primeiras adesões ao Novo Mercado ocorreram apenas em 2002, mas tiveram aumento considerável entre 2003 e 2010, de modo que, em janeiro de 2010, havia 106

tema inúmeros dispositivos. Acontece que o substitutivo em exame, com o objetivo de proteger minorias, propõe inovações que já estão provocando uma verdadeira corrida das companhias abertas e seus controladores, para comprar suas ações em circulação no mercado antes que a nova lei entre em vigor. Seguramente, diante de alguns dispositivos do substitutivo, muitas companhias preferirão ficar fora do mercado, pelo que os efeitos futuros do substitutivo, se transformado em lei, serão ainda mais danosos. Estamos, portanto, diante de um triste prodígio: procura-se desenvolver um mercado, que sofre de falta de liquidez, induzindo a retirada de mercadorias da circulação nesse mercado.” (cf. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A alteração da lei de sociedades anônimas ora em discussão no Congresso Nacional (2000). In: WALD, Arnoldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 49-50) Nesse ponto, o autor cita inclusive que, no ano de 1999, oitenta e três companhias requereram o cancelamento de seus registros de companhia aberta.

³⁹⁴ Cf. SANTANA, Maria Helena. O novo mercado. In: *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. The World Bank Group, 2008. Disponível em: <http://www.b3.com.br/>. Acesso em: 08 nov. 2019.

³⁹⁵ Esse *dualismo regulatório*, para utilizar o termo cunhado por Hansman, Gilson e Pargendler, “*can provide an attractive compromise from the elites’ standpoint, since it avoids the costs of blocking all reform, dilutes the costs of sweeping legal changes, and reduces the political pressure for more comprehensive reform*”. (cf. GILSON, Ronald J. HANSMANN, Henry. PARGENDLER, Mariana. *Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the US, and the EU*. p. 5) Ainda sobre o tema: MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000, p. 12; MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 66.

³⁹⁶ Cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Aspectos regulatórios do mercado de capitais. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro / São Paulo: Contra Capa Livraria / ANBID, 2007, p. 218-219. Apontava ainda Cantidiano que, em 2000 e 2001, houve apenas duas aberturas de capital efetivas.

³⁹⁷ Cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Aspectos regulatórios do mercado de capitais. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro / São Paulo: Contra Capa Livraria / ANBID, 2007. p. 219.

³⁹⁸ Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 17 et seq.

companhias listadas no Novo Mercado³⁹⁹.

Mesmo depois disso, as deficiências do mercado de capitais brasileiro como fonte de financiamento de longo prazo continuaram merecendo destaque⁴⁰⁰ e motivando propostas legislativas, como aquela que resultou na Lei n. 12.431/2011 (vide item 3.2.4). De acordo com a Exposição de Motivos da Medida Provisória n. 517/2010, então convertida em lei, o mercado de capitais apresentava captação primária “*não tão expressiva*” – em torno de 2,5% a 3% do PIB – e o mercado de títulos de dívida era “*eminentemente concentrado em operações de curto e médio prazo e indexadas a índices de juros de curtíssimo prazo*”⁴⁰¹.

Sobrevieram a crise de 2008 e seguidos anos de recessão no Brasil. Diante da restrição das fontes de financiamento bancário e do BNDES, ganhou crescente relevo a escassez de fontes privadas de financiamento a longo prazo. Estudos mostram que a captação via mercado de capitais vem preenchendo parte do espaço deixado pela redução dessas outras fontes de financiamento, com destaque para a expansão da emissão de títulos de renda fixa corporativa⁴⁰².

Para os fins do estudo que será empreendido na Parte II desta dissertação, alguns dados e tendências mais recentes a respeito das companhias abertas merecem destaque, pois

³⁹⁹ Cf. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). *Direito e economia: 30 anos de Brasil*. Tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 225 et seq.

⁴⁰⁰ Em 2007, comentavam Edmar Lisboa Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho: “*O mercado de capitais brasileiro dispõe de ampla infra-estrutura, capaz de sofisticadas operações financeiras, mas, à semelhança dos caranguejos de Frei Vicente, ocupa-se sobretudo do financiamento da dívida pública de curto prazo, aparentemente sem ânimo para desbravar as terras do setor privado e se adentrar pelo sertão do longo prazo.*” (cf. BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Introdução. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro / São Paulo: Contra Capa Livraria / ANBID, 2007, p. 13) A referência é à seguinte citação de História do Brasil (1627), de Frei Vicente do Salvador: “*Da largura que a terra do Brasil tem para o sertão, não trato, porque até agora não houve quem o andasse, pela negligência dos portugueses que, sendo grandes conquistadores de terras, não se aproveitam delas, mas contentam-se de andar arranhando ao longo do mar como caranguejos.*”

⁴⁰¹ Entendia-se por isso urgente a adoção de medidas que incentivassem o desenvolvimento de um mercado de financiamento privado de longo prazo, “*incentivo este que não deve estar focado apenas no barateamento ou no fomento a novas emissões, mas também no desenvolvimento do mercado secundário de negociação de tais títulos*”. Prossegue a Exposição de Motivos “*Pois, tão importante quanto a atratividade do mercado primário em termos de rentabilidade esperada e de segurança nas negociações é a factibilidade de eventual venda dos títulos adquiridos no mercado secundário, ou mesmo a possibilidade de acompanhamento da precificação de tais títulos; o que também requer a concretização de operações de compra e venda no mercado secundário.*” (cf. Exposição de Motivos Interministerial nº 194/2010 - MF -/MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP, de 29 de dezembro de 2010)

⁴⁰² Por exemplo: em 2019, a CVM divulgou estudo que indica que as empresas se financiam majoritariamente com recursos próprios. A principal fonte de financiamento de longo prazo era o BNDES, que, contudo, registra redução de 26,7%, no volume de desembolsos desde 2013. Em contrapartida, a parcela de financiamento via mercado de capitais cresceu recentemente, ultrapassando a parcela de financiamento via BNDES e atingindo o maior nível desde 2005. (cf. CVM. *O mercado de dívida corporativa no Brasil*. 2019. p. 17. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 12 jun. 2019)

oferecem um retrato de reflexos dos institutos normativos que serão analisados a seguir. Essa compilação será organizada em cinco pontos.

Em primeiro lugar, ressalta-se que o número de companhia abertas segue em queda, de 830 companhias abertas com registro ativo perante a CVM em 2001 para 607 companhias abertas com registro ativo em novembro de 2019⁴⁰³.

A maioria das companhias abertas com registro ativo perante a CVM pertence à categoria A, mas esse número caiu de aproximadamente 552 companhias em janeiro de 2010, quando essa classificação em categorias foi inaugurada, para 432 em março de 2018⁴⁰⁴. Não obstante, o número de companhias abertas com registro ativo e ações efetivamente negociadas em bolsa de valores é ainda menor, de apenas 333 companhias em dezembro de 2018⁴⁰⁵. Já a categoria B contava com 146 companhias abertas registradas em janeiro de 2010, segundo a classificação originalmente adotada pela CVM, e até março de 2018 esse número aumentou para 185 companhias registradas⁴⁰⁶.

Do total de companhias registradas na categoria A, diversas optaram por aderir aos segmentos especiais de listagem da B3, estando por isso sujeitas a regimes mais rígidos de governança. Em julho de 2019, havia 139 companhias listadas no Novo Mercado, vinte companhias listadas no Nível 2 e 27 companhias listadas no Nível 1⁴⁰⁷.

Entre 2001 e 2007, houve um aumento no número de registros de companhia aberta deferidos

⁴⁰³ Além disso, em 2001, havia 140 (cento e quarenta) companhias abertas com registro suspenso. Esse número caiu para seis companhias abertas com registro suspenso em novembro de 2019. (cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020)

⁴⁰⁴ CVM. Edital da SRE, de 6 de janeiro de 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 19 ago. 2019; CVM. Apresentação institucional (Instruções CVM n. 567 e 568). Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/acao_informacao/institucional/apresentacoes/anexos/20180308_apresentacao_oficio_circular_SEP_2018.pptx. Acesso em: 17 set. 2019. Trataremos das categorias de registro de companhia aberta no Capítulo 2 da Parte II.

⁴⁰⁵ Cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020. Apenas para fins de comparação, vale notar que o levantamento mantido pela *World Federation of Exchanges* registrou os seguintes números de companhias listadas em 2018: 334 no Brasil; 111 na Bélgica; 3,652 no Japão; 40 em Portugal; 93 na Argentina; 3,584 na China; 465 na Alemanha; 4,397 nos Estados Unidos da América; 2,004 na Austrália; 5,065 na Índia; e um total mundial de 43,342 empresas listadas. O levantamento leva em consideração companhias com ações listadas em bolsa de valores, ao final do ano. (cf. WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *Annual Statistics Guide (2018)*. Disponível em: <https://focus.world-exchanges.org/statistics/articles/annual-statistics-guide-2018>. Acesso em: 02 dez. 2019)

⁴⁰⁶ Cf. CVM. Edital da SRE, de 6 de janeiro de 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 19 ago. 2019; CVM. Apresentação institucional (Instruções CVM n. 567 e 568). Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/acao_informacao/institucional/apresentacoes/anexos/20180308_apresentacao_oficio_circular_SEP_2018.pptx. Acesso em: 17 set. 2019.

⁴⁰⁷ Além disso, havia dezesseis companhias listadas no Bovespa Mais e duas companhias listadas no Bovespa Mais Nível 2. (cf. B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 11 jul. 2019)

pela CVM, de 36 para 85 novos registros de companhia aberta por ano. Desde então, contudo, esse número caiu, de modo que apenas trinta registros foram concedidos no ano de 2018 e 27 registros foram concedidos no ano de 2019⁴⁰⁸. Paralelamente, houve diversos cancelamentos de registro de companhia aberta. O número de registros deferidos nos últimos anos tem sido consideravelmente inferior ao número de registros cancelados: de 2001 a 2019, houve 604 registros concedidos, contra 983 registros cancelados, o que explica a redução do número global de companhias abertas⁴⁰⁹.

Em segundo lugar, é importante destacar que, não obstante a tendência de queda no número total de companhias abertas, o volume de capitalização (*market cap*) vem aumentando. Os dados sobre capitalização das companhias indicam que, depois de uma queda a R\$ 1,9 trilhões em 2015, esse número aumentou para R\$ 4,4 trilhões em novembro de 2019⁴¹⁰ – bastante superior aos R\$ 2,33 trilhões registrados em 2009⁴¹¹. Contudo, esse volume parece

⁴⁰⁸ Cf. CVM. Série histórica: emissores – companhias abertas. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 15 jan. 2020. Além disso, em comparação com outros países, têm sido cada vez menos expressivas, em número e volume, as ofertas públicas iniciais brasileiras: em 2011, houve onze ofertas, no valor total de US\$ 4,3 bilhões, sendo que o total mundial no mesmo ano foi de 1.717 ofertas, no valor total de US\$ 183,1 bilhões; já em 2018, houve apenas três ofertas, no total de US\$ 2,0 bilhões, enquanto o total mundial foi de 1.617 ofertas, no valor total US\$ 211,3 bilhões. Até novembro de 2019, houve cinco ofertas no Brasil, no valor total de US\$ 2,3 bilhões, de um total de 1.155 ofertas, no valor de US\$ 176,3 bilhões. Essa estatística exclui ADR, BDR e GDR de empresas brasileiras no exterior e computados os dados por país no qual se localiza a bolsa de valores em que ocorreu a emissão. (cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020)

⁴⁰⁹ Cf. CVM. Série histórica: emissores – companhias abertas. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 15 jan. 2020.

⁴¹⁰ Cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020. Apenas para fins de comparação, vale notar que o levantamento mantido pela *World Federation of Exchanges* registrou os seguintes volumes de *market cap* em 2018: US\$ 916,824.39 no Brasil; US\$ 321,093.54 na Bélgica; US\$ 5,296,811.10 no Japão; US\$ 61,933.60 em Portugal; US\$ 45,986.05 na Argentina; US\$ 2,365,950.24 na França; US\$ 6,324,879.76 na China; US\$ 1,755,172.79 na Alemanha; US\$ 30,436,313.05 nos Estados Unidos da América; US\$ 1,262,800.27 na Austrália; US\$ 2,083,482.76 na Índia; e um total mundial de US\$ 68,654,086.79. O levantamento leva em consideração a cotação ao final do ano de ações emitidas por empresas com ações listadas em bolsa de valores. (cf. WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. *Annual Statistics Guide (2018)*. Disponível em: <https://focus.world-exchanges.org/statistics/articles/annual-statistics-guide-2018>. Acesso em: 02 dez. 2019)

⁴¹¹ Cf. CVM. Boletim de Mercado, ano I, n. 1, nov. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 10 jul. 2019. Em comparação com o PIB brasileiro, a capitalização de mercado atingiu 91.1% do valor do PIB em 2007, mas caiu para 31.89% do PIB em 2015. Desde então, houve aumento moderado, para 48.2% em 2017 e 46.6% em 2018. (cf. CEIC. Disponível em: <https://www.ceicdata.com/pt/indicador/brazil/market-capitalization--nominal-gdp>. Acesso em: 15 jul. 2019) Os dados do Banco Mundial diferem ligeiramente desses percentuais: de uma máxima de 98% do PIB em 2007, esse percentual teria caído para 27.2% em 2015, e aumentado para 46.5% em 2017 e 49% em 2018. (cf. WORLD BANK. Disponível em: <https://data.worldbank.org/>. Acesso em: 15 jul. 2019) Para fins de comparação, vale notar que o mesmo levantamento aponta os seguintes volumes de *market cap* em diferentes países no ano de 2018: 60.4% na Bélgica; 17.6% na Grécia; 106.6% no Japão; 26% em Portugal; 8.9% na Argentina; 85.2% na França; 46.5% na China; 43.9% na Alemanha; 148.5% nos Estados Unidos da América; 88.2% na Austrália; 76.4% na Índia; e um total mundial de 93%. (cf. WORLD BANK. Disponível em: <https://data.worldbank.org/>. Acesso em: 15 jul. 2019) Ainda sobre o tema: SANTANA, Maria Helena. O

consideravelmente concentrado em um número reduzido de companhias listadas. Em dezembro de 2018, o valor de mercado total das 63 companhias cujas ações integravam o Ibovespa representava R\$ 2,9 trilhões⁴¹².

Em terceiro lugar, é interessante notar que os números de mercado primário relativos a distribuições públicas de debêntures superaram, nos últimos anos, aqueles relativos a distribuições públicas de ações. Em 2009, a CVM registrou volume total de distribuições públicas de ações e BDR de R\$ 44 bilhões e de debêntures de R\$ 19 bilhões⁴¹³. Contudo, essa tendência se inverteu: em 2018, a CVM registrou volume total de distribuições públicas de *equity* de R\$ 11.2 bilhões e de debêntures de R\$ 149.1 bilhões, e, até novembro de 2019, de R\$ 77.7 bilhões de *equity* e R\$ 162.4 bilhões de debêntures⁴¹⁴. O crescimento anual médio, entre 2014 e 2018, da captação por meio de debêntures foi de 17%, enquanto as ofertas públicas iniciais e de *follow-on* de ações registraram retração de 17% e 7%, respectivamente⁴¹⁵. Diversos fatores contribuíram para a realocação de recursos no mercado acionário no ano de 2019, levando a uma redução da participação dos ativos de renda fixa, que, contudo, permanece relevante⁴¹⁶.

Vale notar que, em 2018, foram realizadas 991 ofertas com esforços restritos, no valor total de R\$ 243,6 bilhões, sendo que as ofertas com esforços restritos de ações corresponderam a R\$ 4,4 bilhões e as ofertas com esforços restritos de debêntures e corresponderam a R\$ 146,4 bilhões. Adicionalmente, em 2018 foram realizadas 76 ofertas registradas, no valor total de R\$ 33,5 bilhões, sendo que as ofertas registradas de ações corresponderam a R\$ 6,8 bilhões e as ofertas registradas de debêntures corresponderam a R\$ 2,7 bilhões⁴¹⁷. Além de ilustrar

novo mercado. In: *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. The World Bank Group, 2008. p. 6 et seq. Disponível em: <http://www.b3.com.br/>. Acesso em: 08 nov. 2019.

⁴¹² Cf. B3. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm. Acesso em: 24 abr. 2019.

⁴¹³ Cf. CVM. Boletim de Mercado, ano I, n. 1, nov. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 10 jul. 2019. No tocante às debêntures, essa estatística exclui as distribuições de empresas de arrendamento (*leasing*).

⁴¹⁴ Cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020.

⁴¹⁵ Cf. CVM. O mercado de dívida corporativa no Brasil. 2019, p. 22. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_m_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019.

⁴¹⁶ Cf. ANBIMA, Boletim de Mercado de Capitais, dezembro/2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-registram-aumento-de-59-3-em-2019.htm. Acesso em: 15 jan. 2020.

⁴¹⁷ Cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020. Até novembro de 2019, foram realizadas 964 ofertas com esforços restritos, no valor total de R\$ 309,5 bilhões, sendo que as ofertas com esforços restritos de ações corresponderam a R\$ 42,5 bilhões e as ofertas com esforços restritos de

a tendência supracitada quanto à preponderância do volume de captação por meio de debêntures, esses números evidenciam, ademais, o uso predominante do mecanismo de oferta pública com esforços restritos – o que faz com que hoje se fale em uma *subutilização* das ofertas registradas, direcionadas ao público geral⁴¹⁸.

Com efeito, cumpre notar que boa parte dessas ofertas com esforços restritos de debêntures tem sido realizada não pelas tradicionais companhias abertas, e sim por companhias fechadas, não registradas perante a CVM, como explicaremos no Capítulo 3 da Parte II. De acordo com dados da ANBIMA, a proporção de empresas que promoveram distribuição pública de debêntures nos últimos anos, em termos de participação por número de ofertas, foi a seguinte⁴¹⁹:

- em 2013, 67,9% eram empresas de capital fechado e 32,1% eram de capital aberto;
- em 2014, 74,7% eram empresas de capital fechado e 25,3% eram de capital aberto;
- em 2015, 79,5% eram empresas de capital fechado e 20,5% eram de capital aberto;
- em 2016, 60,9% eram empresas de capital fechado e 39,1% eram de capital aberto;
- em 2017, 60,7% eram empresas de capital fechado e 39,3% eram de capital aberto;
- em 2018, 62,7% eram empresas de capital fechado e 37,3% eram de capital aberto;
- em 2019, 60,1% eram empresas de capital fechado e 39,9% eram de capital aberto.

Ou seja, uma parcela relevante do número de distribuições públicas de debêntures – portanto,

debêntures e corresponderam a R\$ 150,3 bilhões; e ainda, foram realizadas 108 ofertas registradas, no valor total de R\$ 82,4 bilhões, sendo que as ofertas registradas de ações corresponderam a R\$ 35,2 bilhões e as ofertas registradas de debêntures corresponderam a R\$ 12,1 bilhões. De acordo com o boletim, essa estatística global das ofertas leva em consideração: ações, BDR, debêntures, notas promissórias, CRI, CRA, FIDC, FII e FIP, e respectivos fundos de cotas – excluídas as debêntures distribuídas por empresas de arrendamento (*leasing*).

⁴¹⁸ A observação é de estudo sobre o mercado de dívida corporativa publicado pela CVM. (cf. *CVM. O mercado de dívida corporativa no Brasil. 2019. p. 23. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_m_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019).*

⁴¹⁹ O levantamento é feito pela ANBIMA a partir de distinção entre “empresas de capital aberto” e “empresas de capital fechado”. Em termos de volume das ofertas, essa tendência também se confirma, com reversão por pequena margem nos anos de 2016 e 2017: em 2013, 50,8% dos emissores eram empresas de capital fechado e 49,2% eram empresas de capital aberto; em 2014, 53,1% dos emissores eram empresas de capital fechado e 46,9% eram empresas de capital aberto; em 2015, 59,1% dos emissores eram empresas de capital fechado e 40,9% eram empresas de capital aberto; em 2016, 49,7% dos emissores eram empresas de capital fechado e 50,3% eram empresas de capital aberto; em 2017, 42,3% dos emissores eram empresas de capital fechado e 57,7% eram empresas de capital aberto; em 2018, 53,4% dos emissores eram empresas de capital fechado e 46,6% eram empresas de capital aberto; e em 2019, 32,3% eram emissores eram empresas de capital fechado e 67,7% dos emissores eram empresas de capital aberto. (cf. ANBIMA, Boletim de Mercado de Capitais, dezembro/2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-registram-aumento-de-59-3-em-2019.htm. Acesso em: 15 jan. 2019)

do número total de distribuições públicas de valores mobiliários – no mercado brasileiro teve por emissores companhias não registradas como abertas.

Esse cenário se inverte, contudo, no mercado secundário. Note-se que, em 2009, o volume médio diário de negociação de ações foi de R\$ 4,7 bilhões e de debêntures, de R\$ 348 milhões⁴²⁰. Já em 2018, as ações registraram volume médio diário de negociação de R\$ 11 bilhões e as debêntures, de R\$ 1,1 bilhões⁴²¹. E ainda, até novembro de 2019, as ações registraram volume médio diário de negociação de R\$ 14.9 bilhões e as debêntures, de R\$ 0,7 bilhões⁴²². Como veremos no Capítulo 2 da Parte II, essa inversão parece se relacionar com a maior frequência de ofertas com esforços restritos e as restrições a que ficam sujeitos os valores mobiliários assim ofertados no tocante à negociação em mercado secundário.

De todo modo, a dívida privada tem hoje papel relevante no mercado brasileiro, sendo as debêntures o instrumento de dívida preponderante em termos de volume de captação⁴²³. Essa tendência de crescimento do mercado de dívida como fonte de financiamento é verificada não apenas no Brasil. Nos Estados Unidos, as emissões de títulos de dívida representaram volume sete vezes maior do que as emissões de ações no período entre 2009 e 2018⁴²⁴. Na Europa, assim como em outros países, também houve aumento do volume de emissões nos últimos anos⁴²⁵.

Contudo, as captações no mercado brasileiro via instrumentos de dívida são com maior frequência destinadas ao refinanciamento de passivo e ao capital de giro das companhias,

⁴²⁰ Cf. CVM. Boletim de Mercado, ano I, n. 1, nov. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 10 jul. 2019.

⁴²¹ Cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020.

⁴²² Cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020.

⁴²³ Como demonstram estudos da própria CVM, o volume captado por meio de instrumentos de renda fixa (debêntures, notas promissórias, CRA, CRI, letras financeiras e FIDC) representou 84% do volume total captado nos últimos cinco anos, contra apenas 10% com ofertas públicas iniciais e *follow-on* de ações. (cf. CVM. O mercado de dívida corporativa no Brasil. 2019, p. 22-23. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_m_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019) Ainda sobre o crescimento desse mercado, inclusive quanto à captação por meio de *bonds* por companhias brasileiras no exterior, ver CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020.

⁴²⁴ A diferença é de USD\$ 13,5 trilhões para USD\$ 1,8 trilhões em valores nominais. (cf. CVM. O mercado de dívida corporativa no Brasil. 2019, p. 16-17. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_m_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019.

⁴²⁵ Cf. CVM. O mercado de dívida corporativa no Brasil. 2019, p. 16-17. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_m_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019.

muito mais do que a investimentos⁴²⁶, e poucos apresentam prazo acima de dez anos⁴²⁷. Ou seja, a mera expansão do mercado de dívida corporativa não parece suficiente para remediar o diagnóstico de deficiência de fontes de financiamento privado de longo prazo que possam servir de alternativa ao financiamento público dos grandes projetos de investimento. Continua-se a discutir novas medidas voltadas a estimular o crescimento do mercado, várias delas voltadas às empresas de pequeno e médio porte, diante do diagnóstico de que ainda há poucas emissões por empresas com essas características no Brasil⁴²⁸.

⁴²⁶ Cf. ANBIMA; B3. Mercado de capitais: caminho para o desenvolvimento. 2018. p. 5. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/mercado-de-capitais-caminho-para-o-desenvolvimento.htm. Acesso em: 10 jul. 2019. De acordo com dados da ANBIMA, o refinanciamento de passivo foi a principal destinação de recursos captados via emissão de debêntures nos últimos três anos: 34,1% em 2018, 32,6% em 2017 e 33,0% em 2016. Em seguida vem o financiamento de capital de giro: 27,0% em 2018, 44,0% em 2017 e 16,2% em 2016. Outras destinações frequentes nesse período incluíram o investimento em infraestrutura (17,0% em 2018), investimento imobilizado (0,7% em 2018), investimento ou aquisição de participação societária (10,7% em 2018) e a recompra ou resgate de debêntures de emissão anterior (9,2% em 2018), sendo que em alguns casos a destinação não foi informada (1,4% em 2018). Já quanto às emissões primárias de ações, as principais destinações de recursos foram a aquisição de ativos e atividades operacionais: 81,4% em 2018, 39,5% em 2017 e 12,0% em 2016. Em seguida vem a redução do passivo: 14,7% em 2018, 32,6% em 2017 e 20,3% em 2016. Outras destinações menos recorrentes nos últimos três anos incluíram o financiamento do capital de giro (2,3% em 2018), a aquisição de participação acionária (1,7% em 2018) e o investimento em infraestrutura (apenas 2,5% em 2016). (Fonte: ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/captacao-domestica-registra-volume-de-r-7-4-bilhoes-em-janeiro-19.htm. Acesso em: 15 jul. 2019).

⁴²⁷ Fonte: ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/captacao-domestica-registra-volume-de-r-7-4-bilhoes-em-janeiro-19.htm. Acesso em: 15 jul. 2019. Não obstante, tem-se visto recentemente emissões com prazos mais longos. Em comparação com o primeiro semestre de 2018, houve queda das emissões com prazos de até três anos, de 36,4% para 15,8%, e aumento das emissões com prazos quatro a seis anos, de 39,3% para 48%, e com prazos de sete a nove anos, de 11,2% para 23,5%, no primeiro semestre de 2019.

⁴²⁸ É o que diz recente estudo da CVM sobre o mercado de dívida: “Apesar de as ofertas regidas pela ICVM 476 terem sido o meio mais utilizado para captações de menor volume nos últimos sete anos, existe um conjunto de pequenas e médias empresas com necessidade de financiamento entre R\$ 5 milhões e R\$ 100 milhões que ainda acessam pouco ou não conseguem acessar o mercado de capitais por meio de ofertas públicas de dívida, especialmente companhias com potencial de crescimento e inovação, mas que não conseguem aportar garantias.” (cf. CVM. O mercado de dívida corporativa no Brasil. 2019, p. 8. Disponível em:

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_m_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 de abril de 2019). Para contribuir para esse quadro, uma das propostas da agenda da ANBIMA e B3, por exemplo, é a revisão das regras do mercado de acesso para pequenas e médias empresas: “Uma alternativa é a criação de um modelo inspirado em outros mercados que desenvolveram o acesso a pequenas e médias empresas de alto crescimento, como previsto na Diretiva Europeia e presente em diversos países desse continente. Essa proposta consiste em permitir a criação de um ambiente para captação, por meio da emissão de valores mobiliários de dívida e de capital, para empresas de pequeno e médio portes com alto potencial de crescimento, administrado e supervisionado por entidade administradora de mercados organizados, com registro simplificado de emissor e oferta com esforços restritos (dispensada de registro).” (cf. ANBIMA; B3. Mercado de capitais: caminho para o desenvolvimento. 2018, p. 5. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/mercado-de-capitais-caminho-para-o-desenvolvimento.htm. Acesso em: 10 jul. 2019). Outras medidas propostas pelo mesmo estudo incluem: o aprimoramento dos procedimentos de oferta pública, para torná-los mais simples e ágeis; a redução dos custos de observância (incluindo, por exemplo, alterações nas regras sobre registros e publicações); e a autorização para emissão de debêntures por sociedades limitadas. Ainda nesse ponto, o relatório de inflação do BACEN de junho 2018 (vol. 20, n. 2) apontou crescente utilização dos mercados de

Em quarto lugar, vale observar o perfil dos investidores do mercado brasileiro. Esses podem ser divididos em três grandes grupos: investidores individuais, institucionais e estrangeiros.

O mercado brasileiro conta com um universo reduzido de investidores individuais (i.e., pessoas físicas). A falta de cultura quanto a esse tipo de investimento e os traumas do passado são apenas alguns dos fatores a explicar o número reduzido de investidores individuais que, ademais, historicamente tiveram maior viés de curto prazo⁴²⁹. Contudo, esse número vem lentamente aumentando⁴³⁰.

Já os investidores estrangeiros tiveram, historicamente, e continuam tendo, grande relevância no mercado de capitais brasileiro⁴³¹. Nesse sentido, de acordo com dados da ANBIMA, os investidores estrangeiros – majoritariamente norte-americanos – representam a maioria dos subscritores de ofertas de ações no Brasil (em termos de volume), seguidos dos investidores institucionais e, por último, dos investidores individuais⁴³². Contudo, esse

capitais e externo como fonte de financiamento por empresas com maior capacidade financeira. Contudo, para empresas de menor porte, o mesmo estudo acusa falta de alternativas ao financiamento bancário. (Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2018/06/ri201806P.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2018)) O histórico de discussões em torno da disciplina das companhias conforme o seu porte e da promoção do acesso ao mercado por companhias de menor porte será retomado no Capítulo 2 da Parte II.

⁴²⁹ Cf. ANBIMA – Raio X do investidor brasileiro. 2ª edição. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/25/50/2D/8C/0BBB96109FF4F696A9A80AC2/RaioX_investidor_2019.pdf. Acesso em: 11 jul. 2019; ROCHA, Bruno. Limites e oportunidades do mercado de ações no Brasil. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro / São Paulo: Contra Capa Livraria / ANBID, 2007. p. 238.

⁴³⁰ Em abril de 2019, as manchetes noticiavam que o fluxo de aplicação por pessoas físicas na bolsa atingiu o maior nível em pelo menos treze anos, de acordo com levantamento promovido pelo Valor Econômico com base em dados da B3 (série histórica com início em 2006). A reportagem atribui esse resultado à combinação de juros baixos com o *boom* de corretoras e plataformas financeiras que facilitam o acesso do investidor individual ao mercado, e comenta que, em termos de fluxo financeiro, a onda de aplicação por pessoas físicas atingiu nível semelhante apenas quando das diversas aberturas de capital no início de 2008. (Cf. MACHADO, Juliana. Aplicação de pessoa física na bolsa já é a maior em 13 anos. Valor Econômico. 18 de abril de 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/6216685/aplicacao-de-pessoa-fisica-na-bolsa-ja-e-maior-em-13-anos>. Acesso em: 18 abr. 2019). No mesmo mês, foi alcançado o marco inédito de um milhão de investidores pessoas físicas no mercado de renda variável da B3. Ainda assim, esse número representa menos de 0,5% da população brasileira, conforme percentual apurado com base na projeção da população brasileira do IBGE em 16 de julho de 2019, de 210.188.207 pessoas. (cf. IBGE. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/index.html>. Acesso em: 15 jul. 2019).

⁴³¹ Cf. ROCHA, Bruno. Limites e oportunidades do mercado de ações no Brasil. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro / São Paulo: Contra Capa Livraria / ANBID, 2007, p. 240-241.

⁴³² De acordo com dados da ANBIMA, os investidores estrangeiros representaram 58,1%, em 2013, e 63,3%, em 2018, do total de subscritores de ações. Desses, a maioria tinha por país de origem os Estados Unidos: 72,5% em 2013 e 54,2% em 2018. A origem dos demais era assim distribuída, de acordo com a classificação proposta pela ANBIMA: em 2013, 17,1% Europa, 6,0% Ásia, 3,8% América Latina, 0,2% Oceania, 0,0% África e 0,4% demais países; em 2018, 26,4% América Latina, 16,0% Europa, 2,7% Ásia, 0,0% Oceania, 0,0% África e 0,7% demais países. Já os investidores institucionais representaram 31,0%, em 2013, e 31,1%, em 2018, do total de subscritores de ações. Por fim, as pessoas físicas representaram 10,9%, em 2013, e 5,6%, em 2018, do total de subscritores de ações. (cf. Boletim de Mercado de Capitais, ANBIMA (Fevereiro/2019). Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de

quadro também vem mudando⁴³³.

Por fim, os investidores institucionais também têm papel relevante no mercado de capitais brasileiro. Eles representam atualmente a maioria dos subscritores de ofertas de debêntures no Brasil⁴³⁴.

mercado-de-capitais/captacao-domestica-registra-volume-de-r-7-4-bilhoes-em-janeiro-19.htm. Acesso em: 10 de abril de 2019) De acordo com dados da B3, a participação dos investidores estrangeiros, considerando a soma do volume de compra e venda, foi de 43,7% em 2013, 51,2% em 2014, 52,8% em 2015, 52,3% em 2016, 48,4% em 2017 e 48,9% em 2018. (Cf. B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/dados-de-mercado/. Acesso em: 15 jul. 2019).

⁴³³ Em 2018, o saldo de investimento estrangeiro no mercado de capitais brasileiro foi negativo. (cf. CVM. Série histórica – investimento estrangeiro. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/serieshistoricas/investimento_estrangeiro.html. Acesso em: 10 jul. 2019) Em 2019, as manchetes anunciavam número inéditos de saída de investidores da bolsa brasileira (cf. MACHADO, Juliana. HIRATA, Lucas. Estrangeiro já tirou R\$ 19 bi da bolsa. In: Valor Econômico. 20 de agosto de 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/6397335/estrangeiro-ja-tirou-r-19-bi-da-bolsa>. Acesso em: 20 ago. 2019)

⁴³⁴ Nesse sentido, de acordo com dados da ANBIMA, as ofertas de debêntures são subscritas especialmente pelos próprios intermediários e demais participantes ligados à oferta, bem como por fundos de investimento. As parcelas de debêntures subscritas por pessoas físicas, investidores estrangeiros e demais investidores institucionais são consideravelmente menores em comparação. De acordo com os dados da ANBIMA, o perfil de subscritores de debêntures (participação por volume) em 2018 foi o seguinte: 44,8% intermediários e demais participantes ligados à oferta; 40,1% fundos de investimento; 8,9% demais investidores institucionais (pessoas jurídicas, instituições financeiras, previdência, etc.); 3,4% pessoas físicas; e 2,8% investidores estrangeiros. (Fonte: ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/A7/06/8D/47/432EB61077325CB6A9A80AC2/Apresentacao%20Mercado%20de%20Capitais_1S19.pdf. Acesso em: 12 jul. 2019). Vale notar que essa concentração da subscrição de debêntures nos intermediários e demais participantes ligados à oferta é uma característica especialmente das ofertas públicas com esforços restritos de debêntures: em termos de volume, esses representavam 69,0% dos subscritores de ofertas públicas com esforços restritos de debêntures, em 2013, e 45,6% dos subscritores desse tipo de oferta, em 2018. Paralelamente, esses representaram 7,5% das ofertas registradas, em 2013, e 8,1% dos subscritores desse outro tipo de oferta, em 2018. (Fonte: ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/captacao-domestica-registra-volume-de-r-7-4-bilhoes-em-janeiro-19.htm. Acesso em: 15 jul. 2019. E ainda, sobre a concentração da subscrição de debêntures, diz o estudo conduzido pela CVM: “*Há uma alta frequência de ofertas de debêntures e notas promissórias realizadas com esforços restritos (ICVM 476) subscritas exclusivamente por um número reduzido de instituições financeiras e intermediárias, o que sugere o uso do instrumento para concessão de crédito sem esforço de distribuição propriamente dito. (...) Embora seja possível que instituições do consórcio de distribuição tenham subscrito integralmente as ofertas por conta de exercício de garantia firme, existem incentivos à utilização de valores mobiliários para conceder crédito em lugar de empréstimos bancários, tais como a não incidência de IOF sobre operações de crédito, o tratamento da emissão para efeito de cálculo de níveis de liquidez e outros indicadores prudenciais, além da facilidade de repasse dos papéis para terceiros. (...) Para os casos em que as ofertas públicas realmente acobertaram operações de empréstimo pré-definidas, talvez fosse preferível seu enquadramento em operações de colocação privada uma vez que não houve esforço efetivo de colocação.*” (cf. CVM. *O mercado de dívida corporativa no Brasil*. 2019. p. 31-32; 27. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019). Já as ofertas de ações têm tido por subscritores (em termos de volume) uma maioria investidores estrangeiros, majoritariamente norte-americanos, seguidos dos investidores institucionais e, por último, dos investidores pessoas físicas. O levantamento segundo essa classificação tríplice é fornecido pela ANBIMA. De acordo com esse levantamento, os investidores estrangeiros representaram 58,1%, em 2013, e 63,3%, em 2018, do total de subscritores de ações. Desses, a maioria tinha por país de origem os EUA: 72,5% em 2013 e 54,2% em 2018. A origem dos demais era assim distribuída, de acordo com a classificação proposta pela ANBIMA: em 2013,

Em quinto e último lugar, é interessante notar como se organizam esses investidores no âmbito das companhias abertas brasileiras. A análise de dados sobre o tema confirma que ainda predominam os quadros de capital concentrado⁴³⁵. Nesse sentido, os dados da CVM indicam que, em dezembro de 2018, do total de 333 companhias abertas com registro ativo e ações negociadas em bolsa de valores, a maioria – 282 companhias, no total – tinha controlador definido⁴³⁶. E ainda, dessas companhias com controlador definido, a maioria – 227 companhias, no total – tinha controlador nacional privado, enquanto as demais tinham controladores estrangeiro ou estatal – 28 e 27 companhias, respectivamente⁴³⁷.

Portanto, apesar dos momentos de maior euforia observados desde 1976, o mercado de valores mobiliários brasileiro ainda caminha para se consolidar como fonte de financiamento de longo prazo para a atividade empresarial. No tocante às companhias abertas, os novos padrões ilustrados pelos dados compilados acima, justificam a importância de se examinar em maior detalhe as normas que regem o acesso a esse mercado e acabam por determinar as *fronteiras* dessa disciplina. A essa tarefa dedicar-se-á a Parte II desta dissertação.

17,1% Europa, 6,0% Ásia, 3,8% América Latina, 0,2% Oceania, 0,0% África e 0,4% demais países; em 2018, 26,4% América Latina, 16,0% Europa, 2,7% Ásia, 0,0% Oceania, 0,0% África e 0,7% demais países. Já os investidores institucionais representaram 31,0%, em 2013, e 31,1%, em 2018, do total de subscritores de ações. Por fim, as pessoas físicas representaram 10,9%, em 2013, e 5,6%, em 2018, do total de subscritores de ações. Fonte: Boletim de Mercado de Capitais, ANBIMA (Fevereiro/2019). Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/captacao-domestica-registra-volume-de-r-7-4-bilhoes-em-janeiro-19.htm. Acesso em: 10 de abril de 2019.

⁴³⁵ Como comenta Munhoz, a realidade brasileira é historicamente caracterizada por quadros de controle concentrado: *“A estrutura de capital das empresas brasileiras caracterizou-se, desde sua origem, portanto, pela alta concentração. O controle, em regra, é exercido por indivíduos, famílias, ou grupos multinacionais, muitas vezes com relações simbióticas com o poder político e acesso privilegiado ao financiamento estatal. A manutenção desse quadro foi reforçada pela adoção, até a década de 1990, de uma política protecionista, de fechamento financeiro e comercial, visando a atender ao programa de substituição de importações, adotado como política de desenvolvimento do país. Assim, seja pelo fechamento financeiro e comercial, seja pela dificuldade de acesso ao crédito, havia barreiras elevadas ao ingresso de uma estrutura empresarial oligárquica, com ligações íntimas com o poder político e a burocracia estatal.”* (cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Aquisição de controle na sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 394)

⁴³⁶ Cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020. De acordo com o boletim, essa estatística desconsidera as companhias cujas ações são admitidas à negociação, mas nunca foram negociadas, e foi elaborada com base em dados reportados no Formulário de Referência, levando em conta os dados de acionista direto, em primeiro nível.

⁴³⁷ Cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020. De acordo com o boletim, considerou-se nesse levantamento que o controle é “nacional” quando o percentual de ações ordinárias detido pelos acionistas nacionais declarados como controladores era superior ao percentual detido por acionistas estrangeiros declarados como controladores.

PARTE II
FRONTEIRAS DA DISCIPLINA

CAPÍTULO 1

O REGISTRO E AS FRONTEIRAS

Partindo da constatação de que, nos termos das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, o enquadramento como companhia aberta atrai a incidência de disciplina própria de que tratou a Parte I desta dissertação, este Capítulo dedicar-se-á a estudar o critério empregado para a determinação do universo de destinatários dessa disciplina, qual seja, a *admissão à negociação* de valores mobiliários de emissão da companhia⁴³⁸. Com esse desiderato, dar-se-á início ao exame das normas sobre registro das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 e daquelas que as regulamentam expedidas pela CVM, com vistas a examinar sua relevância quanto à determinação do alcance dessa disciplina. Isso servirá de base ao estudo de como e para onde vêm caminhando as *fronteiras internas e externas* da disciplina jurídica da companhia aberta que será desenvolvido adiante nos Capítulos 2 e 3.

1.1 Sistema dual de registro

As Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 mantiveram a estrutura geral do sistema dual de registro que existia sob a égide da Lei n. 4.728/1965, posteriormente regulamentado pela Resolução n. 88/1968 do BACEN, ambas examinadas no Capítulo 2 da Parte I. Essa estrutura é sustentada por dois pilares: (i) o registro do emissor de valores mobiliários (comumente referido como registro de companhia aberta, pelos motivos que veremos a seguir)⁴³⁹; e (ii) o registro da emissão – melhor dizendo, da oferta pública de distribuição⁴⁴⁰ – de valores

⁴³⁸ Cf. artigo 22, *caput*, da Lei n. 6.385/1976 e artigo 4º, *caput*, da Lei n. 6.404/1976.

⁴³⁹ Entende-se que o registro de emissor de valores mobiliários encontra correspondência, ainda que com ampliação de escopo, no registro dos valores mobiliários de emissão de pessoa jurídica de direito privado para negociação em bolsa de valores, previsto no inciso II do artigo 19 da Lei n. 4.728/1965 e regulamentado pela Resolução n. 88/1968. Em sentido diverso, ver BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 116.

⁴⁴⁰ Ressalva-se a imprecisão do emprego do termo *emissão pública* pela lei, querendo designar a colocação pública, ou distribuição pública, dos valores mobiliários. Sobre essa terminologia, comenta-se: “O registro do art. 19 não é para emissão pública, que apenas depende de deliberação tomada em assembleia geral: é para distribuição no mercado dos valores mobiliários objeto de emissão. Se os acionistas da companhia aprovam emissão de ações para colocação ou subscrição privada, a CVM não pode conceder registro de sua distribuição no mercado. A assembleia geral deverá deliberar emissão pública, expressão que significa colocação ou distribuição pública – hipótese em que a Lei das Sociedades Anônimas autoriza a exclusão do direito de preferência dos acionistas em aumento de capital por subscrição (art. 172, I).” (cf. BULHÕES,

mobiliários. Em conjunto, esses registros compõem os requisitos legais formais à distribuição e à negociação pública de valores mobiliários no mercado brasileiro.

A administração desses registros se insere na competência fiscalizatória da CVM. Como vimos, o regime de fiscalização pelo qual optou o legislador brasileiro privilegia a adequada prestação de informações, e não a avaliação de mérito sobre os valores mobiliários ofertados nesse mercado⁴⁴¹. Nesse contexto, ambos os registros são, com maior frequência, apresentados e analisados sob sua feição instrumental, notadamente como ferramentas para a implementação do regime obrigatório de prestação de informações ao regulador e de sua divulgação ao mercado⁴⁴². A função dos registros de operacionalização da tutela da

Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 114-115); “A expressão ‘distribuição pública’ é sem dúvida mais adequada do que ‘emissão pública’, utilizada no art. 19, caput, da Lei 6.385/1976, que tem merecido crítica da doutrina, pelo fato de designer a emissão o ato de criar os valores mobiliários, e não os de lançá-los no mercado.” (cf. CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 34)

⁴⁴¹ Vide itens 1.4 do Capítulo 1 e 3.3.1 do Capítulo 3 da Parte I. Nesse ponto, Trindade argumenta que uma intervenção estatal pautada no julgamento quanto à integridade do investimento e dos beneficiários, que buscasse assegurar o sucesso da aplicação feita pelo público, “certamente traria consigo o colapso do mercado, pois, às perdas e às consequentes ações judiciais de indenização que fossem movidas contra o ente estatal responsável pelo exame, seguir-se-ia o fracasso do modelo”. A alternativa “é que a intervenção estatal se limite à garantia de plena informação ao investidor, sem prejuízo da posterior verificação de responsabilidade em caso de fraude ou má-gestão”, caminho esse trilhado pela grande maioria dos países, inclusive o Brasil. (cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições*: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002. p. 308-309) No mesmo sentido, afirma Eizirik: “Em regra, não se atribui ao Estado o poder de aprovar ou desaprovar uma oferta pública de títulos por razões de conveniência ou oportunidade. Assim, praticamente inexistem casos em que o Estado escolhe as empresas que podem distribuir publicamente valores mobiliários, exercendo, portanto, uma análise do mérito do investimento proposto ao público. Isso se justifica por algumas razões básicas. Em primeiro lugar, considera-se que não cabe ao Estado substituir os investidores na análise de qualidade das empresas e dos títulos ofertados. Com efeito, não há porque se presumir que o funcionário público melhor poderia aquilatar o mérito de determinado investimento do que o investidor de mercado. Em segundo lugar, razões de ordem prática normalmente impõem às agências reguladoras tal política, uma vez que assumir o encargo de julgar o mérito da distribuição pode ter como consequência sua responsabilidade civil pelos prejuízos sofridos pelos investidores no caso de insucesso do empreendimento. O exame do mérito da oferta cabe unicamente aos investidores do mercado e o registro das distribuições apenas garante que as informações exigidas foram prestadas, encontrando-se à sua disposição. Assim, a atuação estatal volta-se exclusivamente para propiciar a todos os investidores igual acesso às informações materialmente relevantes, cabendo-lhes o julgamento sobre o mérito da distribuição.” (cf. EIZIRIK, Nelson. *A oferta pública de distribuição de valores mobiliários*. In: *Direito societário*. Estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 44)

⁴⁴² Nesse sentido, comenta Pitta: “As disposições contidas nos artigos 19 e 21 da Lei n. 6.385/76 refletem, portanto, a opção do legislador por efetivar a implementação do regime de disclosure por meio de um sistema de registros administrados pela CVM, cuja concessão atesta, basicamente, que as informações exigidas pelo arcabouço regulatório foram prestadas na extensão e na qualidade desejadas e que os seus atos constitutivos e demonstrações financeiras foram elaborados em consonância com as prescrições legais aplicáveis, sem implicar qualquer juízo meritório ou qualitativo por parte do regulador acerca dos valores mobiliários em questão, ou de seu emissor, sob a perspectiva da probabilidade de sucesso de seu empreendimento e, portanto, sua rentabilidade. Daí decorre a natureza eminentemente instrumental do registro de emissores administrados pela CVM (assim como ocorre com relação ao registro de ofertas públicas de distribuição), pois constituiu um meio (instrumento) pelo qual se procede a prestação de informações ao regulador, objetivando sua divulgação aos investidores e ao mercado de forma geral, principal requisito de entrada e permanência de

informação foi inclusive destacada em Exposição de Motivos⁴⁴³.

Essa concepção pautou a regulamentação dos registros pela CVM, como explicita a exposição de fundamentos e princípios da regulação do mercado de valores mobiliários apresentada pela CVM ao CMN em dezembro de 1978⁴⁴⁴. Ou seja, o sistema de registros foi

emissores no mercado de valores mobiliários.” (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 429) No mesmo sentido: PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 203-204. Ainda sobre o tema: “A obrigatoriedade de tais registros visa, basicamente, a exigir o fornecimento de um conjunto de informações sobre a companhia emissora de valores mobiliários ao mercado, e a manutenção de um sistema permanente de disseminação desses dados, e forma a propiciar ao investidor um conhecimento detalhado do investimento que lhe é proposto, indispensável à tomada de decisões adequadas ao seu interesse.” (cf. Parecer nº CVM/SJU n. 141/1979); “As normas que impõem a obrigatoriedade de registro na CVM tanto da companhia, quanto da oferta pública, apresentam nítida feição instrumental, já que o registro consiste basicamente no meio de se proceder à prestação de informações à Autarquia e sua divulgação ao público investidor.” (cf. EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: *Direito societário*. Estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 429); “O registro, na forma da Lei n. 6.385/76, abrange não apenas os valores mobiliários a serem emitidos, mas também os emissores, notadamente as companhias abertas (arts. 19 e 21). Sua finalidade é indisputadamente assegurar que somente sejam colocados em circulação no mercado de valores mobiliários cercados de todas as informações necessárias ao julgamento do investidor.” (cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002. p. 313); YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 125; EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 141-142; CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 34-36.

⁴⁴³ Cf. Exposição de Motivos n. 197/1976: “19. Semelhantemente ao disposto na legislação atual (Lei n.º 4.728), porém de modo mais completo, o art. 17 da lei proposta regula a emissão pública de valores mobiliários no mercado, proibindo qualquer atividade de distribuição (oferta, subscrição, venda, etc.), sem que a emissão esteja registrada na CVM. Objetiva-se com tal registro obrigar a companhia emissora a revelar ao mercado fatos relativos a sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos. (...) 21. Enquanto o art. 17 se ocupa do registro para distribuição de valores novos, o art. 19 cuida dos registros para negociação de valores já em circulação no mercado. Só os valores mobiliários emitidos por companhia registrada na CVM podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão (art. 19, § 1.º). A inovação do projeto consiste em exigir o registro da companhia emitente não só para negociação na bolsa (registro que hoje é feito no Banco Central), mas também para o mercado de balcão (que compreende as atividades realizadas fora da bolsa, e com a participação de intermediários do mercado). 22. O sistema de registros do art. 19 tem por fim colocar à disposição de todos os investidores informações atualizadas sobre a companhia emitente Procura-se, por esse meio, em conjugação com outras normas que disciplinam as companhias abertas, evitar a utilização abusiva de informações privilegiadas por parte dos que as tenham obtido em virtude da posição que ocupem na empresa (acionista controlador e administrador, principalmente), com o fim de auferir vantagem na negociação dos títulos.”

⁴⁴⁴ Cf. “Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios”, anexo à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978. Diz esse documento: “Abrem-se duas grandes opções para a ação do órgão regulador, partindo-se do pressuposto de que as forças de mercado e os interesses particulares não são suficientes para assegurar a existência de um sistema de informações eficiente. A primeira é a de este órgão determinar quais as companhias elegíveis para a captação de recursos junto ao público, a partir de sua própria análise das informações por elas fornecidas, expondo aos interessados as razões que nortearam sua decisão. A segunda, escolhida pela CVM, é a de não exercer tal julgamento de valor, zelando apenas pelo fornecimento adequado de informações, por parte das companhias, ao público investidor. Este, com base nos elementos colocados a sua disposição, tomará a decisão de adquirir ou não valores mobiliários por elas emitidos. A diretriz básica que orienta esta opção é a de exigir o encaminhamento de certas informações para

regulamentado com vistas a definir os elementos mínimos de informação com base nos quais as decisões de investimento possam ser adequadamente tomadas.

Existe entre eles certa complementariedade no que diz respeito aos fundamentos principais que parecem orientá-los, notadamente o equilíbrio entre a relevância da distribuição pública de valores mobiliários como fonte de financiamento para as companhias, no mercado primário, e a necessidade de proteção dos adquirentes desses valores mobiliários, não apenas no mercado primário, mas também no secundário – isto é, fora do contexto de um esforço de captação⁴⁴⁵. Assim sendo, em vista da necessidade de informação nos mercados primário e secundário, exigiu-se a divulgação de um fluxo constante de informações – como condição para a manutenção de registro –, e não apenas a divulgação eventual.

Para os fins desta dissertação, interessa não apenas essa função do sistema de registro, isto é, sua importância para o regime de informação imposto às companhias abertas, mas também sua conciliação com a definição legal de companhia aberta e a consequente submissão ao regime especial da lei societária. Sob essa perspectiva, o registro é não apenas instrumento de controle da adequada prestação de informações sobre a companhia emissora e sobre os valores mobiliários de sua emissão que venham a ser publicamente ofertados, mas também de verificação de conformidade dos atos constitutivos e demonstrações financeiras da companhia emissora, marco temporal de incidência da disciplina societária da companhia

registro junto ao órgão regulador, que, por sua vez, estabelece sistemas diretos e indiretos para fazer com que tais informações estejam disponíveis publicamente. Paralelamente, a entidade reguladora exige alguns compromissos por parte das companhias que captaram recursos no mercado, prevendo a manutenção de um determinado fluxo de informações para os investidores atuais e potenciais. As exigências da CVM por ocasião do registro serão norteadas por essa diretriz básica quanto à divulgação de informações e ainda pelas seguintes considerações: (...)”

⁴⁴⁵ A importância da complementariedade entre os registros era ressaltada pela CVM antes mesmo de sua regulamentação: “No conceito da CVM, o registro de emissão é um procedimento simples que fornece aos investidores dados sobre os valores mobiliários a serem oferecidos (...) Para que o investidor possa tomar uma decisão consciente, além das informações sobre a emissão propriamente dita, contará ele ainda com outras, referentes à empresa emissora, com base no registro atualizado de companhia para negociação em Bolsa e Balcão, além de outros dados considerados necessários. Procura-se, através desse sistema, acelerar o processo de lançamento de novos valores mobiliários para as companhias abertas que mantêm em dia as suas informações para o mercado, o que é possível devido à complementariedade existente entre os registros.” (cf. “Política de divulgação de informações”, anexa à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978) À época, a CVM estabeleceu determinadas diretrizes para a regulamentação do registro, dentre elas que o registro independeria do setor de atividade da companhia. No mesmo sentido, Tellechea comenta que “[a] razão para a exigência de cadastramento duplo (registro e oferta) advém da lógica de funcionamento do mercado de capitais que permite às companhias abertas constante acesso e contato com a poupança popular, o que, por sua vez, exige controles sérios e eficazes por parte dos órgãos reguladores”. (cf. TELLECHEA, Rodrigo. Artigo 22. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 505)

aberta e sua exposição a uma nova esfera de responsabilidade⁴⁴⁶.

1.1.1 Registro de emissor de valores mobiliários

Ambas as Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 consagram a regra geral segundo a qual somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada perante a CVM podem ser negociados no mercado de valores mobiliários⁴⁴⁷.

O pedido de registro é ato voluntário e o seu deferimento é ato vinculado da CVM, que autoriza a negociação pública de valores mobiliários de emissão da companhia pleiteante. O processo de registro obedece à lógica que pauta a fiscalização do mercado de valores mobiliários pela CVM, concentrando-se na verificação da adequada prestação de informações, e não na apreciação do mérito da decisão de tornar-se companhia aberta⁴⁴⁸.

A Lei n. 6.385/1976 disciplina o registro de emissor de valores mobiliários em seu artigo 21. Esse dispositivo distingue (i) o registro para negociação em bolsa e (ii) o registro para negociação no mercado de balcão – organizado ou não, conforme tratou de detalhar a Lei n. 9.457/1997⁴⁴⁹.

⁴⁴⁶ O registro torna devida ainda a taxa de fiscalização do mercado de valores mobiliários. Atualmente regida pela Lei n. 7.940/1989, essa taxa tem por fato gerador o exercício do poder de polícia pela CVM, de modo que é exigida das companhias abertas trimestralmente e por ocasião do registro de oferta pública de distribuição (cf. artigos 3º e 4º da Lei n. 7.940/1989).

⁴⁴⁷ Cf. artigo 4º, §1º, da Lei n. 6.404/1976 (renumerado e alterado pela Lei n. 10.303/2001) e artigo 21, §1º, da Lei n. 6.385/1976.

⁴⁴⁸ “A decisão sobre a abertura ou fechamento de capital de uma companhia é de caráter eminentemente empresarial, privado, cabendo unicamente aos seus acionistas controladores decidir sobre as vantagens e desvantagens de abrir o capital da companhia, de mantê-la em tal situação ou de proceder ao cancelamento do registro de companhia aberta. Daí decorre que não cabe ao Estado, por intermédio da agência reguladora do mercado de capitais, intervir ou opinar sobre o mérito da decisão empresarial de abrir ou de fechar o capital da companhia.” (cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 69) Ainda sobre o tema: ABRÃO, Nelson. *Companhias abertas e fechadas no sistema da Lei 6.404, de 1976*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 24. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976. p. 46; PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 428.

⁴⁴⁹ Cf. artigo 21, *caput* e incisos I e II, da Lei n. 6.385/1976 (com redação dada pela Lei n. 9.457/1997). Como ressalta a respectiva Exposição de Motivos, a Lei n. 6.385/1976 inovou ao exigir registro para negociação no mercado de balcão, pois a Lei n. 4.728/1965 somente exigia o registro perante o BACEN para negociação em bolsa de valores. (cf. Exposição de Motivos n. 197/1976) O parecer apresentado pelo relator, Deputado Viana Neto, no âmbito da Comissão de Economia, Indústria e Comércio, em 26 de agosto de 1976, no curso da tramitação do projeto de lei que deu origem à Lei n. 6.385/1976 (Projeto de Lei n. 2.600/1976), destacava também essa inovação: “Sobre a negociação de títulos já em circulação, a Lei prevê negociação em Bolsa e no mercado de balcão (art. 19). A inovação consiste em que para ambas se exige registro da companhia emitente na CVM, embora se trate de registros distintos.” E ainda, sobre a alteração promovida pela Lei n.

A distinção é relevante pois a lei estabeleceu que o registro de *emissão* de valores mobiliários (isto é, o registro previsto no artigo 19 da Lei n. 6.385/1976, examinado a seguir) importa registro para o mercado de balcão, mas não para negociação em bolsa, bem como que o registro para negociação em bolsa vale também como registro para o mercado de balcão⁴⁵⁰. Com as alterações introduzidas pela Lei n. 9.457/1997, o registro de *emissão* passou a importar registro para negociação apenas no mercado de *balcão não organizado*⁴⁵¹. E ainda, a lei delegou à CVM a definição dos casos em que os valores mobiliários poderão ser negociados simultaneamente nos mercados de bolsa e de balcão, organizado ou não⁴⁵².

De resto, a Lei n. 6.385/1976 delegou à CVM as tarefas de administrar e regulamentar o registro de emissor⁴⁵³. Mais especificamente, incumbiu a CVM de definir as informações e documentos que devem ser apresentados pela companhia para a obtenção do registro de emissor e o procedimento aplicável⁴⁵⁴. E ainda, autorizou a CVM – e o fez, vale ressaltar, já em 1976 – a especificar casos em que o registro pode ser recusado, suspenso ou cancelado, e até mesmo dispensado, ponto esse que será retomado no Capítulo 3 desta Parte II.

Posteriormente, com a introdução de novas regras sobre o tema pela Lei n. 10.303/2001 no âmbito da Lei n. 6.404/1976 – e não da Lei n. 6.385/1976 (vide item 3.2.3 do Capítulo 3 da Parte I) –, a disciplina legal do registro de emissor passou a incluir ainda (i) as normas sobre categorias de registro de companhia aberta, ponto esse que será retomado no Capítulo 2 desta Parte II, e (ii) as normas sobre cancelamento de registro de companhia aberta para

9.457/1997, comentou Verçosa: “*Ainda em decorrência das modificações sob exame, foi incluído no art. 21 o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não. Portanto, como se verifica, não há mudança do regime de colocação de valores mobiliários no mercado, operação sempre dependente de registro na CVM.*” (cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. As alterações da legislação societária e de mercado de capitais e suas implicações quanto à CVM. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da lei das sociedades por ações*. São Paulo: Pioneira, 1998. p. 205)

⁴⁵⁰ Cf. artigo 21, §§2º e 3º, da Lei n. 6.385/1976 (antes da alteração pela Lei n. 9.457/1997). Sobre o tema, comentou a área técnica da CVM: “*Estabelece, por sua vez, o §2º do artigo 21, que “o registro do artigo 19 importa registro para o mercado de balcão mas não para a bolsa”. Desta forma dispôs o legislador que as informações fornecidas para o registro são consideradas suficientes para a negociação em balcão, mas não para operações em bolsa. Assim, se uma sociedade anônima fizer uma emissão pública, ao registrá-la na CVM estará, automaticamente, autorizada a negociar seus valores mobiliários no mercado de balcão, e tão somente ele.*” (cf. Parecer CVM/SJU n. 141/1979)

⁴⁵¹ Cf. artigo 21, §2º, da Lei n. 6.385/1976 (com redação dada pela Lei n. 9.457/1997, que revogou seu §3º).

⁴⁵² Cf. artigo 21, §6º, inciso III, da Lei n. 6.385/1976.

⁴⁵³ Cf. artigo 21, *caput* e §6º, da Lei n. 6.385/1976. A Lei n. 6.385/1976 prevê também a competência geral da CVM para administrar os registros instituídos por aquele diploma e para suspendê-los ou cancelá-los com o fim de “*prevenir ou corrigir situações anormais do mercado*” (cf. artigo 8º, inciso II, e artigo 9º, §1º, inciso II, da Lei n. 6.385/1976).

⁴⁵⁴ Cf. artigo 21, §6º, inciso II, da Lei n. 6.385/1976.

negociação de ações, dos artigos 4º e 4-A da Lei n. 6.404/1976⁴⁵⁵. Também aqui delegou-se à CVM a regulamentação da matéria⁴⁵⁶. Além disso, vale lembrar que a Lei n. 11.638/2007 depois incorporou a questão das categorias de emissores à mecânica da Lei n. 6.385/1976⁴⁵⁷.

A CVM foi oficialmente instalada em 6 de abril de 1978. Porém, mesmo antes já vinha se dedicando à formulação das primeiras normas sobre aspectos da nova legislação que necessitavam de regulamentação urgente e prioritária⁴⁵⁸.

Enquanto o artigo 21 da Lei n. 6.385/1976 não foi regulamentado pela CVM, a matéria foi disciplinada pelo BACEN por meio da Resolução n. 436/1977⁴⁵⁹. Em linhas gerais, a Resolução n. 436/1977 prorrogou o regime de registros estabelecido pela Resolução n. 88/1968⁴⁶⁰. Além disso, destacou a necessidade de a CVM logo regulamentar as condições

⁴⁵⁵ Cf. artigo 4º, §4º, e artigo 4-A, da Lei n. 6.404/1976. Vale notar ainda que a Lei n. 6.404/1976 já tratava do registro ao disciplinar a constituição de companhia por subscrição pública, nos artigos 82 e seguintes, bem como o aumento de capital mediante subscrição pública, no artigo 170, de que trataremos a seguir. Para detalhado estudo sobre a matéria, inclusive quanto aos mecanismos de proteção de natureza econômica e de natureza política impostos no regime regulamentar anterior e no atual, ver TANNOS, Thiago Saddi. *Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 115 et seq.

⁴⁵⁶ Cf. artigo 4-A, §4º, da Lei n. 6.404/1976. Na mesma onda de reformas foi inserido o artigo 21-A na seção dedicada ao registro do emissor da Lei n. 6.385/1976. Esse dispositivo autoriza a CVM a expedir normas sobre a natureza das informações mínimas e a periodicidade de sua apresentação por qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante (cf. artigo 21-A da Lei n. 6.385/1976 (inserido pelo Decreto n. 3.995/2001)).

⁴⁵⁷ Vide item 3.3.4. do Capítulo 3 da Parte I e item 2.2.1 do Capítulo 2 desta Parte II.

⁴⁵⁸ Cf. ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978.

⁴⁵⁹ Cf. item II da Resolução n. 436/1977: “II - Somente poderão ser negociados nos mercados de bolsa e balcão os valores mobiliários emitidos por companhias abertas.”

⁴⁶⁰ Cf. itens I, III e V da Resolução BACEN n. 436/1977. Por força desse ato, enquanto não regulamentado o artigo 21 da Lei n. 6.385/1976, foram consideradas *abertas* as companhias registradas perante o BACEN nos termos da Resolução n. 88/1968 e foram disciplinados os casos em que as companhias seriam automaticamente consideradas registradas na CVM. Além disso, determinou-se que enquanto a CVM não regulamentasse o artigo 22 da Lei n. 6.385/1976, ficariam as companhias abertas obrigadas a prestar ao BACEN as informações previstas na Resolução n. 88/1968 e no artigo 157, §4º, da Lei n. 6.404/1976. É o que confirmou a CVM, por meio de diferentes atos: “De acordo com esta interpretação muitas companhias que atualmente possuem valores mobiliários negociados no mercado de bolsa ou balcão poderiam pretender que não são companhias abertas pelo simples fato de não terem se registrado na C.V.M. após a promulgação das Leis 6.404 e 6.385. Daí a necessidade de se esclarecer o conceito de companhia aberta, através de uma decisão do Conselho Monetário Nacional nos termos da Resolução 436. A idéia básica da Resolução foi a de considerar como companhia aberta aquela registrada no Banco Central até a instalação da C.V.M. e pós a instalação a companhia registrada na Comissão.” (cf. Nota Explicativa CVM n. 2. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota002.doc>. Acesso em: 09 ago. 2019) Ainda sobre o tema: Nota Explicativa CVM n. 4, de 23 de dezembro de 1977. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota004.doc>. Acesso em: 26 jul. 2019. Isso foi possível porque, em disposição transitória, o legislador autorizou o BACEN a exercer as funções da CVM enquanto essa não fosse instalada (cf. artigo 29 da Lei n. 6.385/1976, revogado pela Lei n. 10.303/2001). Consequentemente, comenta Pitta que a CVM herdou considerável estoque de companhias registradas nos termos da regulamentação anterior, incluindo companhias que obtiveram registro simplesmente para se beneficiar de incentivos fiscais e que não tinham comprometimento com o regime informacional de companhia aberta. (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 468)

para o cancelamento do registro de companhia aberta⁴⁶¹.

A CVM dedicou a Instrução CVM n. 3/1978 à disciplina do cancelamento de registro, então condicionado a requisitos cumulativos de aprovação e realização de oferta pública de aquisição tendo por objeto a totalidade das ações em circulação⁴⁶². Foram definidos também os requisitos para o cancelamento de registro de companhias que tivessem procedido à distribuição de debêntures ou bônus de subscrição, bem como estabelecida exceção para companhias com reduzido capital social ou pouca dispersão acionária⁴⁶³.

⁴⁶¹ Cf. item VI da Resolução n. 436/1977. A CVM sustentou à época o entendimento de que não poderiam as companhias tornarem-se fechadas antes da regulamentação do cancelamento de registro, o que justificava a urgência da matéria: “*Como é necessária uma análise profunda por parte da C.V.M. a fim de que ela possa fixar as condições para as companhias abertas possam se tornar fechadas através do cancelamento do registro previsto na Resolução, o item VI deixa claro que as companhias abertas não podem unilateralmente se fechar antes que sejam baixadas normas pertinentes.*” (cf. Nota Explicativa CVM n. 2. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota002.doc>. Acesso em: 09 ago. 2019)

⁴⁶² Cf. item I da Instrução CVM n. 3/1978. Sobre o tema, diz a Nota Explicativa CVM n. 8/1978: “*A Instrução nº 3, expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, define as condições a serem preenchidas pela companhia aberta, a fim de que ela possa obter o cancelamento de seu registro e conseqüentemente ser considerada como companhia fechada. Toda a companhia aberta em algum momento captou parcela da poupança popular, utilizando mecanismo de mercado, posto à sua disposição pelo Estado. O investidor ao aplicar a sua poupança na companhia tem a expectativa de que os valores mobiliários por ele recebidos terão negociabilidade no mercado e que a companhia divulgará ao público todas as informações necessárias sobre o seu investimento seja qual for o seu valor. Esta expectativa do investidor não pode ser revertida por simples vontade dos acionistas controladores ou pelos próprios administradores da companhia. É necessário que os acionistas minoritários fiquem protegidos através da opção de vender as suas ações por um preço conveniente ou por mecanismo que dê a uma minoria acionária substancial o poder de impedir o cancelamento do registro.*” Ainda sobre o tema, Pitta comenta que a Instrução CVM n. 3/1978 estabeleceu a maioria dos pilares da regulamentação do cancelamento de registro vigentes ainda hoje: “*(i) a necessidade de realização de oferta pública de aquisição das ações em circulação como requisito para o cancelamento de registro; (ii) a necessidade do preço dessa oferta sensibilizar os investidores; e (iii) a existência de um mecanismo que confira aos titulares de ações em circulação o poder de impedir o cancelamento de registro*”. (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 469) Note-se que o requisito de oferta pública para cancelamento de registro nasceu, ainda que com diferentes contornos, no âmbito da regulamentação da CVM, antes mesmo de ser prevista em lei, o que ocorreu somente com a reforma da Lei n. 6.404/1976 pela Lei n. 10.303/2001. Inicialmente imposta com fundamento na cláusula geral de outorga de competência à CVM para expedir normas sobre o cancelamento de registro (artigo 21, §6º, da Lei n. 6.385/1976), a exigência de oferta pública foi alvo de críticas por, supostamente, exceder a competência regulamentar da CVM. Nesse sentido, BULHÕES, Carlos Eduardo. *Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 119. Ainda sobre a Instrução CVM n. 3/1978, ver COMPARATO, Fábio Konder. “Cancelamento voluntário de registro de companhia aberta. Aquisição de ações do próprio capital e abuso de controle”. In: *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 109 et seq.

⁴⁶³ Cf. itens XXII e XVII e itens XXIX e XXX da Instrução CVM n. 3/978, respectivamente. Foram contempladas sob essa exceção as companhias: “*a) cujo valor do capital social for igual ou inferior ao valor nominal de 35.000 (trinta e cinco mil) Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional; ou b) cujo número de acionistas minoritários não for superior a 100 (cem) e titulares, em conjunto de ações que não representem mais de 5% (cinco por cento) do capital social.*” Diz a Nota Explicativa CVM n. 8/1978: “*Na verdade os itens XXIX e XXX constituem uma exceção a regra geral das normas a serem seguidas pela companhia aberta para cancelamento do seu registro. Para uma companhia aberta, que se enquadra nos itens citados, os custos não compensam os benefícios de ser aberta, dado o seu reduzido capital ou por possuir poucos acionistas minoritários. Não se poderia, por outro lado, exigir para essas companhias o mesmo tratamento daquelas em*

Em seguida, a CVM regulamentou o registro de emissor – referido, até o advento da Instrução CVM n. 480/2009, como registro de companhia para negociação de valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão – por meio da Instrução CVM n. 9/1979⁴⁶⁴. Àquela ocasião, preocupou-se principalmente em definir o fluxo mínimo de informações consideradas necessárias à tomada de decisões racionais de investimento, que as companhias ficariam obrigadas a prestar após o registro⁴⁶⁵. A Instrução CVM n. 9/1979 estabeleceu, como condição para o registro, a designação de um diretor de relações com investidores (artigo 11). E ainda, como condição à atualização do registro, a prestação de informações periódicas e anuais (artigo 16)⁴⁶⁶. Por fim, das companhias previamente

que o capital se acha mais disseminado entre o público investidor.” A Instrução CVM n. 3/1978 foi posteriormente revogada pela Instrução CVM n. 185/1992, que passou a disciplinar a matéria e restringiu essa exceção para as companhias com percentual de ações em circulação igual ou inferior a 10% (dez por cento) (cf. artigo 29 da Instrução CVM n. 185/1992). Por sua vez, a Instrução CVM n. 185/1992 foi revogada pela Instrução CVM n. 229/1995, que não reproduziu aquela exceção e foi revogada pela Instrução CVM n. 361/2002, atualmente em vigor.

⁴⁶⁴ Cf. artigo 1º da Instrução CVM n. 9/1979: “*Art. 1º Somente os valores mobiliários emitidos por companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de acordo com este Regulamento, podem ser negociados em bolsa de valores ou no mercado de balcão.*” Semelhante redação constou das normas posteriores (cf. artigo 1º da Instrução CVM n. 32/1984 e da a Instrução CVM n. 60/1987). Já na Instrução CVM n. 202/1993, o dispositivo recebeu nova redação: “*Art. 1º A negociação de valores mobiliários, emitidos por sociedades por ações, em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão, depende de prévio registro da companhia na Comissão de Valores Mobiliários - CVM, de acordo com as normas previstas na presente Instrução.*” Sobre a estrutura então adotada na Instrução CVM n. 9/1979 para regulamentar o registro, comenta-se: “*Não obstante a Instrução CVM n. 09/79 tenha instituído registros distintos, em função do mercado em que os valores mobiliários de um determinado emissor seriam admitidos à negociação (bolsa ou mercado de balcão), ambos eram condicionados aos mesmos requisitos e a um mesmo conteúdo mínimo de informações.*” (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 432; PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 207-208) A Instrução CVM n. 9/1979 reforçava a definição de mercado de balcão: “*Art. 3º Considera-se negociação de valores mobiliários no mercado de balcão a negociação feita fora das bolsas de valores, com a intermediação de bancos de investimentos, sociedades corretoras, sociedades distribuidoras e agentes autônomos credenciados por essas instituições, autorizadas pela CVM a exercerem a atividade de intermediação.*” Essa definição sobreviveu com pequenos ajustes no artigo 3º da Instrução CVM n. 32/1984, que a sucedeu, e, sucessivamente, nas Instruções CVM n. 60/1987 e n. 202/1993, posteriormente revogado pela Instrução CVM n. 461/2007. E ainda, por meio de nota explicativa, ressaltou a CVM: “*No art. 3º reforça-se a definição do que seja Mercado de Balcão, conforme tratado na Lei nº 6.385/76. Assim fazendo, a CVM pretende deixar claro que não se deve confundir negociação particular, onde comprador e vendedor, em contato direto e sem concurso de qualquer instrumento de mercado, buscam concretizar uma operação, negociação esta não sujeita aos mecanismos legais que regulam o Mercado de Valores Mobiliários, com aquelas operações em que, por contraposição e embora não realizadas em Bolsa, envolvem o concurso de instrumentos e agentes de mercado e que configuram o Mercado de Balcão e que são, estas sim e em toda sua extensão, sujeitas aos requisitos legais.*” (cf. Nota Explicativa CVM n. 15/1979, p. 3)

⁴⁶⁵ Cf. Nota Explicativa n. 15/1979: “*Em resumo, a CVM entende que a Companhia Aberta, cujos títulos podem ser negociados a qualquer tempo, deve deixar à disposição do público, também a qualquer tempo, um mínimo de informações sobre sua situação econômico-financeira. Este é o principal objetivo do Registro de Companhia.*” A CVM já manifestara, antes disso, sua visão de que esse registro funcionaria como importante fonte de informações para o mercado secundário. (cf. CVM. “*Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*”, anexo à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978)

⁴⁶⁶ Cf. artigos 1 e 16 da Instrução CVM n. 9/1979. Essa sistemática foi mantida pelas normas que a sucederam: Instrução CVM n. 32/1984 (artigos 5º, 13 a 15), Instrução CVM n. 60/1987 (artigos 5º, 6º e 13 a 15) e Instrução

registradas não foi exigido novo registro, tendo a Instrução CVM n. 9/1979 apenas lhes concedido prazo para adequação ao novo regime informacional⁴⁶⁷.

Em linha com o quanto antes exposto sobre a competência fiscalizatória da autarquia, cuidou a CVM de ressaltar na própria norma que o registro não significava julgamento de valor sobre a companhia, nem garantia de que as informações eram verdadeiras e tinham sido prestadas na extensão adequada⁴⁶⁸.

É importante notar que o registro de emissor para negociação de valores mobiliários em bolsa ou no mercado de balcão dependia, como regra geral, da concomitante apresentação de pedido de registro de emissão, para que fossem apreciados em conjunto pela CVM⁴⁶⁹. Porém, podia a CVM excepcionar essa regra geral “*se a companhia já [tivesse] expressiva dispersão de suas ações no mercado*”⁴⁷⁰. Em nota explicativa, a CVM ressaltou que com isso pretendeu contemplar casos de companhias fechadas que tivessem atingido “*suficiente grau de dispersão acionária*” sem prévio registro, “*ao abrigo de legislação especial ou por adequada utilização dos mecanismos particulares de colocação de valores mobiliários*”⁴⁷¹. Ou seja, salvo nessas hipóteses excepcionais, um registro ficava vinculado ao outro⁴⁷². Essa orientação começou a ser revertida através da Instrução CVM n. 202/1993, que deixou de

CVM n. 202/1993 (artigos 5º, 6º e 13 a 15). É interessante notar que a Instrução CVM n. 9/1979 e as normas que a sucederam determinavam que as companhias registradas deveriam declarar sua condição de *companhia aberta* nas publicações ordenadas pela Lei n. 6.404/1976 e por outras normas legais que dispusessem sobre o mercado de valores mobiliários (cf. Instrução CVM n. 9/1979 (artigo 22), Instrução CVM n. 32/1984 (artigo 21), Instrução CVM n. 60/1987 (artigo 21) e Instrução CVM n. 202/1993 (artigo 21)). Essa determinação deixou de ser reproduzida na Instrução CVM n. 480/2009, mas ainda assim a prática mostra que diversas companhias continuam incluindo declaração desse tipo em suas publicações.

⁴⁶⁷ Cf. artigo 25 da Instrução CVM n. 9/1979 e Nota Explicativa n. 15/1979, p. 5.

⁴⁶⁸ Cf. artigo 21 da Instrução CVM n. 9/1979. O dispositivo alinha-se com as seguintes considerações manifestadas pela CVM antes mesmo da regulamentação do tema: “*Ao autorizar a negociação de determinado valor mobiliário através da concessão do registro, a CVM não garante o sucesso da empresa emissora nem a conduta ética ou a capacidade técnica dos administradores. Nesse sentido, o sistema de divulgação de informações serve apenas como proteção para os investidores, não se constituindo em atestado de qualidade dos empreendimentos. O uso da informação e a decisão de comprar ou vender um valor mobiliário cabe a cada indivíduo. Evidentemente, a CVM considerará o estágio em que o mercado brasileiro se encontrará a cada momento, criando algumas salvaguardas para minimizar as possibilidades de fornecimento de informações inverídicas ou ambíguas.*” (cf. “*Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*”, anexo à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978) A mesma ressalva foi mantida, com pequenas diferenças de redação, na Instrução CVM n. 32/1984 (artigo 20), na Instrução CVM n. 60/1987 (artigo 20) e na Instrução CVM n. 202/1993 (artigo 20). Tratou também a CVM de esclarecer desde o início que a obrigatoriedade de envio de informações à CVM visava a informação do público investidor, cabendo à CVM o papel de disseminadora de informações, bem como que semelhante papel era esperado das bolsas de valores, e por elas já vinha sendo exercido (cf. Nota Explicativa n. 15/1979).

⁴⁶⁹ Cf. artigo 4º, *caput*, e artigo 5º, inciso I, da Instrução CVM n. 9/1979.

⁴⁷⁰ Cf. artigo 4º, parágrafo único, e artigo 5º, inciso I, da Instrução CVM n. 9/1979.

⁴⁷¹ Cf. Nota Explicativa CVM n. 15/1979.

⁴⁷² Essa sistemática foi mantida na Instrução CVM n. 32/1984, que revogou a Instrução n. 9/1979 (artigo 4º). O mesmo dispôs a Instrução CVM n. 60/1987 (artigo 4º) e a Instrução CVM n. 202/1993 (artigo 4º), até sua alteração pela Instrução CVM n. 373/2002.

restringir as hipóteses de exceção. Melhor dizendo, esse ato passou a permitir que a CVM deferisse essa dispensa a seu livre critério. Por fim, a regra geral foi efetivamente revertida com a Instrução CVM n. 373/2002, que passou a prever que o pedido de registro de companhia *podia* (e não mais *deveria*) ser submetido à CVM juntamente com o pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários⁴⁷³.

A matéria é atualmente regulada pela Instrução CVM n. 480/2009, com alcance mais amplo⁴⁷⁴. A norma trata do registro de emissor de valores mobiliários para negociação em mercados regulamentados e de seu regime informacional⁴⁷⁵.

⁴⁷³ Cf. artigo 4º, §1º e *caput*, da Instrução CVM n. 202/1993. Sobre o tema, comentou em voto o então Diretor da CVM, Eli Loria: “A Instrução CVM nº 373, de 28 de junho de 2002, alterou a redação do artigo 4º da Instrução CVM nº 202/93 e substituiu no “*caput*” a palavra “*deverá*” pela palavra “*podará*”, retirando a discricionariedade da CVM para dispensar a apresentação concomitante de registro de distribuição pública. Assim, criou-se a possibilidade de registro de companhia aberta sem o pedido de distribuição pública de valores mobiliários, devendo ser apresentadas outras razões que justifiquem o pedido de registro, modificando o conceito original de que o pedido de registro de companhia deveria ser submetido a CVM juntamente com o pedido de distribuição pública de valores mobiliários, com a exceção, tratada caso a caso, da existência de dispersão acionária.” (cf. CVM. Processo RJ2007/7345, julgado em 9 de outubro de 2007. Diretor Relator Eli Loria) Além disso, Pitta comenta que esse movimento foi acompanhado de tentativa de harmonização das informações exigidas por ocasião de cada um dos registros: “*Entretanto, concomitantemente à evolução regulatória no sentido de admitir-se a independência dos registros previstos, respectivamente, nos artigos 19 e 21 da Lei n. 6.385/76, admitindo-se a possibilidade de negociação em mercado de valores mobiliários de emissores que não possuíssem, nem almejassem imediatamente possuir, qualquer dispersão, a CVM passou a buscar cada vez mais uma maior integração dos requisitos informacionais associados a ambos os registros, revisando, em certa medida, a orientação original de que as particularidades associadas às distribuições públicas (principalmente os esforços de colocação dos valores mobiliários) e as negociações em mercados secundários justificariam, inclusive, diferenças no conteúdo informacional disponibilizado em ambos os casos.*” (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 434)

⁴⁷⁴ A Instrução CVM n. 480/2009 confirma que “[a] negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM” (artigo 1º, *caput*).

⁴⁷⁵ Ficam excluídos do escopo da norma apenas os fundos de investimento, os clubes de investimento e as sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, que permanecem sujeitos a regulamentação específica (cf. artigo 1º, §3º da Instrução CVM n. 480/2009). Os emissores regulados pela Instrução CVM n. 480/2009 não necessariamente adotam a forma de sociedade anônima. Nesse ponto, prevê o §2º de seu artigo 1º que o emissor deve estar assim organizado salvo quando aquela norma dispuser em contrário. Nesse sentido, por exemplo, a norma autoriza os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e CCB para distribuição ou negociação pública a se organizarem sob a forma de sociedade anônima ou limitada, bem como os emissores que emitam exclusivamente NCA para os mesmos fins a se organizarem sob a forma de cooperativa agrícola (artigo 33). Além disso, a norma trata de maneira distinta das obrigações informacionais de emissores estrangeiros e nacionais constituídos sob outras formas societárias (artigos 21, §3º, e 30, §1º). Nesse ponto, vale notar que a Instrução CVM n. 480/2009 revogou certos dispositivos da Instrução CVM n. 134/1990, que disciplinara a distribuição pública de notas promissórias. Essa norma determinava que as companhias que já tivessem o registro de que trata o artigo 21 da Lei n. 6.385/1976, devidamente atualizado, dependeriam apenas do pedido de registro de distribuição pública de notas promissórias para sua colocação junto ao público (artigo 11), bem como que as companhias que não possuíssem o referido registro deveriam solicitá-lo juntamente com o pedido de registro de distribuição (artigo 12). Dizia a respectiva nota explicativa, no tocante ao registro na CVM: “A fim de facilitar e agilizar o Registro na CVM das distribuições de Nota Promissória que se destinem ao mercado foram estes registros submetidos ao regime das distribuições secundárias, para os quais são mais simples os requisitos de documentação e divulgação, como previstos na Instrução CVM nº 88, de 03 de novembro de 1988.” (cf. Nota Explicativa da Instrução CVM n. 134/1990) A Instrução CVM n. 134/1990 estabelecia para as companhias assim registradas regime de informação próprio,

Uma das principais novidades trazidas pela Instrução CVM n. 480/2009 foi a regulamentação das categorias de registro de emissor de valores mobiliários que haviam sido previstas no §3º do artigo 4 da Lei n. 6.404/1976 com a reforma promovida pela Lei n. 10.303/2001, de que trataremos no Capítulo 2 desta Parte II. Por ora, cumpre notar que as diferentes categorias de registro se distinguem tão somente em função da espécie dos valores mobiliários admitidos à negociação, e não do mercado em que se pretenda sejam eles negociados. Ou seja, a Instrução CVM n. 480/2009 não estabelece distinção entre os mercados de bolsa ou balcão, organizado ou não, da mesma forma que o artigo 21 da Lei n. 6.385/1976⁴⁷⁶.

Adicionalmente, a Instrução CVM n. 480/2009 teve por principais objetivos a consolidação e harmonização das regras sobre o registro de emissor e o desenho de regimes de prestação de informações periódicas e eventuais adequados a cada categoria de registro, bem como a melhoria das informações prestadas⁴⁷⁷. O modelo de registro então proposto teve por inspiração o chamado *shelf registration system*, em que as informações referentes ao emissor são reunidas em um único documento, arquivado junto ao órgão regulador e atualizado

definindo as informações periódicas e eventuais que essas companhias deveriam prestar, bem como o valor da multa a que ficariam sujeitas por não manter seu registro atualizado. Não obstante, nos termos da norma, aquele registro habilitava a companhia tão somente à colocação pública de notas promissórias, tanto assim que seu artigo 17 determinava que as companhias registradas daquela forma deveriam declarar sua condição de companhia aberta nas publicações ordenadas por lei “*especificando que esta condição a torna habilitada apenas à colocação pública de notas promissórias*”. E ainda, o seu artigo 18 dispunha que a negociação de outros valores mobiliários de emissão das companhias registradas nos termos daquela Instrução dependeria de prévia autorização da CVM, após cumprimento das normas regulamentares aplicáveis. Esse diploma foi revogado pela Instrução CVM n. 566/2015.

⁴⁷⁶ Mesmo antes da regulamentação do registro, a CVM manifestara intenção de não estabelecer distinção entre a negociação em mercado de bolsa ou de balcão para fins do regime de informação: “*De parte da CVM não haverá, portanto, diferenciação de informações necessárias para o registro em Bolsa ou Balcão. Quanto às várias Bolsas de Valores, com base nos princípios de auto-regulação, a CVM manterá a delegação para que estabeleçam, individualmente, pré-requisitos adicionais para registro de companhias.*” (cf. “*Política de divulgação de informações*”, anexa à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978) Ainda sobre o tema, comenta Pitta: “*Desta forma, a partir da edição da Instrução CVM n. 480/09, a CVM instituiu uma sistemática de registro de emissores diversa da vigente até então, administrando duas categorias distintas de registro de emissor, em função do tipo de valor mobiliário autorizado a ser negociado publicamente, independentemente do tipo de mercado regulamentado em que o mesmo será negociado, extinguindo, conseqüentemente, a diferença entre o registro para negociação em bolsa e o registro para negociação no mercado de balcão. Como consequência dessa alteração, a Instrução CVM n. 480/09 também tratou de revogar os dispositivos remanescentes da Instrução CVM n. 243/96, que tratavam justamente da alteração de registro de emissores de bolsa para o mercado de balcão, e vice-versa.*” (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 441) A Instrução CVM n. 243/1996 tratava separadamente desses registros, inclusive da “*mudança do registro de companhia aberta para a negociação em bolsa de valores para o mercado de balcão organizado*”, que somente era permitida se previamente aprovada pelo Conselho de Administração, sem que houvesse oposição de acionistas minoritários titulares de no mínimo cinquenta e um por cento das ações em circulação no mercado.(cf. artigo 16 da Instrução CVM n. 243/1996, com redação dada pela Instrução CVM n. 343/2000)

⁴⁷⁷ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08.

regularmente, referido como *shelf document* pela IOSCO⁴⁷⁸. Isso deu origem ao Formulário de Referência, documento de divulgação obrigatória para todas as companhias abertas, criado para servir de fonte permanente de informações sobre o emissor⁴⁷⁹.

A Instrução CVM n. 480/2009 manteve e reforçou a orientação de que o pedido de registro de emissor pode ser submetido independentemente daquele de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários⁴⁸⁰. Tona-se possível assim a obtenção de registro de emissor “de prateleira”, isto é, sem que se promova a concomitante ou posterior distribuição pública de valores mobiliários de emissão da companhia registrada, situação essa que será examinada no item 1.3 deste Capítulo.

Além disso, a Instrução CVM n. 480/2009 lista hipóteses de dispensa automática do registro de emissor, algumas das quais analisadas nos Capítulos 2 e 3, a seguir⁴⁸¹.

Por fim, a Instrução CVM n. 480/2009 disciplina a suspensão e o cancelamento, voluntário e de ofício, do registro de emissor de valores mobiliários, bem como a conversão de categoria de registro. Em suma, o cancelamento voluntário de registro na categoria A ficou condicionado à comprovação do cumprimento da obrigação de promover oferta pública para aquisição das ações em circulação de que trata o artigo 4º da Lei n. 6.404/1976, nos termos da regulamentação específica. Além disso, é necessária a comprovação do cumprimento das condições para o cancelamento voluntário do registro na categoria B em relação aos demais valores mobiliários em circulação, como explicaremos adiante no Capítulo 2⁴⁸².

A regulamentação específica das ofertas públicas para cancelamento de registro está atualmente abrangida na Instrução CVM n. 361/2002. Esse diploma referia-se originalmente às ofertas públicas realizadas como condição para o cancelamento do registro de *companhia*

⁴⁷⁸ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08. Isso permitiria que, quando da realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o emissor elaborasse apenas um documento suplementar, mais enxuto e concentrado nos valores mobiliários ofertados e nas características e condições da oferta, referido pela IOSCO como *offering note*. Em conjunto, esses dois documentos forneceriam ao investidor todas as informações de um prospecto convencional. Posteriormente, para concretizar essa proposta, a Instrução CVM n. 400/2003 foi alterada para prever que os prospectos preliminares e definitivos devem incorporar o último formulário de referência entregue pelo emissor.

⁴⁷⁹ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08: “*Embora a Instrução CVM n. 400, de 2003, tenha trazido as informações prestadas no momento da distribuição de valores mobiliários a níveis satisfatórios, as informações permanentemente à disposição dos investidores permanecem aquém do desejável. Esta deficiência prejudica o bom funcionamento dos mercados secundários. Isto porque, a falta de informações de qualidade no decorrer da vida do emissor ou do papel vai sendo gradativamente descontada do preço. Ademais, papéis cujo nível de informação é insatisfatório tendem a ser menos líquidos. (...) O modelo proposto pela Minuta tenta corrigir o problema da qualidade das informações periódicas existente na estrutura atual.*”

⁴⁸⁰ Cf. artigo 1º, §1º, da Instrução CVM n. 480/2009: “*O pedido de registro de que trata o caput pode ser submetido independentemente do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.*”

⁴⁸¹ Cf. artigo 7º da Instrução CVM n. 480/2009.

⁴⁸² Cf. artigo 48 da Instrução CVM n. 480/2009.

aberta, e foi alterado pela Instrução CVM n. 487/2010, passando a referir-se ao cancelamento do registro para *negociação de ações* nos mercados regulamentados de valores mobiliários⁴⁸³. A CVM explicou à época que essa adaptação foi promovida tendo em vista o regime diferenciado de registro instituído pela Instrução CVM n. 480/2009, “*restringindo o conceito de companhia aberta, para aquelas que tenham suas ações negociadas em mercados regulamentados de valores mobiliários, em consonância com o texto legal*”⁴⁸⁴. Entende-se, todavia, que com isso pretendeu a CVM esclarecer tão somente que a norma se dirige a hipótese mais restrita, de cancelamento de registro de companhia aberta para negociação de *ações* no mercado – e não, evidentemente, restringir o conceito de companhia aberta, que desde a promulgação das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 encampou todas as companhias com valores mobiliários admitidos à negociação, independentemente de sua espécie. A aparente confusão parece sinalizar a falta de clareza em torno do conceito de companhia aberta que se vem comentando.

1.1.2 Registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários

Ambas as Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 contemplam a regra geral segundo a qual nenhuma emissão (leia-se, distribuição) pública de valores mobiliários será promovida sem prévio registro perante a CVM⁴⁸⁵.

⁴⁸³ A Instrução CVM n. 361/2002 autoriza o Colegiado da CVM a apreciar situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado. Pode configurar situação excepcional a companhia com concentração extraordinária de ações ou patrimônio líquido negativo, e ainda situações relacionadas à modalidade de registro de companhia aberta (artigo 34). Vale notar ainda que as disposições da Instrução CVM n. 361/2002 sobre o cancelamento de registro de companhia aberta com debêntures publicamente negociadas foram revogadas pela Instrução CVM n. 480/2009. Essas disposições foram alvo de crítica. Por exemplo: “*É, também, ilegal a extensão da obrigatoriedade de oferta pública do §4º do art. 4º da Lei das Sociedades Anônimas à aquisição de debêntures em circulação no mercado (art. 17, III), pois o dever de oferta prescrito naquele dispositivo legal é restrito a ações, e não a outra espécie de valores mobiliários.*” (cf. BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 128-129)

⁴⁸⁴ Cf. Edital de Audiência Pública n. 02/2010, p. 12.

⁴⁸⁵ Cf. artigo 4º, §2º, da Lei n. 6.404/1976 e artigo 19, *caput*, da Lei n. 6.385/1976. Vale notar que o primeiro desses dispositivos, inserido na Lei n. 6.404/1976 pela Lei n. 10.303/2001, emprega o termo *distribuição* pública, enquanto o segundo, que consta desde a origem na Lei n. 6.385/1976, refere-se à *distribuição* no mercado de *emissão* pública de valores mobiliários. A Lei n. 6.385/1976 obriga a emissão pública a ser colocada no mercado por meio do sistema de distribuição disciplinado em seu artigo 15 e permite que a CVM exija a participação de instituição financeira (cf. artigo 19, §4º, da Lei n. 6.385/1976). Esse registro encontra correspondência no registro previsto no artigo 21 da Lei n. 4.728/1965. O parecer apresentado no âmbito da Comissão de Economia, Indústria e Comércio pelo relator, Deputado Viana Neto, em 26 de agosto de 1976,

Esse registro foi disciplinado no artigo 19 da Lei n. 6.385/1976. A lei define os atos considerados como de distribuição⁴⁸⁶, e, de maneira não exaustiva, lista circunstâncias em que a emissão (leia-se, oferta de distribuição) é considerada pública⁴⁸⁷. Ao mesmo tempo, autoriza a CVM a definir outras situações que configurem emissão pública para fins de registro⁴⁸⁸. A falta de uma definição precisa e definitiva de oferta pública (e, por oposição, de oferta privada) de distribuição gera uma série de dificuldades na prática, notadamente de interpretação de situações sujeitas ou não a registro e a essa disciplina própria⁴⁸⁹.

A Lei n. 6.385/1976 confere à CVM competência para expedir normas e fixar o

no curso da tramitação do projeto de lei que deu origem à Lei n. 6.385/1976 (Projeto de Lei n. 2.600/1976), destacava a correspondência com o registro do diploma anterior: “*Quanto à emissão pública, hoje condicionada ao registro no Banco Central, passa a depender de prévio registro na CVM, cuja exigência se inspira em idênticos objetivos da Lei vigente, isto é, defender o investidor contra lançamentos fraudulentos ou inidôneos. Também como na Lei em vigor, apenas a emissão pública está sujeita a registros (art. 17).*”

⁴⁸⁶ Cf. artigo 19, §1º, da Lei n. 6.385/1976. Os atos de distribuição abrangem a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, praticados pela companhia emissora, seus fundadores ou pessoas a ela equiparadas. Além disso, de acordo com o §2º do mesmo artigo, equiparam-se à companhia emissora para os fins do registro da emissão o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas, o coobrigado nos títulos, as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o inciso I do artigo 15 e quem quer que tenha subscrito valores mobiliários da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado.

⁴⁸⁷ Cf. artigo 19, §3º, da Lei n. 6.385/1976. De acordo com esse dispositivo, caracterizam “emissão pública” a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; e a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação. Sobre o tema, reiteramos o comentário de Eizirik: “*Há, porém, autores que aceitam o uso da expressão, no sentido técnico-legal, por significar a emissão pública a distribuição dos títulos aos subscritores. Nessa linha, entende-se que a palavra emissão (do latim *emissione*, ato de produzir e mandar para fora, lançar, expelir) designa o lançamento dos títulos e sua introdução ao mercado.*” (cf. EIZIRIK, Nelson Laks. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 43)

⁴⁸⁸ Cf. artigo 19, §5º, inciso I, da Lei n. 6.385/1976. A CVM detalha os elementos necessários à configuração de ato de distribuição pública no artigo 3º da Instrução CVM n. 400/2003.

⁴⁸⁹ Sobre o tema, ver 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, Sérgio. BARBOSA, Henrique. (coords.) *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 174; EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: *Direito societário. Estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, p. 2015. p. 430 et seq.; EIZIRIK, Nelson Laks. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 12 et seq.; EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 143 et seq.; PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 334-353. Contudo, Pitta faz uma importante ponderação: “*Sob essa perspectiva, a opção do legislador brasileiro parece acertada, uma vez que permite a fixação de regimes especiais para a realização de determinadas transações em relação às quais os procedimentos típicos associados às ofertas públicas, inclusive seu registro perante o regulador, não se demonstram justificáveis – inclusive sem imposições de amarras quantitativas em sede legal, que pode se demonstrar um grande inconveniente em vista da própria evolução natural do mercado ao longo do tempo -, e esquivando-se, também, da arenosa distinção as ofertas reputadas públicas e as privadas. Não obstante a competência conferida pela lei, o regulador não operou, de imediato, uma circunscrição objetiva em relação às operações sujeitas ou não ao regime próprio das ofertas públicas de valores mobiliários, gerando, inclusive, importante insegurança nessa seara por aqui.*” (p. 347-348) A dificuldade para definir o que constitui uma oferta pública não é enfrentada apenas no Brasil. Para um relato sobre a dificuldade enfrentada também no âmbito da União Europeia, ver DAVIES, Paul. *Gower and Davies’ principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008. p. 873 et seq.

procedimento aplicável a esse registro, especificando as informações que devem instruir o pedido. Contudo, nesse ponto a lei lista uma série de tópicos que balizam a definição desse conteúdo mínimo informacional⁴⁹⁰ e ainda exige que o pedido de registro seja acompanhado do prospecto e de outros documentos de promoção do lançamento⁴⁹¹. Além disso, a Lei n. 6.385/1976 explicita a competência da CVM para condicionar o registro à divulgação de informações que julgar necessárias à proteção dos interesses do público investidor⁴⁹².

Apesar de não impor quaisquer requisitos à obtenção desse registro, a lei permite que a CVM o subordine “*a capital mínimo da companhia emissora e a valor mínimo da emissão*”⁴⁹³. E ainda, outorga à CVM competência para suspender emissão processada em desacordo com o artigo 19 da Lei n. 6.385/1976⁴⁹⁴ e para definir os casos em que esse registro pode ser dispensado, “*tendo em vista o interesse do público investidor*”, como examinado no Capítulo 3, a seguir⁴⁹⁵.

Também aqui o processo de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários concentra-se na verificação da adequada prestação de informações, sendo que a CVM, como regra geral, não possui discricionariedade para deferir ou não o pedido e nem mesmo se espera que proceda a uma avaliação de mérito da respectiva oferta⁴⁹⁶.

⁴⁹⁰ Cf. artigo 19, §5º, inciso II, da Lei n. 6.385/1976. Esses tópicos de informação incluem: a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas; as características da emissão e a aplicação a ser dada aos recursos dela provenientes; o vendedor dos valores mobiliários, se for o caso; os participantes na distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor.

⁴⁹¹ Cf. artigo 19, §7º, da Lei n. 6.385/1976.

⁴⁹² Cf. artigo 19, §6º, da Lei n. 6.385/1976.

⁴⁹³ Cf. artigo 19, §6º, da Lei n. 6.385/1976. Não obstante, mesmo antes de regulamentar o registro, a CVM manifestara-se no sentido de que (ao menos inicialmente) não estabeleceria condições ao registro: “*De início a CVM não condicionará o registro de uma companhia para negociação a pré-requisitos relativos às empresas ou à circulação de seus valores mobiliários. Os únicos pré-requisitos demandados serão de natureza informativa, visando a atender às necessidades do mercado quanto a informações mínimas para a tomada das decisões de investir, de votar e de se fazer representar em assembleias de companhias abertas.*” (cf. “*Política de divulgação de informações*”, anexa à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978)

⁴⁹⁴ Cf. artigo 20 da Lei n. 6.385/1976. Esse dispositivo destaca, em particular, duas hipóteses de suspensão: a hipótese de emissão que tenha sido julgada fraudulenta ou ilegal, ainda que após o registro; e a hipótese de oferta, lançamento, promoção ou anúncio de valores feito em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas, dolosas ou substancialmente imprecisas.

⁴⁹⁵ Cf. artigo 19, §5º, inciso I, da Lei n. 6.385/1976.

⁴⁹⁶ “*O ato da CVM de aprovar ou desaprovar o pedido de registro de oferta pública de valores mobiliários é vinculado, uma vez que a lei e a regulamentação administrativa estabelecem os requisitos e as condições de sua prática. Não há poder discricionário da CVM, ou seja, ela não pode indeferir o pedido de registro de distribuição por razões de conveniência ou de oportunidade. O deferimento do pedido de registro pela Autarquia não importa, por sua vez, a chancela estatal quanto à qualidade da companhia ou dos valores mobiliários por ela oferecidos ao público ou quanto à veracidade das informações prestadas.*” (cf. EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: *Direito societário*. Estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 443); EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 165-167.

Entretanto, ao disciplinar a constituição de companhia por subscrição pública, a Lei n. 6.404/1976 exigiu o prévio registro da emissão na CVM, mediante apresentação de pedido instruído com estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento, projeto do estatuto social e prospecto. E ainda, conferiu à CVM o poder de condicionar o registro a modificações no estatuto ou no prospecto e de denegá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores⁴⁹⁷. Portanto, distintamente das demais hipóteses, confere-se aqui maior discricionariedade à CVM para a apreciação do pedido de registro.

Quando da disciplina pela CVM do registro de emissor, antes mesmo da disciplina do registro de emissão, fez ela questão de pontuar a diferença entre um e outro. Em nota explicativa, esclareceu que, embora ambos sirvam a assegurar ao público informações mínimas para a tomada de decisão de investimento, distinguem-se na medida em que o registro de emissão contempla um esforço de venda específico, por isso exige conteúdo e

⁴⁹⁷ Cf. artigos 82 e seguintes da Lei n. 6.404/1976. Ao examinar o artigo 82 da Lei n. 6.404/1976, Penteado acusa postura paternalista por parte do legislador: “*É de fácil constatação que à CVM foi atribuída função muito mais abrangente, como denota a hipótese examinada em acórdão do antigo Tribunal Federal de Recursos (v. Nota 90 adiante) – quiçá em virtude de orientação já acoimada de paternalista, justificada por certos autores pela falta de maturidade de nosso mercado acionário e pela necessidade de torná-lo confiável, ainda que com a instituição de um “xerife” do mercado. (...) Como se vê, a competência determina à CVM vai além da função instrumental exercida pela SEC, na medida em que abrange, ou pode abranger, a análise do mérito da operação. Essas atribuições que compreendem a possibilidade de denegação do registro da emissão, embora alinhadas como faculdade e não como dever, no dispositivo citado, aparecem de forma impositiva na Lei n. 6.385/76, posto que este diploma legal comete à CVM a função de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares e atos ilegais (art. 4º, IV), a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço (art. 4º, V), o lançamento de valores mobiliários mediante informações falsas, dolosas ou substancialmente imprecisas (art. 20, II), a par do dever genérico de assegurar a observância de práticas comerciais equitativas (art. 4º, VI).*” (cf. PENTEADO, Mauro Rodrigues. A Lei n. 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da lei das sociedades por ações*. São Paulo: Pioneira, 1998. p. 79-80) Contudo, a constituição de companhia por subscrição pública é instituto pouco utilizado na prática. O tratamento mais rigoroso atribuído a essa hipótese parece ter sido motivado pelo fato de que, em tais situações, há inevitavelmente menos informações disponíveis a respeito da companhia e, conseqüentemente, maior dificuldade de avaliação da oportunidade de investimento. Ainda sobre o tema: PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 457; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 & 20. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 397-398; EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: *Direito societário*. Estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 441-442; TELLECHEA, Rodrigo. Artigo 22. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 493-497. Vale notar que o artigo 170 da Lei n. 6.404/1976, que disciplina o aumento de capital mediante subscrição pública ou privada de ações, estende aos casos de subscrição pública o regime do referido artigo 82. Sobre esse ponto, defende Nelson Eizirik: “*Já no caso de aumento de capital por emissão pública de ações, não cabe à CVM a análise da viabilidade econômico-financeira do empreendimento (artigo 170, §§5º e 6º da Lei das S.A.), não podendo ela indeferir o pedido de registro da distribuição por considerá-la inviável, temerária ou mesmo inoportuna.*” (cf. EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: *Direito societário*. Estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 442)

disponibilidade de informação distintos⁴⁹⁸. A CVM estruturou o registro de emissor de modo a que, estando ele atualizado – e sendo esse um pressuposto do registro de emissão –, por ocasião do segundo seria necessário apenas agregar informações específicas sobre a respectiva distribuição pública⁴⁹⁹.

A Instrução CVM n. 400/2003 disciplina as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário e secundário, e é atualmente a principal norma a tratar do tema⁵⁰⁰. Voltada a assegurar a proteção dos interesses dos investidores de mercado, a Instrução CVM n. 400/2003 adota, como princípios, o tratamento equitativo dos ofertados e a ampla divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.

⁴⁹⁸ Cf. Nota Explicativa CVM n. 15/1979. Sobre o histórico de regulação do tema, ver PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 218-223; 265-273.

⁴⁹⁹ Cf. Nota Explicativa CVM n. 15/1979. A complementariedade das informações exigidas por ocasião de cada um dos registros, dentro da sistemática dual determinada pela lei, era aspecto almejado pela CVM antes mesmo de sua regulamentação: “*Refere-se a informações que devem ser divulgadas por ocasião de novas emissões de valores mobiliários. Constitui-se de um conjunto de dados sobre a emissão em si, sobre os valores mobiliários a serem oferecidos e suas características, etc. Para a tomada de decisão consciente, os potenciais investidores contarão, além dessas informações, com outras referentes à companhia emissora, com base no registro atualizado para negociação em Bolsa ou Balcão. Assim, ambos os registros caracterizam-se como complementares, permitindo maior velocidade no lançamento de títulos e unificando o sistema de divulgação.*” (cf. “*Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*”, anexo à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978) Nesse sentido, para Pitta, há, atualmente uma completa harmonização do conteúdo informacional: “*Apesar dessa opção regulatória, a inter-relação entre ambos os registros administrados pela CVM sempre foi reconhecida pela autarquia, e seu grau de intersecção foi sendo, ao longo do tempo, modificado, chegando-se, atualmente, a uma completa harmonização do conteúdo informacional acerca dos emissores de valores mobiliários no âmbito dos requisitos associados à concessão do registro de emissores e de distribuição pública dos seus valores mobiliários.*” (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 431) Ainda sobre a função informacional do registro de distribuição pública: YAZBEK, Otavio. “Em busca de um regime para os private placements no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. In: BOTREL, Sérgio. BARBOSA, Henrique. (coords.) *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 176.

⁵⁰⁰ Há diversas outras normas da CVM que tratam do registro de ofertas públicas de distribuição voltadas a situações específicas. Por exemplo: as ofertas públicas de distribuição de notas promissórias são regidas pela Instrução CVM n. 566/2015; as ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro são regidas pela Instrução CVM n. 602/2018; as ofertas públicas de distribuição de CRA são regidas pela Instrução CVM n. 600/2018; as ofertas públicas de distribuição de CRI são regidas pela Instrução CVM n. 414/2004; e a distribuição pública para realização de leilão de CEPAC é regida pela Instrução CVM n. 401/2003. Além disso, há outras normas dedicadas a hipóteses específicas de dispensa de registro, de que trataremos adiante no Capítulo 3, tais como: as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, regidas pela Instrução CVM n. 588/2017; as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, regidas pela Instrução CVM n. 476/2009; e as ofertas públicas de distribuição de COE, regidas pela Instrução CVM n. 569/2015. O procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários é disciplinado pela Instrução CVM n. 471/2008. Com base nesse diploma foi firmado convênio entre a CVM e a ANBIMA, sob o qual essa última conduz análise prévia e elabora relatórios técnicos sobre os pedidos de registro de oferta públicas de distribuição por procedimento simplificado de determinados valores mobiliários. A adoção do procedimento simplificado é uma faculdade conferida a participantes da ANBIMA, que poderão sempre optar pelo procedimento ordinário junto à CVM. (cf. Ofício-circular CVM/SRE n. 02/19)

Como mencionado, a Instrução CVM n. 400/2003 lista certos elementos que levam à configuração de atos de distribuição pública, dentre eles a utilização de qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover a oferta. Para esse fim, entende-se por público em geral *“uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora”*. Nesse elemento a doutrina identifica um critério fundamental de distinção de ofertas públicas e privadas de distribuição⁵⁰¹.

A Instrução CVM n. 400/2003 reproduz e detalha a regra geral de que toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais ou jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser previamente submetida a registro perante a CVM⁵⁰². Assim, disciplina o procedimento para obtenção desse registro, os programas de distribuição de valores mobiliários, as hipóteses de indeferimento de pedido de registro, de suspensão e cancelamento de ofertas de distribuição, o papel da instituição intermediária, o conteúdo do prospecto, a conduta dos participantes, e outros.

Também aqui a CVM fez constar a ressalva de que o deferimento do registro em questão é baseado em critérios formais de legalidade e não implica garantia quanto à veracidade das informações prestadas, à situação econômica ou financeira do ofertante ou da emissora ou à sua administração, à viabilidade da oferta ou à qualidade dos valores mobiliários ofertados⁵⁰³.

⁵⁰¹ *“Isso autoriza a conclusão esboçada acima, de que talvez mais importante do que os meios utilizados para o acesso aos investidores (e é importante destacar o esforço, no texto da norma, para demonstrar o caráter exemplificativo dos meios ali referidos) seja, de fato, a natureza dos destinatários. E aqui, ao menos para esses fins, não importa tanto a qualificação destes, mas muito mais a sua indeterminação de início, a sua pertinência a um “público em geral” ou a um “público-alvo”. E a exceção, trazida ao fim do §1º, para aqueles que mantenham prévio vínculo com o emissor, reforça esse ponto.”* (cf. YAZBEK, Otavio. “Em busca de um regime para os private placements no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. In: BOTREL, Sérgio. BARBOSA, Henrique. (coords.) *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 179) Ainda sobre o tema, ver PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 225-226. No tocante à delimitação do que constitui uma oferta pública, Pitta comenta que *“o tratamento conferido pela Instrução CVM n. 400/03 pode ser considerado tímido e, em certa medida, insuficiente para conferir segurança jurídica quanto à incidência ou não do regime regulatório ali prescrito. Isso porque a regra, ao buscar circunscrever negativamente o conjunto de transações que não se sujeitam ao regime regulatório aplicável às ofertas públicas, o faz de maneira limitada, essencialmente em função da existência ou não de relacionamento prévio com o emissor dos valores mobiliários ofertados.”* (cf. PITTA, André Grunspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 351)

⁵⁰² Cf. artigo 2º da Instrução CVM n. 400/2003.

⁵⁰³ Cf. artigos 15 e 56, §7º, da Instrução CVM n. 400/2003.

Além disso, a Instrução CVM n. 400/2003 lista hipóteses de dispensa automática desse registro e disciplina as demais hipóteses em que a CVM poderá – “*a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor*” – dispensá-lo por completo, ou apenas requisitos específicos⁵⁰⁴.

Quando da elaboração da Instrução CVM n. 480/2009, já havia por parte da CVM a pretensão de propor a alteração da Instrução CVM n. 400/2003 para estabelecer prazos diferenciados para a análise dos pedidos de registro de ofertas de distribuição conforme o *status* do emissor e sua opção por incorporar ou não as informações periódicas e eventuais já disponíveis, com vistas a promover maior celeridade⁵⁰⁵. Essa reforma à Instrução CVM n. 400/2003 foi então promovida pela Instrução CVM n. 482/2010⁵⁰⁶.

A realização de oferta pública de distribuição sem prévio registro ou dispensa pela CVM configura infração grave e sujeita os infratores às penalidades da Lei n. 6.385/1976⁵⁰⁷. Além disso, a Lei n. 7.492/1986 define como crime contra o sistema financeiro nacional a emissão, oferta ou negociação de valores mobiliários sem prévio registro⁵⁰⁸.

1.1.3 Listagem e admissão à negociação em mercado organizado

O artigo 21 da Lei n. 6.385/1976, que trata do registro de emissor, inclui previsão no sentido de que as bolsas de valores e entidades de mercado de balcão organizado podem estabelecer requisitos próprios para que os valores mobiliários sejam *admitidos à negociação* em seus recintos ou sistemas, desde que esses requisitos sejam previamente aprovados pela CVM⁵⁰⁹.

⁵⁰⁴ Cf. artigos 4º e 5º da Instrução CVM n. 400/2003. O Colegiado da CVM delegou à SRE a competência para apreciar a dispensa de requisitos do registro em situações específicas previstas nas Deliberações CVM n. 476/2005, 533/2008 e 751/2016.

⁵⁰⁵ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08.

⁵⁰⁶ Cf. artigo 6-A da Instrução CVM n. 400/2003.

⁵⁰⁷ Cf. artigo 59, inciso II, da Instrução CVM n. 400/2003.

⁵⁰⁸ Cf. artigo 7º da Lei n. 7.492/1986. Ainda sobre o tema, e as consequências no âmbito civil: EIZIRIK, Nelson Laks. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 21-25; EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 175-177.

⁵⁰⁹ Cf. artigo 21, §4º, da Lei n. 6.385/1976 (com redação dada pela Lei n. 9.457/1997). A Lei n. 9.457/1997 reenumerou o dispositivo e acrescentou a referência às entidades e sistemas de mercado de balcão organizado, sendo certo que antes da reforma pela Lei n. 9.457/1997, o termo *admissão a negociação* já era também aqui empregado. Mesmo antes da promulgação da Lei n. 6.385/1976, já era prática reconhecida a formulação de exigências pelas bolsas de valores como condição para a negociação de valores mobiliários em seus recintos (cf. item V (b) da Resolução n. 88/1968). A necessidade de prévia aprovação, pela CVM, dos requisitos estabelecidos pelas bolsas, nasceu de emenda proposta no curso da tramitação do projeto de lei que deu origem

Ou seja, repetiu-se, nesse contexto, o termo empregado na definição legal de companhia aberta, e foi infeliz o legislador ao fazê-lo, como explicaremos no item 1.2.2 a seguir.

A CVM dedicou ao tema inicialmente a Instrução CVM n. 5/1978. Determinou então que as companhias abertas registradas perante a CVM para negociação em bolsa deveriam requerer a admissão à negociação de seus valores mobiliários à bolsa de valores do local de sua sede, e reiterou que essas poderiam estabelecer requisitos próprios⁵¹⁰. Essa norma foi revogada pela Instrução CVM n. 312/1999, que autorizou as companhias a postularem admissão à negociação dos valores mobiliários a bolsa de valores de sua livre escolha, e ainda, exigiu essa admissão como condição para o deferimento do registro de emissor de que trata o artigo 21 da Lei n. 6.385/1976⁵¹¹. Não obstante, normas anteriores da CVM sobre o registro de emissor já haviam estabelecido, como condição ao deferimento do registro para negociação em bolsa pela CVM, a admissão por bolsa de valores dos valores mobiliários da companhia à negociação (condicionada apenas à obtenção do referido registro perante a CVM)⁵¹².

à Lei n. 6.385/1976, assim justificada: “A experiência tem mostrado que se deixarmos as condições mínimas de registro de títulos para negociabilidade no pregão sujeitas a livre pretensão de cada Bolsa, iremos criando diversos mercados regionais competitivos entre si, dificultando o funcionamento de um real mercado nacional. A CVM deverá sempre aprovar quaisquer deliberações das Bolsas nesse sentido.” (cf. Emenda n. 10, de 12 de agosto de 1976, ao Projeto de Lei n. 2.600/1976) Antes mesmo da regulamentação dos registros antes referidos, a CVM confirmou que manteria a delegação para que as bolsas estabelecessem pré-requisitos próprios e apontou critérios que poderiam os pautar: “Quanto às várias Bolsas de Valores, com base nos princípios de auto-regulação, a CVM manterá a delegação para que estabeleçam, individualmente, pré-requisitos adicionais para registro de companhias. Há três classes de pré-requisitos que as Bolsas de Valores podem estabelecer para a concessão de seu registro. São eles: a) Pré-requisitos estruturais, tais como: capital mínimo; rentabilidade passada; política estatutária, de dividendos; desempenho passado no que toca à distribuição de dividendos; propriedade do controle. b) Pré-requisitos quanto à potencialidade de circulação de valores mobiliários, tais como: condições de pulverização do capital ou de cada classe de valor mobiliário: número de acionistas com mais do que determinada quantidade de ações; capital em poder do público; combinação entre os dois fatores antes mencionados; aumento gradativo de dispersão; número de acionistas; fatores geográficos, etc; características dos serviços prestados pela companhia a seus acionistas: existência de departamento de acionistas com certa capacidade mínima de atendimento, agente emissor, ação escritural, etc; ação sem valor nominal; liquidez mínima. c) Pré-requisitos de natureza informativa, tais como: informações adicionais às requeridas pela CVM; exigências especiais quanto à disseminação de informações: obrigatoriedade de envio de relatório anual a todos os acionistas nominativos e ao portador que se identificarem para esta finalidade, etc. As Bolsas de Valores poderão ainda estabelecer, além desses, critérios especiais para cancelamento de registro. Recomenda-se que as Bolsas considerem a possibilidade de exigir o compromisso das companhias de obterem aprovação em Assembléia Geral antes de pleitear tal cancelamento.” (cf. “Política de divulgação de informações”, anexa à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978)

⁵¹⁰ Cf. itens I e V da Instrução CVM n. 5/1978. Ressaltou ainda que as companhias deveriam prestar à respectiva bolsa de valores as informações que lhes fossem solicitadas e pagar contribuição anual (cf. itens VI e X da Instrução CVM n. 5/1978).

⁵¹¹ Cf. artigo 1º da Instrução CVM n. 312/1999. Essa norma estabelecia também que caberia recurso à CVM de eventual decisão de indeferimento por parte da bolsa de valores (cf. artigo 5º da Instrução CVM n. 312/1999).

⁵¹² Cf. artigo 5º, inciso II, da Instrução CVM n. 9/1979; artigo 7º, inciso III, da Instrução CVM n. 32/1984; artigo 7º, inciso III, da Instrução CVM n. 60/1987; e artigo 7º, inciso III, da Instrução CVM n. 202/1993.

Sob a Instrução CVM n. 480/2009 não há mais tal exigência⁵¹³. A nova orientação foi confirmada pela CVM na respectiva audiência pública, em que decidiu eliminar tal requisito⁵¹⁴. Assim sendo, sob o regime atual, o registro de emissor não fica condicionado nem ao registro de oferta pública de distribuição, nem à admissão à negociação dos valores mobiliários em mercado organizado.

Além disso, a Instrução CVM n. 461/2007 confirma a competência das entidades administradoras de mercado organizado para aprovar regras de organização e funcionamento, inclusive condições para admissão à negociação e manutenção da autorização à negociação de valores mobiliários nos mercados por elas administrados, bem como sobre hipóteses de suspensão e cancelamento dessa autorização para negociação⁵¹⁵.

Atualmente, esses requisitos estão concentrados no Regulamento para Listagem e no Manual do Emissor da B3. O regulamento inclui normas relativas à *listagem* de emissores perante a B3 e à *admissão à negociação* de valores mobiliários nos mercados organizados por ela administrados, sendo complementado pelo manual. Essa sistemática parece espelhar o sistema dual de registro das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, permitindo inclusive que a

⁵¹³ Note-se que a Instrução CVM n. 312/1999 não foi expressamente revogada – nem pela Instrução n. 461/2007, que apenas revogou o seu artigo 6º, nem pela Instrução CVM n. 480/2009. Não obstante, a nosso ver, os dispositivos da Instrução CVM n. 312/1999 que vinculavam o registro de emissor à admissão à negociação em bolsa de valores são incompatíveis com a sistemática da Instrução CVM n. 480/2009. Também nesse sentido, ver PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 439-440.

⁵¹⁴ Em resposta a comentário formulado sobre o tema no âmbito da audiência pública, concluiu a CVM: “O modelo implementado pela Minuta não contempla o registro de emissores que não estão autorizados a negociar seus valores mobiliários em mercado organizado. Assim, independentemente do processo de admissão na entidade administradora de mercado organizado, os registros concedidos pela CVM sempre implicam autorização para negociar valores mobiliários em mercados organizados. A verificação do registro concedido pela entidade administradora, no caso, seria desnecessária, uma vez que não alteraria o tipo de registro concedido pela CVM. Por isso, a CVM decidiu eliminar esse documento da lista a ser entregue pelo emissor que pleitear o registro.” (cf. Relatório de audiência pública CVM n. 07/08, p. 15)

⁵¹⁵ Cf. artigo 15, inciso V, da Instrução CVM n. 461/2007. Note-se que, em dezembro de 2019, a CVM submeteu a audiência pública, com encerramento previsto para fevereiro de 2020, minuta de norma que substituirá a Instrução CVM n. 461/2007, com o objetivo de “dar novo tratamento regulatório a determinados assuntos considerados pela CVM essenciais para assegurar o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários caso venha a existir no Brasil mais de um ambiente de negociação” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 09/2019, p. 1) A minuta proposta continua a empregar a expressão “admissão à negociação”, e passa ainda a traçar a seguinte distinção com relação à “listagem” de emissores: “A minuta estabelece uma distinção entre a atividade de listagem de emissores e a de admissão de valores mobiliários à negociação. A listagem depende de solicitação do emissor e aceitação da entidade administradora de mercado organizado que deve supervisionar o cumprimento das obrigações que imponha ao emissor, bem como estabelecer mecanismos que permitam a tempestiva divulgação de informações relativas à suspensão ou exclusão de valores mobiliários às demais entidades administradoras que os admitam à negociação as quais, por sua vez, deverão assegurar o cumprimento imediato da decisão tomada pela entidade responsável pela listagem. A admissão à negociação de valores mobiliários é ato unilateral da entidade administradora de mercado organizado que prescinde de autorização do emissor quando este já tenha sido previamente listado por outra entidade administradora do mercado. A exigência visa garantir a existência de gatekeeper com relação às obrigações de divulgação de informações.” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 09/2019, p. 7)

listagem e a admissão à negociação sejam pleiteadas concomitantemente⁵¹⁶. Ademais, a listagem do emissor perante B3 pode ser pleiteada simultaneamente ao registro de emissor perante a CVM, tal como a admissão à negociação nos mercados organizados administrados pela B3 e o registro de oferta pública de distribuição pela CVM⁵¹⁷.

O referido regulamento estabelece os requisitos aplicáveis à adesão ao segmento básico dos mercados administrados pela B3⁵¹⁸. Cabe ao emissor indicar o mercado pretendido no pedido de admissão⁵¹⁹. Caso opte por pleitear admissão à negociação nos segmentos especiais do mercado de bolsa, como o Novo Mercado, deverá ainda atender aos requisitos próprios dos regulamentos específicos⁵²⁰.

A listagem garante ao emissor o direito de ter valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação nos mercados organizados administrados pela B3, observados os requisitos e procedimentos aplicáveis⁵²¹. Ou seja, é um pré-requisito para que o emissor possa pleitear à B3 a admissão à negociação, o que também é possível caso o emissor seja expressamente dispensado da listagem pela B3 ou listado em outra entidade administradora⁵²².

Contudo, o diretor presidente da B3 tem poder discricionário para decidir sobre o pedido de listagem do emissor⁵²³, e pode indeferi-lo caso entenda que a negociação dos valores mobiliários poderia ser prejudicial ao funcionamento dos mercados organizados administrados pela B3 e à sua imagem e reputação enquanto entidade administradora⁵²⁴. Isso vale também para a admissão à negociação dos valores mobiliários⁵²⁵.

Adicionalmente, a listagem sujeita os emissores, seus acionistas controladores e administradores, a um conjunto adicional de obrigações estabelecido pela B3, cujo descumprimento sujeita o emissor a sanção⁵²⁶. Um exemplo de exigência imposta pela B3 aos emissores nela listados é o dever de manter a cotação dos valores mobiliários de sua

⁵¹⁶ Cf. item 3.2.5 do manual do emissor.

⁵¹⁷ Cf. itens 3.2.19.1 e 6.2.11.2 do manual do emissor.

⁵¹⁸ Cf. item 4.6 do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários.

⁵¹⁹ Cf. item 6.5 do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários.

⁵²⁰ Cf. item 4.7 do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários.

⁵²¹ Cf. item 5.1 do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários e item 5.1.1 do manual do emissor.

⁵²² Cf. item 6.1 (a) do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários.

⁵²³ Cf. item 4.12 do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários.

⁵²⁴ Cf. item 4.15 (b) do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários.

⁵²⁵ Cf. item 6.9 (c) do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários e item 6.2.18.1 do manual do emissor. O §1º do artigo 57 da Instrução CVM 461/2007 confirma essa discricionariedade: “§1º A admissão à negociação em mercado organizado de valores mobiliários específico depende de decisão da respectiva entidade administradora responsável.”

⁵²⁶ Cf. Capítulo 10 do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários.

emissão admitidos à negociação dentro dos valores mínimos estabelecidos pela B3⁵²⁷.

O regulamento disciplina ainda a retirada de negociação de determinada espécie ou classe de valor mobiliário⁵²⁸, bem como o cancelamento de listagem do emissor, sendo que apenas o cancelamento faz com que o emissor deixe de se sujeitar às obrigações antes mencionadas⁵²⁹.

Por fim, o regulamento ressalva que a listagem do emissor na B3 ou a admissão de seus valores mobiliários à negociação nos mercados organizados administrados pela B3 não caracterizam recomendação de investimento e não implicam julgamento, por parte da B3, acerca da qualidade ou veracidade das informações divulgadas pelo emissor, dos riscos inerentes às suas atividades ou de sua situação econômico-financeira⁵³⁰.

Ainda que esses requisitos próprios sejam previamente aprovados pela CVM, entendemos que a listagem e a admissão à negociação em mercado organizado não integram o sistema dual de registro das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976. Trata-se de regime separado e complementar, com características específicas, administrado por entidade de direito privado, com margem de discricionariedade, que não impede ou vincula o registro de emissor ou de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. A relação entre a entidade administradora e os emissores listados, cujos valores mobiliários sejam admitidos à negociação em mercados organizados por ela administrados, tem natureza eminentemente privada, ainda que temperada pelo interesse público associado às atividades conduzidas nesses mercados⁵³¹.

⁵²⁷ Cf. item 5.2 (f) do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários e item 5.1.2 (vi) e item 5.2 do manual do emissor. Essas obrigações incluem também o pagamento de taxas de análise e anuidades, cf. item 5.2 (e) do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários e item 5.1.2 (v) do manual do emissor. Outras obrigações incluem: realizar oferta pública de aquisição dos valores mobiliários de sua emissão nas hipóteses e na forma prevista no regulamento, quando aplicável, e observar os procedimentos estabelecidos pela B3 para a distribuição de proventos e para a divulgação de atos ou fatos relevantes (item 5.2, (h), (i) e (j) e item 5.1.2 (viii) a (x), respectivamente).

⁵²⁸ Cf. item 8.1 a 8.3 do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários.

⁵²⁹ Cf. item 9.5 do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários.

⁵³⁰ Cf. item 11.1 do regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários e item 11.1 do manual do emissor.

⁵³¹ O comentário é de Pitta, que destaca que essa relação é estabelecida em bases puramente contratuais e tem, tradicionalmente, como contrapartida, o pagamento de taxas de anuidades às entidades administradoras. (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 464-465)

1.2 Companhia aberta: valores mobiliários “admitidos à negociação”?

O exame do sistema dual de registro conduz naturalmente à indagação quanto a o que constitui a *admissão à negociação* dos valores mobiliários para fins de enquadramento como companhia aberta. Indaga-se: é suficiente a tanto o registro para negociação pública de valores mobiliários ou é necessária sua efetiva negociação? São necessários ambos os registros, ou basta o registro do emissor? E mais, a listagem e a admissão à negociação em mercado organizado integram, ou se confundem, com a admissão à negociação dos valores mobiliários para fins de enquadramento como companhia aberta? É o que se passa a examinar.

1.2.1 Divergência doutrinária: conceito formal ou material?

Para responder à indagação inaugural, é importante inicialmente ponderar os objetivos que pautaram a disciplina legal da companhia aberta. Nesse sentido, reitera-se que a lei brasileira adotou definição propositalmente ampla de companhia aberta. E isso foi feito, de acordo com a Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/1976, com base na percepção de que “*toda companhia que faz apelo – por mínimo que seja – à poupança pública, cria, ao ingressar no mercado de capitais, relações que não existem na companhia fechada*”, e que exigem tutela própria⁵³².

Seguindo esse raciocínio, faria sentido considerar que o fator a atrair a incidência dessa tutela especial é a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, isto é, o efetivo apelo à poupança popular. Em outras palavras, esse fundamento isoladamente considerado parece conduzir à conclusão de que se enquadram como abertas as companhias cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação nesse mercado, entendendo-se essa *admissão à negociação* como sinônimo de efetiva distribuição ou negociação pública. Não obstante, há outros importantes fatores a serem considerados na interpretação do dispositivo legal.

Especialmente, cumpre lembrar que a mesma Exposição de Motivos diz também que o conceito de companhia aberta “*se ajusta à legislação do mercado de capitais em vigor (Lei nº 4.728, de 14.7.1965), que submete à disciplina especial as companhias com valores*

⁵³² Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

*mobiliários distribuídos no mercado, ou negociáveis mediante oferta pública (arts. 16 e 19 a 21)*⁵³³. Ou seja, a definição legal de companhia aberta foi pensada dentro da estrutura da Lei n. 4.728/1965, regulamentada pela Resolução n. 88/1968, que já incluía a exigência de prévio registro, e foi posteriormente espelhada na Lei n. 6.385/1976, ainda que com algumas distinções⁵³⁴.

Mais ainda, a referida Exposição de Motivos explicita que “[o]s preceitos do artigo 4º e seu parágrafo único pressupõem a disciplina do mercado de valores mobiliários objeto de outro projeto de lei, que cria a Comissão de Valores Mobiliários”⁵³⁵. Em outras palavras, o conteúdo da definição legal de companhia aberta é vinculado à, ou preenchido pela, disciplina da Lei n. 6.385/1976, que passou a reger o mercado de valores mobiliários em substituição à Lei n. 4.728/1965.

Se a companhia aberta é aquela cujos valores mobiliários estejam *admitidos à negociação*, e para que esses valores mobiliários se tornem *negociáveis* é condição o registro, poder-se-ia concluir então que o registro é fator determinante ao enquadramento como companhia aberta, mas não necessariamente a efetiva negociação pública. Sob essa perspectiva, a *admissão à negociação* representaria a potencialidade da negociação, a negociabilidade, que o registro garante.

Essa questão é objeto de divergência doutrinária. Duas principais correntes de interpretação podem ser identificadas: (i) de um lado, aqueles que entendem que a definição legal de companhia aberta é conceito *formal*, e, (ii) de outro, aqueles que defendem que se trata, ao contrário, de conceito *material*. Apesar de sua inegável relevância prática, não são muitas as manifestações que enfrentam diretamente essa questão, no mais das vezes brevemente meramente mencionada em comentários gerais ao artigo 4º da Lei n. 6.404/1976⁵³⁶.

⁵³³ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

⁵³⁴ Lembre-se que, sob a égide da Lei n. 4.728/1965, vigoravam as seguintes regras gerais: (i) as emissões de valores mobiliários somente podiam ser conduzidas através do sistema de distribuição conforme previsto naquele diploma; (ii) somente podiam ser negociados em bolsa os valores mobiliários de emissão de pessoas jurídicas de direito privado registradas perante o BACEN, ou de pessoas jurídicas de direito público; e (iii) nenhuma emissão de títulos ou valores mobiliários podia ser distribuída publicamente sem prévio registro (cf. artigos 16, 19 e 21 da Lei n. 4.728/1965).

⁵³⁵ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

⁵³⁶ Essa dificuldade é apontada por Yazbek: “É interessante destacar que a maior parte dos autores passa pelo tema sem dedicar maior atenção a essa diferenciação entre um conceito material e um conceito formal de companhia aberta, malgrado ela seja não apenas polêmica, como se pode ver do trecho acima transcrito, como também essencial para a adequada caracterização das companhias abertas.” (cf. YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 111 (cf. nota de rodapé n. 4))

A corrente que sustenta que a definição legal de companhia aberta traduz conceito *material*, de modo que a *admissão à negociação* pressupõe a efetiva negociação dos valores mobiliários, parece ter sido encampada por Lamy e Bulhões.

Afirmavam os co-autores dos respectivos anteprojetos que o que caracteriza a companhia aberta é “a *distribuição de emissão ou negociação dos seus títulos nos mercados organizados, e toda companhia que não participe desse modo dos mercados de capitais é, na definição legal, fechada*”⁵³⁷.

Ainda nessa linha, Carvalhosa sustenta que o critério adotado pela lei para distinguir as companhias abertas e fechadas é a forma de financiamento das atividades empresariais – isto é, se a companhia é financiada pelos próprios acionistas ou por um grupo previamente conhecido de terceiros subscritores, ou se busca captar recursos junto ao público – e que basta que haja oferta junto ao público investidor para o enquadramento como companhia aberta⁵³⁸.

⁵³⁷ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 98. Em sentido semelhante, comentavam: “*Os mecanismos básicos do funcionamento interno das companhias abertas e fechadas são os mesmos, mas, nas relações com o público as companhias abertas assumem obrigações relevantes e específicas com os participantes dos mercados de valores mobiliários, e o público em geral. Com efeito, a diferença mais importante entre a companhia fechada e a aberta é que esta, além das relações (internas) com os investidores do mercado que são seus acionistas, mantém – pelo fato de participar do mercado como emissora de valores mobiliários negociados mediante oferta pública – relações com todos os investidores do mercado – inclusive os que não são titulares de valores mobiliários de sua emissão, mas apenas adquirentes em potencial desses valores.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. Vol. I. p. 84)

⁵³⁸ “*O critério adotado pela Lei n. 6.404, de 1976, é o de financiamento de sociedade. Se esta obtém recursos de capital mediante a subscrição de ações pelos próprios acionistas ou por grupo restrito de pessoas, mediante o exercício do direito de preferência dos acionistas ou de contrato de participação acionária, celebrado com terceiros subscritores, previamente conhecidos, temos uma sociedade fechada. Entende-se, nesses casos de financiamento da companhia pelos próprios acionistas ou por um grupo previamente conhecido de terceiros subscritores, que estes podem tutelar seus interesses no próprio âmbito contratual, dispensando, conseqüentemente, a tutela pública. (...) Quando, por outro lado, a companhia procura recursos de capital próprio (ações) ou de terceiros (debêntures) junto ao público, oferecendo a qualquer pessoa desconhecida ações e debêntures de sua emissão, temos uma companhia aberta. Neste caso, em face da dispersão dos tomadores de valores mobiliários emitidos pela companhia, que se presume incapazes de formar uma comunidade apta a defender eficazmente seus interesses perante aquela, seus controladores e administradores, a lei estabelece um regime especial de tutela do Poder Público em favor dessa coletividade de acionistas, debenturistas e demais portadores de títulos acionários. (...) Se a sociedade logra ou não colocar seus títulos em consequência da oferta, pouco importa. Basta que haja oferta junto ao público investidor para que, sobre a sociedade, incida o regime especial de tutela estatal previsto na lei.*” (cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 47) Prossegue o autor: “*Em consequência, a maneira de configurar esse regime é simples. Basta que as ações tenham sido negociadas no mercado de valores mobiliários por meio de qualquer instituição que o integre (bancos de investimento, sociedades corretoras, distribuidoras, agentes autônomos, etc.), ou, então, se houver inclusão dessas ações em qualquer fundo de investimento, para que a sociedade emissora das ações, debêntures, bônus de subscrição, certificados de depósito de ações, partes beneficiárias, seja caracterizada como companhia aberta.*” (cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 48)

Em sentido oposto, a corrente que entende que a definição legal de companhia aberta configura conceito *formal*, de modo que a *admissão à negociação* pressupõe tão somente o registro, parece reunir maior número de apoiadores.

Nesse sentido, afirmavam Requião e Costa que a companhia é aberta ou fechada conforme tenha ou não os valores mobiliários de sua emissão registrados na CVM⁵³⁹.

Também Yazbek sustenta que houve mudança de orientação, visto que as sociedades anônimas de capital aberto eram caracterizadas a partir de critério material, e foi rigorosamente distinta a opção da lei societária de 1976. Diz ele, quanto às companhias abertas, que “o art. 4º passou a definir tais companhias a partir daquela obrigatoriedade de registro. A negociabilidade nele consagrada não se confunde com a concreta negociação dos títulos, que é situação de fato”⁵⁴⁰.

Na mesma linha, Pitta ressalta que a autorização para negociação concedida por meio do registro é o marco para a incidência dos regimes societário e informacional próprios às companhias abertas⁵⁴¹.

Bulhões entende que *admitidos à negociação* significa “*aceitos, acolhidos para troca no mercado, como objeto de operações nele realizadas*”, e essa admissão “*resulta de ato administrativo da CVM, de concessão de registro prescrito na lei. É esse ato administrativo*

⁵³⁹ “Assim, uma companhia será considerada companhia aberta, segundo o texto da lei, se seus valores mobiliários forem registrados na Comissão de Valores Mobiliários.” (cf. REQUIÃO, Rubens Comentários à lei das sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva, 1978. p. 42); “Uma companhia é aberta, reza o texto, quando as ações do seu capital e outros valores mobiliários da sua emissão estejam registrados na Comissão de Valores Mobiliários.” (cf. COSTA, Philomeno J. da. *Anotações às companhias*. Vol. I. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. p. 124)

⁵⁴⁰ Cf. YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 110-111.

⁵⁴¹ “A autorização para negociação concedida por meio do registro do emissor perante a CVM tem por principal efeito a sua sujeição, a partir de então, ao regime societário próprio e às obrigações especiais aplicáveis às companhias abertas (impostas pela própria Lei n. 6.404/76 ou pela CVM, no exercício da competência a ela atribuída nos termos do artigo 22 §1º da Lei n. 6.385/76), e principalmente ao regime informacional obrigatório a que se sujeitam os emissores de valores mobiliários.” (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 447) Comenta ainda que “a expressão “admitidos à negociação” não faz alusão somente ao ingresso desses valores mobiliários em um determinado tipo de sistema de negociação administrado por uma entidade administradora (e.g. de bolsa ou de balcão), mas sim à sua aptidão a serem negociados, genericamente, no mercado de valores mobiliários.” (cf. PITTA, André Grunspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 187) Contudo, como veremos adiante no Capítulo 3, o autor entende que o enquadramento como companhia aberta ocorre também nas hipóteses de dispensa de registro.

que qualifica a emissora dos valores mobiliários como companhia aberta”⁵⁴².

Já Tannous defende que a interpretação sistemática da lei conduz à conclusão de que o elemento distintivo para o enquadramento como companhia aberta reside na obtenção do registro de companhia aberta (e não na “*admissão dos valores mobiliários à negociação no mercado*”). Diante disso, e da possibilidade de dispensa de registro, comenta que a definição legal de companhia aberta “*não parece ser a mais precisa diante do arcabouço regulatório vigente atualmente*”⁵⁴³.

Por fim, Tellechea menciona que o critério de distinção “*tem por base a natureza do financiamento obtido pela sociedade*”, contudo conclui, tendo em vista o teor do §1º do artigo 1º da Instrução CVM n. 480/2009, que o registro da companhia aberta perante a autarquia “*é suficiente para caracterizar uma companhia como aberta, não sendo necessária a existência de um pedido concomitante ou posterior de distribuição de valores mobiliários, nem a efetiva negociação dos valores porventura emitidos*”⁵⁴⁴. Outros autores

⁵⁴² Cf. BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 108-109. No mesmo sentido, confirma o autor (p. 110): “*O registro de emissão de valores mobiliários na CVM, visando à sua distribuição no mercado, submete a companhia emissora ao regime das companhias abertas, embora a concessão do registro não caracterize ou tipifique ato de distribuição ou emissão pública: é possível que os valores mobiliários não venham a ser efetivamente distribuídos (= colocados) no mercado, e que nova assembleia geral delibere revogar a autorização para a sua criação e emissão – hipótese em que não incide a norma do §4º do art. 4º da Lei das Sociedades Anônimas.*” Contudo, discorda que os registros previstos no artigo 21 correspondam a um registro de companhia aberta, tal como regulamentado pela CVM: “*Se determinada sociedade anônima requer e obtém o registro do art. 21, I, da Lei 6.385/1996, ela passa a integrar a categoria de “companhias abertas”; esse status não resulta da obtenção (anterior ou simultânea) de registro de companhia aberta em atendimento a ato regulamentar da CVM, pois não é esse registro (mas um daqueles outros) que a insere na categoria de companhias abertas.*” (cf. BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 116)

⁵⁴³ Cf. TANNOUS, Thiago Saddi. *Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 115-116.

⁵⁴⁴ Cf. TELLECHEA SILVA, Rodrigo. *Sociedades anônimas fechadas: direitos individuais dos acionistas e cláusula compromissória estatutária superveniente*. Tese de Doutorado. Orientador Prof. Associado Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo – SP, 2015. p. 239-240. Prossegue o autor: “*Desse modo, ganha relevância o exame conjunto dos §§ 1.º e 2.º do art. 4.º da Lei n. 6.404/76, com a redação dada pela Lei 10.303/01, que exigem o registro prévio não apenas da companhia, mas também da distribuição de valores mobiliários perante a CVM, sem, no entanto, fundir as duas espécies de registro em uma, o que acabaria por confundi-las por inteiro. Resta evidente, portanto, que, salvo nos casos de dispensa de registro, a lei societária e do mercado de capitais aliada às normas expedidas pela CVM condicionam a caracterização de companhia aberta ao prévio registro da companhia emissora no órgão regulador – e não ao pedido de oferta pública de valores mobiliários – ou à efetiva negociação, que é situação de fato, podendo ou não ocorrer, diferenciando o pedido do registro de companhia aberta do pedido de oferta de distribuição de seus títulos. Porém, em regra, para a efetiva negociação de valores mobiliários no âmbito do mercado de capitais, os registros de companhia aberta e o de oferta pública se fazem necessários.*” (p. 240-241) Por outro lado, Tellechea aponta que a diferença entre companhias abertas e fechadas é substancial, e não apenas formal: “*Afirmar que a diferença é também qualitativa significa dizer que o critério que diferencia os subtipos em aberta e fechada não está restrito ao conceito da lei, ao universo da*

manifestam-se em sentido semelhante^{545/546}.

oferta – pública ou particular –, ao registro no órgão regulador, à possibilidade de ampla negociação e à forma de subscrição das ações, mas também à natureza institucional ou contratual das normas que formam as sociedades e, por conseguinte, das consequências que decorrem dessa constatação.” (p. 247) No mesmo sentido: TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 249-252; TELLECHEA, Rodrigo. Artigo 22. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 497-501; 506.

⁵⁴⁵ Na mesma direção, registra-se os seguintes posicionamentos: para Castro, a admissão à negociação pressupõe o registro, de modo que *“para submeter-se ao regime de companhia aberta, não é necessário que se negociem valores mobiliários, podendo isso eventualmente jamais ocorrer”* (cf. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Capítulo 5 – A sociedade por ações brasileira. In: ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. *Regulação brasileira do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 208); para Tokars, *“a lei é clara ao estabelecer a necessidade da admissão, ou autorização, da oferta pública dos valores mobiliários, afastando-se do sistema material de enquadramento (baseado na negociação efetiva, e não na autorização da operação) vigente do direito norte-americano. (...) De outro lado, para fins de classificação não se considera como necessária a efetiva negociação dos valores mobiliários de forma pública, bastando a existência de autorização da Comissão de Valores Mobiliários para esta forma de oferta.”* (cf. TOKARS, Fábio. Comentários ao artigo 4º. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00*. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 30-31); *“Companhia aberta é uma sociedade por ações (S.A.) que, mediante a obtenção do registro perante a CVM, está autorizada a ter seus valores mobiliários negociados publicamente, tanto em bolsas de valores, quanto no mercado de balcão, organizado ou não.”* (cf. LANG, Henrique. MYANAKI, Cauê. CHAUFFAILE, Gustavo. Capítulo 8 – Principais Agentes do Mercado. In: CVM. *Direito do mercado de valores mobiliários*. 1ª ed. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 302); *“São companhias abertas, portanto, aquelas que possuem registro na Comissão de Valores Mobiliários.”* (cf. SILVA, Francisco Costa e. MARTINS NETO, Carlos. *A utilização do instituto da incorporação de ações como forma de burlar a exigência legal de opa para fechamento de capital*. 2007. p. 6. Disponível em: <https://www.bocater.com.br/wp-content/uploads/2013/10/artigo-2008-062.pdf>. Acesso em: 09 ago. 2019).

⁵⁴⁶ Em acréscimo aos posicionamentos antes mencionados, registra-se ainda os seguintes comentários sobre o tema: *“A companhia aberta é aquela que capta recursos junto ao público, ou seja, tem valores mobiliários de sua emissão publicamente negociados, em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão.”* (cf. EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: *Direito societário*. Estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 427); *“Na realidade o conceito de companhia aberta, em nosso direito positivo, está centrado atualmente não mais na eventual dispersão das ações (como ocorria anteriormente, com as Sociedades Anônimas de Capital Aberto, na forma da Resolução 106/68 do Conselho Monetário Nacional), mas no fato de recorrer a companhia ao mercado de capitais, oferecendo publicamente valores mobiliários de sua emissão.”* (cf. EIZIRIK, Nelson Laks. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 5); e ainda, em conjunto com Carvalhosa, comenta que *“a companhia aberta continua sendo distinguida da companhia fechada pelo fato de ter os valores mobiliários de sua emissão publicamente negociados”* (cf. CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 33); Teixeira e Tavares Guerreiro comentam que *“as sociedades abertas são conceituadas, não em função do grau de sua difusão acionária entre o público, mas em função da negociação, por menor que seja, de seus valores mobiliários no mercado de bolsa ou de balcão”*. (cf. TEIXEIRA, Egberto L. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979. p. 111) Apontam também que *“[a]o registro de companhia aberta faz referência o parágrafo único do art. 4º da Lei n. 6.404, como condição de distribuição no mercado e negociação em bolsa ou no mercado de balcão. Como o conceito legal de companhia aberta depende dessa negociação, segue-se que tal condição (de companhia aberta) depende do registro da companhia na CVM”*. (cf. TEIXEIRA, Egberto L. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979. p. 35); *“Companhia Aberta: Companhias cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação em mercados organizados de Bolsa ou Balcão. Para isso, devem ser obrigatoriamente registradas na CVM. (...) Companhia Fechada: Por exclusão, a companhia que não possui valores mobiliários de sua emissão negociados em mercados organizados, será considerada uma companhia fechada, ou companhia de capital fechado.”* (cf. CVM. *Mercado de valores mobiliários brasileiro*. 4ª ed. Rio de Janeiro: CVM, 2019. p. 123. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf. Acesso em: 01 out. 2019).

1.2.2 O registro como requisito de admissão à negociação, *de lege data*

O exame da definição legal de companhia aberta das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 e das normas legais e regulamentares sobre o tema confirma que o registro corresponde ao requisito de admissão à negociação para fins do enquadramento como companhia aberta. Nesse sentido, quanto à divergência consignada, entende-se mais adequada, *de lege data*, a interpretação de que a definição legal de companhia aberta traduz critério formal.

Portanto, o registro é ato administrativo da CVM constitutivo do direito de acesso ao mercado de valores mobiliários pela companhia emissora. Funciona ao mesmo tempo também como autorização para a livre negociação dos valores mobiliários pelos investidores⁵⁴⁷. Já o cancelamento de registro é ato administrativo inverso da CVM, isto é, que desconstitui esse *status* de livre negociabilidade dos valores mobiliários⁵⁴⁸.

Além dos importantes apontamentos da Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/1976 – no sentido de que o conceito de companhia aberta se ajustou à disciplina da Lei n. 4.728/1965 e pressupõe a disciplina da Lei n. 6.385/1976, mencionados no item anterior –, corroboram esse entendimento os elementos principais examinados a seguir.

Em primeiro lugar, não se pode ignorar a opção do legislador de 1976 por empregar, na definição legal de companhia aberta das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, a locução “*admitidos à negociação*” – e não, meramente, “*negociados*”. Essa opção semântica não parece sem sentido. O verbo *admitir*, em acepção frequente, é sinônimo de *permitir* ou

⁵⁴⁷ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 107. Nesse sentido, Carlos Eduardo Bulhões comenta que o registro confere aos valores mobiliários da companhia aberta *status* que os distingue dos valores mobiliários da companhia fechada, referente à negociabilidade em mercado aberto e à possibilidade de seu titular deles dispor a qualquer tempo, em condições de livre oferta. (cf. BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. n. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 117)

⁵⁴⁸ “*Cancelamento de registro de companhia aberta é o ato da CVM de desconstituição do registro da companhia naquela autarquia, que é requisito legal para que os valores mobiliários de sua emissão sejam negociados em bolsa e nos mercados de balcão, organizados ou não. O cancelamento é da maior importância para os titulares dos valores mobiliários da companhia aberta, pois implica perda da liquidez própria dos valores negociados nos mercados, e da proteção de seus titulares decorrente do exercício, pela CVM, de suas atribuições legais de fiscalizar os mercados e as companhias abertas. A disciplina legal e regulamentar do cancelamento visa a proteger os interesses dos titulares de valores mobiliários em circulação no mercado.*” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 107); “*O cancelamento de registro de companhia aberta, também denominado, na terminologia do mercado, de “fechamento de capital”, constitui o procedimento mediante o qual uma companhia aberta torna-se fechada, inviabilizando a negociação dos valores mobiliários de sua emissão em bolsa de valores ou no mercado de balcão.*” (cf. EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 585)

autorizar. Seu emprego na definição legal de companhia aberta condiz com a concepção do registro como requisito para o acesso ao mercado para distribuição e negociação pública de valores mobiliários.

Todavia, esse entendimento não se baseia exclusivamente em interpretação literal, mas também, e sobretudo, na interpretação sistemática do *caput* do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 e de seus parágrafos, bem como do *caput* do artigo 22 e dos artigos 19 e 21 da Lei n. 6.385/1976.

Isso porque a definição legal de companhia aberta foi assumidamente formulada levando em consideração a estrutura então vigente de organização do mercado – tanto assim que a respectiva Exposição de Motivos cita os artigos 16 e 19 a 21 da Lei n. 4.728/1965 –, posteriormente espelhada, ainda que com algumas distinções, na Lei n. 6.385/1976. A obrigatoriedade de prévio registro da companhia emissora e da distribuição de valores mobiliários é traço marcante dos regimes anterior e atual.

A reiteração da regra geral da obrigatoriedade de registro da companhia emissora no parágrafo único do artigo 4º – renumerado para §1º no âmbito da reforma de 2001 – orienta e complementa a definição legal de companhia aberta do *caput*, devendo ser interpretados em conjunto. A leitura que se extrai da conjugação desses dispositivos é no sentido de que configura companhia aberta, para os fins legais, aquela cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação, para tanto se fazendo necessário apenas o registro da companhia perante a CVM⁵⁴⁹.

Já quanto à Lei n. 6.385/1976, a opção do legislador de 1976 por nela repetir a definição legal de companhia aberta corrobora também a conclusão de que esta é vinculada e preenchida pelas normas sobre registro. Não passa despercebido o paralelismo entre o *caput* do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976, que define como aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão, e o artigo 21 do mesmo diploma, que prevê que a CVM manterá o registro para negociação em bolsa e o

⁵⁴⁹ Nesse sentido, o posterior acréscimo do §2º ao artigo 4º da Lei n. 6.404/1976, promovido no âmbito da reforma de 2001, parece confirmar a relevância da sistemática do registro à adequada compreensão da definição legal de companhia aberta. Ou seja, ainda que a regra geral da obrigatoriedade de registro de distribuição pública de valores mobiliários já constasse do artigo 19 da Lei n. 6.385/1976, entendeu por bem o legislador reiterá-la no âmbito do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976, que passou então a retratar de maneira mais completa o sistema dual de registro da Lei n. 6.385/1976.

registro para negociação em mercado de balcão, além do registro de que trata o artigo 19⁵⁵⁰. Não nos parece determinante, para a interpretação da definição legal de companhia aberta, o fato de as sociedades anônimas de capital aberto terem sido antes definidas a partir de critérios materiais. Isso porque o conceito fiscal de sociedade anônima de capital aberto não se confunde, ou mesmo compara, com a definição legal de companhia aberta, tendo sido desenhado para atender a objetivos e funções distintos, em outro contexto. Ademais, o conceito de companhia aberta não encontra origem no conceito fiscal de sociedade anônima de capital aberto, e sim na distinção embrionariamente traçada, entre companhias que acessavam ou não o mercado, pela Lei n. 4.728/1965. Portanto, o fato de as Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 não terem importado quaisquer dos critérios empregados para o enquadramento como sociedade anônima de capital aberto sob a égide da Lei n. 4.728/1965 não parece permitir que se extraia conclusão definitiva sobre o tema, tampouco a posterior consolidação desses conceitos. Todavia, destaca o quão distinta foi a abordagem do legislador ao definir o universo de destinatários da disciplina da companhia aberta, ciente talvez das dificuldades enfrentadas na tentativa de estipular critérios materiais condizentes com a realidade subjecte e com o projeto político da época.

Uma vez explicitados os principais elementos que nos levam a entender que a *admissão à negociação* dos valores mobiliários de que trata a definição legal de companhia aberta corresponde ao registro, cumpre então analisar a qual registro, em particular, ou a quais registros, se refere.

Nesse ponto, a interpretação sistemática do *caput* do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 e de seu parágrafo único, posteriormente renumerado para §1º, parece, à primeira vista, conduzir à conclusão de que a *admissão à negociação* se refere ao registro da companhia emissora. E essa conclusão parece ser corroborada pelo paralelismo antes apontado entre o *caput* do artigo 22 e o artigo 21 da Lei n. 6.385/1976.

⁵⁵⁰ É interessante notar que, no curso da tramitação do projeto de lei que deu origem à Lei n. 6.385/1976, foi apresentado substitutivo pelo Deputado Cunha Bueno, cujo artigo 28 repetia a definição de companhia aberta do projeto original, com um acréscimo ao final: “Art. 28 – Para os efeitos desta Lei, considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários sejam admitidos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão, mediante registro próprio.” Esse acréscimo parece indicar que prevalecia à época o entendimento no sentido de que o “registro próprio” é elemento definidor do enquadramento como companhia aberta, especialmente se lido em conjunto com o artigo 26 daquele mesmo projeto. O artigo 26 assim dispunha: “Art. 26 – Somente poderão ser negociados nas bolsas de valores os valores mobiliários criados por companhias registradas para esse fim na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, sem prejuízo dos requisitos exigidos pelas bolsas de valores.” Note-se, contudo, que o substitutivo do Deputado Cunha Bueno foi rejeitado, por inteiro, pois preferiu-se à época dar continuidade ao projeto do Governo, com alterações pontuais.

Não obstante, desde a origem – isto é, desde a promulgação da Lei n. 6.385/1976 –, dispunha o §2º do artigo 21 que o registro do artigo 19 daquele diploma importava registro para o mercado de balcão, mas não para bolsa. Essa sistemática foi mantida pelas sucessivas reformas, que adaptaram o referido dispositivo para esclarecer que o registro do artigo 19 não importa registro para balcão organizado.

Portanto, ainda que em um momento inicial a interpretação sistemática desses dispositivos faça com que as atenções se concentrem no registro de companhia emissora, a própria disciplina deste, quando analisada em maior detalhe, exige compreensão mais abrangente.

Nesse sentido, vale notar em primeiro lugar que apesar de as Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 ambas reiterarem a obrigatoriedade do registro de companhia emissora e daquele de distribuição pública de valores mobiliários (ainda que a segunda o faça somente desde a última grande reforma), delas não decorre qualquer vinculação entre esses registros. Em outras palavras, a obrigatoriedade de pleito *concomitante* de ambos os registros nasceu e existiu em sede regulamentar, no âmbito das normas expedidas pela CVM⁵⁵¹. E ainda, acabou sendo revertida pela própria CVM, em sede regulamentar, sem que se fizesse necessária alteração correspondente da lei, e mesmo antes disso havia possibilidade de dispensa excepcional pela CVM.

Todavia, dado que por diversos anos vigorou por determinação da CVM a obrigatoriedade de pleito concomitante dos registros da companhia emissora e de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de sua emissão, essa questão ficou em segundo plano, e ganhou maior relevância apenas quando a Instrução CVM n. 202/1993 passou a permitir a dispensa pela CVM dessa regra geral a seu livre critério, e, ainda mais, quando essa regra geral foi efetivamente revertida pela Instrução CVM n. 373/2002. Fato é que, atualmente, sob a Instrução CVM 480/2009, não há tal requisito – pelo contrário, a própria norma ressalta que o pedido de registro para negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, pode ser submetido independentemente do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários⁵⁵².

Posto que a Lei n. 6.385/1976 prevê que o registro de distribuição pública de valores mobiliários do artigo 19 importa registro para o mercado de balcão não organizado, não parece cabível entendimento outro que não que o primeiro é suficiente, nesse particular, ao

⁵⁵¹ Vide item 1.1.1 deste Capítulo.

⁵⁵² Cf. artigo 1º, §1º, da Instrução CVM n. 480/2009.

enquadramento da respectiva emissora como companhia aberta⁵⁵³. Afinal, não há dúvida de que a definição legal de companhia aberta abrange a admissão à negociação em mercado de balcão não organizado⁵⁵⁴.

Por outro lado, cumpre indagar se a obtenção de registro para negociação em bolsa ou no mercado de balcão, organizado ou não, sem a subsequente obtenção do registro de que trata o artigo 19 da Lei n. 6.385/1976, é suficiente ao enquadramento como companhia aberta.

Mais uma vez, a interpretação sistemática do *caput* do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 e de seu parágrafo único, posteriormente renumerado como §1º, bem como do *caput* do artigo 22 e do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976, leva-nos a entender que sim. Além disso, esse entendimento parece condizente com a regulamentação pela CVM em torno do registro do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976.

Nesse sentido, antes mesmo da regulamentação do registro do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976 pela CVM, a Resolução n. 436/1977 contemplou como *companhias abertas*, para os fins legais, as companhias registradas perante o BACEN nos termos da Resolução n. 88/1968⁵⁵⁵. Ou seja, essa primeira iniciativa regulatória já evidenciava, e tomava por base, a conexão entre o registro da companhia emissora e o enquadramento como companhia aberta⁵⁵⁶.

⁵⁵³ Com efeito, entendemos que nesse caso há uma equiparação dos registros, e não uma dispensa do segundo em função do deferimento do primeiro. Considera-se, por isso, a companhia registrada sob o artigo 21, §2º da Lei n. 6.385/1976. Trata-se de situação distinta daquela das companhias não registradas, que acessam o mercado sob dispensa de registro. Por outro lado, Pitta destaca que a regra do *caput* do artigo 1º da Instrução CVM n. 480/2009, no sentido de que a *negociação* de valores mobiliários em mercados regulamentados depende de prévio registro do emissor, permitiria, a princípio, a interpretação de que constitui restrição à possibilidade de sua negociação no mercado de balcão não organizado sem que seja obtido o respectivo registro. Não obstante, como também aponta o autor, o comando do artigo 21, §2º da Lei n. 6.385/76 é hierarquicamente superior em relação ao artigo 1º da Instrução CVM n. 480/09 e, por isso, a nosso ver, prevalece sobre o segundo, não havendo restrição à negociação sob esse fundamento. Conclui Pitta que o dispositivo deve ser entendido como uma hipótese legal de dispensa do registro de emissor, em acréscimo às demais hipóteses de dispensa de registro definidas pela CVM. (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 448)

⁵⁵⁴ Ainda que o *caput* do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976 não tenha sido atualizado da mesma forma que o *caput* do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 – referimo-nos aqui à substituição da referência à negociação “*em bolsa ou no mercado de balcão*” por negociação “*no mercado de valores mobiliários*”, mencionada no item 3.2.3 do Capítulo 3 da Parte I – não parece cabível qualquer distinção em decorrência dessa circunstância.

⁵⁵⁵ Cf. item I (a) da Resolução n. 436/1977. Foram consideradas companhias abertas também aquelas cujos valores mobiliários estivessem admitidos a negociação em bolsa de valores de acordo com o item XXIV do regulamento anexo à Resolução n. 88/1968, desde que procedessem prontamente ao registro no BACEN nos termos do item I do referido regulamento (cf. item I (b) da Resolução n. 436/1977). O item XXIV do regulamento anexo à Resolução n. 88/1968 tratava do caso de sociedades que naquela data já tivessem seus títulos negociados em bolsa de valores, e que ficaram de providenciar os competentes registros perante o BACEN por ocasião de futura emissão de capital.

⁵⁵⁶ Mais especificamente, a Resolução n. 436/1977 passou a considerar como automaticamente registradas na CVM, independentemente de qualquer formalidade, (i) para negociação em bolsa, as companhias registradas

Ao regulamentar o cancelamento do registro do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976, por meio da Instrução CVM n. 3/1978, a CVM fez constar da respectiva nota explicativa a leitura de que o *caput* e parágrafo único (atual §1º) do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 levam “à conclusão de que todas as companhias registradas na CVM são companhias abertas para os efeitos da Lei das Sociedades por Ações”⁵⁵⁷.

A mesma orientação foi externada quando da regulamentação do registro do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976 pela CVM, por meio da Instrução CVM n. 9/1979. Registra a respectiva nota explicativa, em comentário sobre o regime de informação imposto às companhias, como obrigação de atualização permanente daquele registro (artigo 16), “o conceito de que, ao registrar-se e adquirir a condição de aberta, a Companhia obriga-se a gerar e disseminar um fluxo contínuo de informações mínimas”⁵⁵⁸. Ou seja, desde então entendia-se que a emissora adquire o *status* de companhia aberta com o registro para negociação em bolsa ou no mercado de balcão – que, não obstante, sob a Instrução CVM n. 9/1979, dependia da apresentação concomitante de pedido de registro para os fins do artigo 19 da Lei n. 6.385/1976⁵⁵⁹.

Essa orientação parece servir de fundamento à forma como o registro de emissor foi estruturado no âmbito da Instrução CVM n. 480/2009, concentrando maior volume de informação, de modo que, por ocasião do segundo registro, precisassem ser agregadas apenas informações específicas sobre a operação pretendida.

Aliás, a desvinculação entre a *admissão à negociação* e a efetiva distribuição ou negociação foi reafirmada no âmbito da audiência pública da Instrução CVM n. 480/2009, em resposta a sugestão de participante de substituir a expressão “*negociadas*” por “*admitidas à negociação*” no inciso I do artigo 34, que trata dos emissores com grande exposição ao mercado. Naquele momento, a CVM considerou “*mais adequado iniciar a contagem do prazo a partir da data da efetiva negociação das ações do emissor no mercado*”⁵⁶⁰.

no BACEN nos termos da Resolução n. 88/1968 que tivessem seus valores mobiliários *admitidos a negociação* em bolsa de valores; e (ii) para negociação em mercado de balcão, (ii.a) as companhias que tivessem obtido registro de emissão no BACEN nos termos da Resolução n. 88/1968 mas não tivessem seus valores mobiliários *admitidos a negociação* em bolsa de valores e (ii.b) as companhias que cancelassem o registro para negociação em bolsa de valores mobiliários de sua emissão (cf, item III da Resolução n. 436/1977). Isso se fez necessário porque, sob a égide da Lei n. 4.728/1965, não havia registro equivalente para o mercado de balcão, então foram esses os critérios empregados para adaptação à nova divisão decorrente da Lei n. 6.385/1976. Assim sendo, para evitar confusão, esse dispositivo deve ser compreendido como regra de transição.

⁵⁵⁷ Cf. Nota Explicativa CVM n. 8/1978.

⁵⁵⁸ Cf. Nota Explicativa CVM n. 15/1979.

⁵⁵⁹ Cf. artigo 4º, *caput*, e artigo 5º, inciso I, da Instrução CVM n. 9/1979.

⁵⁶⁰ Cf. Relatório de análise da SDM da audiência pública CVM n. 07/08.

Por fim, o último ponto a ser enfrentado diz respeito aos requisitos de listagem e de admissão à negociação dos valores mobiliários em mercado organizado. Como adiantado, entendemos que a *admissão à negociação*, da definição legal de companhia aberta do *caput* do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 e do *caput* do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976, não se confunde com a *admissão à negociação* dos valores mobiliários em bolsa ou mercado de balcão organizado do atual §4º do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976. Por isso, andou mal o legislador ao empregar o mesmo termo para designar situações distintas, dando margem a confusão⁵⁶¹. Ainda que esses requisitos próprios para admissão à negociação em mercado organizado tenham que ser previamente aprovados pela CVM, não integram o sistema dual de registro administrado pela autarquia. Mais do que isso, nos parece que a interpretação sistemática da Lei n. 6.385/1976 não permite que se conclua que o cumprimento desses requisitos é condição ao enquadramento como companhia aberta⁵⁶².

Mais uma vez, essa questão ganhou novo relevo quando, para a obtenção de registro de emissor perante a CVM para negociação em bolsa ou mercado de balcão, deixou de ser condição a prévia admissão à negociação dos valores mobiliários da companhia por bolsa de valores, condicionada à obtenção de registro para negociação em bolsa perante a CVM⁵⁶³. Conforme mencionado, atualmente a listagem do emissor pode ser pleiteada à B3 concomitantemente ou não ao seu registro perante a CVM, assim como a admissão à negociação nos mercados organizados administrados pela B3 pode ser pleiteada

⁵⁶¹ Essa confusão pode ter sido importada do regime da Lei n. 4.728/1965. Nesse sentido, nota-se que a Lei n. 4.728/1965, em seu artigo 34, §10, fazia referência a sociedades cujas ações fossem *admitidas* à cotação em bolsa, e, semelhantemente, em seu artigo 80, à pena de não terem as companhias os seus títulos *admitidos* à cotação em bolsa. De acordo com o artigo 19 da Lei n. 4.728/1965, somente poderiam ser negociados em bolsa os títulos e valores mobiliários de emissão de pessoas jurídicas de direito privado registradas no BACEN (inciso II). Ao regulamentar esse dispositivo, a Resolução n. 88/1968 tratou de ambos o registro do emissor da Lei n. 4.728/1965 e das exigências formuladas pelas próprias bolsas. Mais especificamente, diz o item V do regulamento anexo à referida resolução que uma vez deferido o registro da pessoa jurídica pelo BACEN, os títulos e valores mobiliários de emissão da pessoa jurídica somente poderiam ser negociados em bolsa se cumpridas as exigências que, na forma da regulamentação então vigente, fossem feitas pela respectiva bolsa de valores. Ou seja, parecia já não haver distinção suficientemente clara, no tocante à admissão à cotação em bolsa, entre o chamado registro da pessoa jurídica e os requisitos da própria bolsa a tanto.

⁵⁶² Também nesse sentido, observa Pitta: “*Não significa dizer que a obtenção do status de companhia aberta dependa da aceitação de determinado valor mobiliário por entidade administradora de mercado de valores mobiliários, uma vez que a simples obtenção do registro de emissor já representa aptidão para negociação de seus valores mobiliários no mercado de balcão não organizado, tornando-o, portanto uma companhia aberta.*” (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 449, nota de rodapé n. 1001; p. 464) Também nesse sentido: PITTA, André Grunspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 187.

⁵⁶³ Cf. artigo 5º, inciso II, da Instrução CVM n. 9/1979; artigo 7º, inciso III, da Instrução CVM n. 32/1984; artigo 7º, inciso III, da Instrução CVM n. 60/1987; artigo 7º, inciso III, da Instrução CVM n. 202/1993; artigo 1º da Instrução CVM n. 312/1999.

concomitantemente ou não ao registro de oferta pública de distribuição perante a CVM⁵⁶⁴.

Em suma, entendemos mais adequada a interpretação, *de lege data*, de que são companhias abertas para os fins do *caput* do artigo 4 da Lei n. 6.404/1976 e do *caput* do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976 as companhias cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação nesse mercado, assim entendidas aquelas registradas perante a CVM, independentemente de concomitante ou posterior obtenção de registro de distribuição pública de valores mobiliários de sua emissão, da listagem da companhia e da “admissão à negociação” de seu valores mobiliários em mercado organizado e, ainda, da efetiva negociação desses valores mobiliários.

1.2.3 O registro como requisito de admissão à negociação, *de lege ferenda*

Ainda que se entenda mais adequada a interpretação de que o registro representa requisito único de admissão à negociação a que se refere a definição legal de companhia aberta, *de lege data*, não se pode deixar de reconhecer que tal requisito suscita uma série de questões que merecem maior atenção, *de lege ferenda*.

Notadamente, a principal questão diz respeito ao descolamento entre a ideia que pautou a disciplina legal da companhia aberta e a forma como foi instrumentalizada a delimitação do universo de companhias sujeitas àquela disciplina. De fato, a Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/1976, ao justificar a opção por definição propositalmente ampla de companhia aberta, refere-se a companhias que fazem “*apelo – por mínimo que seja – à poupança pública*”. Esse trecho evidencia a pretensão de que fossem submetidas a essa disciplina as companhias cujos valores mobiliários fossem efetivamente distribuídos ao público, como instrumento de captação, e com isso formassem “*relações que não existem na companhia fechada*”. A *contrario sensu*, sob esse raciocínio, nas companhias em que não houvesse esforço de captação pública, não haveria necessidade de “*disciplina própria para proteção da economia popular e no interesse do funcionamento regular e do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários*”⁵⁶⁵. Ou seja, sob essa leitura, o que justificaria a submissão das companhias a essa disciplina especial, mais rígida, seria o efetivo acesso ao mercado, independentemente de sua forma ou intensidade.

⁵⁶⁴ Cf. itens 3.2.19.1 e 6.2.11.2 do manual do emissor.

⁵⁶⁵ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

Todavia, ao adotar-se o registro como requisito de admissão dos valores mobiliários à negociação nesse mercado, não foi assegurada total convergência com essa ideia original, com reflexos diretos para o alcance – para as *fronteiras externas*, por assim dizer – da disciplina legal da companhia aberta. Essa circunstância dá origem a duas situações controversas.

Em primeiro lugar, há o caso das companhias que obtêm registro perante a CVM para a negociação de seus valores mobiliários em bolsa ou mercado de balcão, sem, contudo, promover concomitante ou posterior distribuição pública de seus valores mobiliários. Quanto ao tema, o principal questionamento que se apresenta, *de lege ferenda*, é o seguinte: faz sentido – ou melhor, é adequado – submeter essas companhias à disciplina legal das companhias abertas? Trataremos da situação dessas companhias com registro “de prateleira” e semelhantes no último item deste Capítulo.

Em segundo lugar, há o caso das companhias que acessam o mercado de valores mobiliários para o financiamento de suas atividades sem prévio registro. Isso pode ocorrer sob duas principais hipóteses, a depender de o registro ter sido ou não previamente dispensado.

A possibilidade de dispensa de registro esteve prevista desde a origem na Lei n. 6.385/1976, e foi posteriormente regulamentada pela CVM, constituindo, hoje, importante instrumento de exercício de política regulatória. Quanto ao tema, o principal questionamento que se coloca, na mão inversa daquele formulado para o primeiro caso narrado, é o seguinte: faz sentido – ou melhor, é adequado – *não* submeter as companhias que acessam o mercado sob dispensa de registro à disciplina legal das companhias abertas? Trataremos das hipóteses de dispensa de registro e da situação das companhias que assim acessam o mercado adiante no Capítulo 3.

Fora das hipóteses de dispensa de registro, e excetuado o caso das companhias incentivadas (vide item 3.3 do Capítulo 3 da Parte II), o acesso ao mercado de valores mobiliários por companhias não registradas constitui infração sujeita às penalidades previstas em lei e nas regras da CVM⁵⁶⁶. Ou seja, é problema próprio do campo da efetividade, e não da justiça,

⁵⁶⁶ Nesse sentido, acompanhamos o seguinte entendimento: “*O fato de valores mobiliários serem negociados no mercado sem prévia obtenção de registro na CVM (ou seja, sem a existência do ato administrativo de admissão à negociação) não importa enquadramento da sociedade emissora no conceito de companhia aberta: nessa hipótese, o que se verifica é a prática de ato ilícito, definido como crime pela Lei 7.492, de 16.06.1986: (...) A prática do ilícito penal não é fato que caracterize a sociedade anônima como companhia aberta; pelo contrário, o ato de emissão, oferta ou negociação de valores mobiliário sem prévio registro na CVM é tipificado como ilícito penal precisamente por desobediência a preceito legal de ordem pública, que*

das normas, para o qual o remédio é previsto em lei.

Com efeito, o ponto que se propõe para reflexão é que, conforme delineada a definição legal de companhia aberta e estruturado o sistema dual de registro, a disciplina legal da companhia aberta seria aplicada a companhias que, embora registradas, não acessam o mercado de valores mobiliários. Ao mesmo tempo, essa disciplina não seria aplicada, ao menos não em sua totalidade, a companhias que, embora não registradas, acessam esse mesmo mercado – ainda que de maneira restrita, e consignada a divergência nesse ponto em sede de doutrina, como veremos no Capítulo 3. Essa ponderação merece ser examinada à luz dos números mais recentes do mercado de valores mobiliários, alguns dos quais compilados no item 3.4 do Capítulo 3 da Parte I, e de fatores outros que escapam à metodologia deste trabalho. Não obstante, do ponto de vista estritamente jurídico, *de lege ferenda*, parece cabível a reflexão quanto ao desafio de adequação entre fins e meios, isto é, se o critério adotado para a definição de seu alcance foi o mais adequado (ou, o mais justo) para atingir as finalidades que inspiram essa disciplina.

1.3 Registro de companhia aberta “de prateleira”

Como se sabe, a legislação permite e na prática existem diversas companhias registradas como emissoras de valores mobiliários perante a CVM – por razões regulatórias ou de natureza diversa, que fogem ao escopo deste trabalho⁵⁶⁷ – sem que tenham promovido ou mesmo que tenham a intenção de promover futura distribuição pública de valores mobiliários de sua emissão. Para designar a situação dessas companhias e de outras que a elas se assemelham, serão elas aqui referidas como companhias abertas “de prateleira”.

Como antes mencionado, vigia antes a regra geral de que ambos os registros deveriam ser pleiteados concomitantemente. A revisão dessa regra geral foi impulsionada por julgamento

visa a proteger o público contra a distribuição de valores mobiliários não submetidos previamente ao conhecimento e exame da autoridade incumbida de zelar pelo mercado.” (cf. BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 109)

⁵⁶⁷ É o caso, por exemplo, de companhias que queiram atrair investimento de investidores institucionais que somente podem adquirir valores mobiliários de emissão de companhias abertas, bem como de companhias que não pretendam proceder à distribuição pública de valores mobiliários em um primeiro momento, mas necessitem do registro por imposição externa (por imposição contratual, na contratação de financiamento, por hipótese) ou para agilizar potencial e futuro esforço de captação.

do Colegiado da CVM, de 2001⁵⁶⁸. O caso envolvia pedido de registro de emissor formulado por companhia que nascera da cisão parcial de uma companhia aberta, inicialmente rejeitado pela área técnica da CVM sob o argumento de que não fora acompanhado de pedido de distribuição pública de valores mobiliários, na forma do artigo 4º da Instrução CVM n. 202/1993⁵⁶⁹.

Comentou a área técnica da CVM àquela ocasião que, por mera “*facilidade processual*”, permitira-se no passado, no âmbito de processos de privatização, o registro de companhia aberta sem concomitante pedido de distribuição pública de valores mobiliários. Esses processos por vezes demandavam que as companhias participantes de leilão de privatização fossem abertas, inclusive para permitir a participação de investidores institucionais. Porém, algumas dessas companhias não lograram êxito nos leilões de privatização e, embora estivessem registradas como companhias abertas, não o eram “*na sua essência, uma vez que não [possuíam] dispersão acionária nem sequer fizeram distribuição pública de algum valor mobiliário*”⁵⁷⁰.

No âmbito do julgamento desse caso, confirmou o Relator, Presidente Marcelo Fernandez Trindade, que da definição legal de companhia aberta “*se percebe que a simples admissão à negociação, independentemente de sua realização, é suficiente para caracterizar uma companhia como aberta*”⁵⁷¹. Defendeu, ainda, que a abertura de capital é condição para a negociação pública, mas que a recíproca não é obrigatória. E, no caso concreto, tendo em vista as circunstâncias (i.e., o dever regulamentar de alguns dos acionistas de manter parte de suas aplicações em companhias abertas e a determinação legal de que seja também aberta a companhia resultante de cisão de companhia aberta), votou para que o pedido de registro

⁵⁶⁸ Antes disso, em 1979, a CVM enfrentara em parecer a situação de companhias abertas que pretendiam promover o cancelamento de seu registro para negociação em bolsa de valores, mantendo, porém, habilitado o registro de companhia aberta perante a CVM. Àquela ocasião, além de concluir que o cancelamento do registro em bolsa não acarretava a perda da condição de companhia aberta, ressaltou a área técnica da CVM que “*não se pode esquecer que companhia permanece aberta e subordinada aos ditames das leis societária e de mercado, inclusive a fiscalização desta Autarquia*”. (cf. Parecer CVM/SJU n. 141/1979)

⁵⁶⁹ Cf. CVM. RJ 2000/4896, RJ 2000/4887, RJ 2000/4888, RJ 2000/4889, RJ 2000/4890, RJ 2000/4891, RJ 2000/4893 e RJ 2000/4894, julgados em 10 de abril de 2001. Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade. Entendeu a área técnica da CVM que a companhia registrada era, na prática, uma companhia fechada, pois não promovera registro de distribuição pública de valores mobiliários. E ainda, que “*o registro na CVM, sem que a empresa seja efetivamente uma companhia aberta, é uma forma de burlar as normas da CVM e do CMN e legitimar a participação de investidores institucionais em empresas que na realidade são fechadas*”. Sobre a não vinculação dos registros, ver ainda MÜSSNICH, Francisco A. Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na lei das sociedades por ações. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 301-303.

⁵⁷⁰ Cf. CVM. RJ 2000/4896, RJ 2000/4887, RJ 2000/4888, RJ 2000/4889, RJ 2000/4890, RJ 2000/4891, RJ 2000/4893 e RJ 2000/4894, julgados em 10 de abril de 2001. Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade.

⁵⁷¹ Cf. CVM. RJ 2000/4896, RJ 2000/4887, RJ 2000/4888, RJ 2000/4889, RJ 2000/4890, RJ 2000/4891, RJ 2000/4893 e RJ 2000/4894, julgados em 10 de abril de 2001. Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade.

de emissor fosse apreciado independentemente de concomitante pedido de registro de distribuição, com vistas a evitar que os interesses legalmente tutelados sofressem constrição. O seu voto foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado que participaram da deliberação, de modo que foi revertida a orientação da área técnica e admitido o chamado registro “de prateleira” de companhia aberta. De acordo com o Relator, isso redundou na alteração do artigo 4º da Instrução CVM n. 202/1993 pela Instrução CVM 373/2002, de modo que a apresentação de pedido concomitante de registro de distribuição passou a ser uma *faculdade* da companhia⁵⁷².

Diversos foram os julgamentos posteriores da CVM a tratar do tema, admitindo a apresentação de pedido de registro de companhia aberta sem o concomitante pedido de registro de distribuição pública e confirmando a suficiência disso para o enquadramento como companhia aberta⁵⁷³. Não obstante, as orientações nesse sentido não eram unânimes

⁵⁷² Cf. CVM. RJ 2005/0116, RJ 2005/0118 e RJ 2005/2073, julgados em 11 de outubro de 2005. Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade.

⁵⁷³ Por exemplo: em 26 de abril de 2002, o Colegiado da CVM admitiu a apresentação de pedido de registro de companhia aberta independentemente de concomitante pedido de registro de distribuição pública, nos termos do §1º do artigo 4º da Instrução CVM n. 202/1993. Confirma o voto do relator, Diretor Wladimir Castelo Branco, acompanhado pelos demais membros do Colegiado que, nos termos do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976, “*a admissão de seus valores mobiliários à negociação no mercado de valores mobiliários, independentemente de sua realização, seria suficiente para caracterizar uma companhia como aberta, e que tal admissão se aperfeiçoa pelo registro da companhia na CVM*”. E, ainda, que o registro de companhia aberta é condição para a negociação pública, sem que a recíproca seja obrigatória, bem como que o interesse público traduzido na finalidade da norma de proteção do investidor e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários era o elemento central a nortear a decisão de dispensar ou não a concomitante apresentação de pedido de registro de distribuição pública. (cf. CVM. *Processo RJ 2001/2093*, julgado em 26 de abril de 2002. Diretor Relator Wladimir Castelo Branco) Em 30 de abril de 2002, mais uma vez o Colegiado votou por autorizar a apreciação de pedido de registro de companhia aberta sem concomitante pedido de registro de distribuição pública, formulado por companhia fundada para construir e operar empreendimento específico, que teria por acionista entidade fechada de previdência privada, em função da exigência da Secretaria de Previdência Complementar no sentido de que estas entidades somente podiam participar de companhias de capital aberto (Decisão Conjunta CVM/SPC nº 04/1998). Em seu voto, o relator, Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, ressaltou que o registro traria ônus à companhia, “*na medida em que esta deverá fornecer ao mercado e à CVM informações atualizadas sobre suas atividades, em consonância com as obrigações de disclosure exigidas das companhias abertas*”, e que, se ela preferira adotar tal regime, não havia motivos, *prima facie*, para negar o pedido de registro, pois isso não traria qualquer prejuízo ao mercado. (cf. CVM. *Processo RJ 2001/12308*, julgado em 30 de abril de 2002. Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos) Em agosto de 2004, em caso envolvendo uma companhia registrada que promovera distribuição pública de debêntures, e não de ações, e em que a defesa argumentara que a companhia era apenas formalmente aberta, o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos manifestou-se no seguinte sentido: “*é que, naturalmente, as companhias tenham o direito de escolher entre serem abertas ou fechadas. Em muitas companhias, vemos isso com uma certa frequência, companhias que são formalmente abertas, mas, não se utilizam do mercado, ou se utilizam muito pouco, se consideram companhias fechadas. A CVM não tem nenhuma objeção a esse fato, desde que, naturalmente, entendam que são companhias abertas e que estão sujeitas ao regime próprio das companhias abertas, que não se limita apenas às Instruções reguladoras da CVM, mas, essencialmente, ao seu dever básico de informar ao mercado e de prestar informação.*” O Presidente Marcelo Fernandez Trindade ressaltou que a companhia era “*aberta pela única e exclusiva razão de ter como únicos titulares do seu capital investidores que são obrigados a subscrever valores em subscrições públicas, exclusivamente públicas, que só podem ser feitas por companhias abertas. Isso ocorre porque esses investidores são fundos de pensão que têm*

no âmbito do Colegiado da CVM⁵⁷⁴ e nem na doutrina⁵⁷⁵.

como beneficiários milhares de pessoas, daí a proteção especial que lhes é imposta pela legislação. (...) Mas o que se esquece é que se estava tratando de um investimento de milhares de pessoas, que são os beneficiários dos fundos de pensão; e que, portanto, essa companhia é abertíssima, tem o seu capital pulverizadíssimo nessas milhares de pessoas que estão por trás desses investidores institucionais. Dessa forma, nem se coloca aqui a questão de saber se essa é uma companhia aberta formal, mas que na verdade é fechada. Ela é abertíssima, a meu juízo, do ponto de vista substancial.” (cf. *Processo administrativo sancionador CVM nº 05/02*, julgado em 5 de agosto de 2004, Diretor Relator Eli Loria) Em 5 de junho de 2007, o Colegiado da CVM novamente admitiu a apresentação de pedido de registro de companhia aberta independentemente de concomitante pedido de registro de distribuição pública, com dispensa de estudo de viabilidade econômico-financeira, por se tratar de companhias em fase pré-operacional (empresas “de prateleira”, como dizia a área técnica). Destacou-se àquela ocasião a proposta que a SEP formulara no âmbito do projeto de alteração da Instrução CVM n. 202/1993, para dispensar a apresentação de estudo de viabilidade para companhias que não pleiteassem concomitante registro de distribuição pública, incidindo tal exigência somente quando do registro de distribuição pública, por força do artigo 32 da Instrução CVM n. 400/2003. (cf. CVM. RJ 2007/1963, RJ 2007/2521, RJ 2007/2522 e RJ 2007/2523) No mesmo sentido, em 9 de outubro de 2007, o Colegiado aprovou nova dispensa de apresentação de estudo de viabilidade em processo de registro inicial de companhia aberta e orientou a SEP a não mais exigir em casos semelhantes o cumprimento do disposto no inciso XIII do artigo 7º da Instrução 202/93, bem como a SDM a levar tal decisão em consideração no âmbito da revisão da Instrução CVM n. 202/1993. (cf. CVM. *Processo RJ 2007/7345*, julgado em 9 de outubro de 2007. Diretor Relator Eli Loria)

⁵⁷⁴ Por exemplo: no âmbito do julgamento dos processos RJ 2005/0116, RJ 2005/0118 e RJ 2005/2073, o Diretor Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, manifestou-se no sentido de que, “*eventuais companhias que, porventura, tenham obtido registro junto à Comissão de Valores Mobiliários, mas sem autorização para negociar seus valores mobiliários, (...) ainda não são consideradas de capital aberto nos termos do art. 4º da Lei 6.404/76*”. Diz o voto: “*35. Para precisar a aplicação desse inciso II, deve-se esclarecer que uma “companhia aberta” é aquela cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação do mercado de valores mobiliários. Como se sabe, é condição necessária, mas não suficiente, para que companhias tenham capital aberto, o registro de seus valores mobiliários (cf. art. 4º, §1º da Lei 6.404/76) e da própria companhia (cf. art. 21 da Lei 6.385/76) perante a Comissão de Valores Mobiliários. 36. Essa segunda hipótese é aplicável, portanto, a eventuais companhias que, porventura, tenham obtido registro junto à Comissão de Valores Mobiliários, mas sem autorização para negociar seus valores mobiliários, pois essas companhias ainda não são consideradas de capital aberto nos termos do art. 4º da Lei 6.404/76. (...) 40. O que é importante na compreensão da extensão desse dispositivo é que ele é aplicável apenas às companhias abertas, ou seja, àquelas que prescindem de obtenção de registro perante a CVM, uma vez que esse registro é condição necessária, para que a companhia seja considerada aberta (cf. art. 21 da Lei 6.385/76).*” (cf. CVM. RJ 2005/0116, RJ 2005/0118 e RJ 2005/2073, julgados em 11 de outubro de 2005. Diretor Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa)

⁵⁷⁵ Por exemplo: Costa e Silva e Martins Neto abordaram o tema ao sustentarem que as operações de incorporação de ações, com a transformação da companhia cujas ações sejam incorporadas em subsidiária integral, deveriam atrair o regime de cancelamento de registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado do §4º do art. 4º da Lei n. 6.404/1976. Diziam eles que o registro de companhia aberta não é um fim em si, e sim um requisito para a negociação de valores mobiliários de emissão da companhia em mercado, de modo que “*não fazendo sentido que subsista o registro de companhia aberta de uma sociedade anônima que não possui valores mobiliários distribuídos, ou seja, em circulação no mercado*”. E ainda: “*Com efeito, a finalidade maior do registro de companhia aberta é viabilizar a distribuição e negociação de valores mobiliários emitidos por sociedade anônima no mercado de valores mobiliários, servindo, portanto, como ponte de acesso da companhia ao mercado. Uma vez identificada a natureza instrumental do registro de companhia aberta, deve-se concluir que a manutenção do mesmo não faz o menor sentido quando a companhia deixa de ter valores mobiliários em circulação no mercado.*” (cf. SILVA, Francisco Costa e. MARTINS NETO, Carlos. *A utilização do instituto da incorporação de ações como forma de burlar a exigência legal de opa para fechamento de capital*. 2007. p. 32-34. Disponível em: <https://www.bocater.com.br/wp-content/uploads/2013/10/artigo-2008-062.pdf>. Acesso em: 09 ago. 2019)) E ainda, que poderia, e deveria, a CVM estabelecer, como requisito à manutenção do registro de companhia aberta, a existência de ações em circulação no mercado: “*Assim, não fica difícil de se enxergar que a CVM possui base legal para regulamentar, inclusive de forma diferenciada, as regras referentes à concessão de registro de companhia aberta, sua suspensão e/ou cancelamento, sendo, portanto, completamente possível, conveniente e oportuno, nesse*

Vale notar que no âmbito da audiência pública que deu origem à Instrução CVM n. 480/2009, certos participantes defenderam que o regime informacional não deveria incidir para as companhias sem valores mobiliários em circulação. Respondeu a CVM que a sujeição a um regime informacional mais amplo é pressuposto do registro de emissor de valores mobiliários, e que não desejava criar uma categoria que ostentasse o título de emissor sem estar sujeita a esse regime⁵⁷⁶. E ainda, ressaltou, como importante inovação da Instrução CVM n. 480/2009, a imposição a todos os emissores de valores mobiliários de uma mesma categoria, “*independente de sua liquidez ou da efetiva negociação de seus títulos, obrigações similares, de modo que fique muito claro para os investidores e outros agentes de mercado qual o regime jurídico aplicável a emissores*”⁵⁷⁷.

De lege data, entendemos que o registro é ato voluntário e, apesar da ausência do objeto principal de proteção nos casos em que a companhia registrada não promove esforço de captação pública, não deve por isso ser impedida de se submeter a regime mais rígido, com a ressalva de que nos referimos não apenas ao regime informacional, mas também ao regime societário de companhia aberta, que passa a incidir a partir da admissão à negociação.

particular, uma revisão normativa, por parte da Autarquia, dos critérios objetivos para a concessão e o cancelamento do registro de companhia aberta, pautados na existência ou não de ações em circulação no mercado, de forma extinguir do cenário brasileiro a figura do “fechamento branco” de capital instrumentalizado pela figura jurídica da incorporação de ações.” (Cf. SILVA, Francisco Costa e. MARTINS NETO, Carlos. *A utilização do instituto da incorporação de ações como forma de burlar a exigência legal de opa para fechamento de capital*. 2007. p. 36. Disponível em: <https://www.bocater.com.br/wp-content/uploads/2013/10/artigo-2008-062.pdf>. Acesso em: 09 ago. 2019))

⁵⁷⁶ Há notícia de que a proposta original da área técnica de reforma da Instrução CVM n. 202/1993 contemplava a criação de três categorias de registro de emissores, sendo que a terceira era dedicada aos chamados “não emissores”, isto é, aos emissores que não promovessem a distribuição pública de seus valores mobiliários que, por isso, seriam beneficiados com maiores descontos regulatórios. (cf. AZEVEDO, Simone. *A nova 202*. Revista Capital Aberto. São Paulo, setembro de 2003. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/a-nova-202/>. Acesso em: 10 set. 2019)) Como se verá no Capítulo 2 a seguir, essa proposta não foi mantida na minuta de norma submetida anos depois a audiência pública, e posteriormente editada como Instrução CVM n. 480/2009.

⁵⁷⁷ Relatório de audiência pública CVM n. 07/08, p. 47-48.

CAPÍTULO 2 FRONTEIRAS INTERNAS

Este Capítulo dedicar-se-á ao estudo das divisões que foram paulatinamente erigidas de modo a tratar diferentemente as diferentes companhias abertas, afastando-se do ideal original de uma disciplina comum estruturada a partir da dicotomia entre companhias abertas e fechadas. De maneira ilustrativa, nos referiremos aqui a essas novas divisões como “fronteiras internas” da disciplina jurídica da companhia aberta. Notadamente, tomando por base o estudo do Capítulo 1 desta Parte II, serão analisadas as normas concernentes às categorias de registro de companhia aberta, com foco no critério determinado por lei para essa categorização – qual seja, as espécies de valores mobiliários admitidos à negociação – e as demais normas que conferem tratamento específico a partir desse mesmo critério, bem como as tentativas recentes de implementar disciplina especial moldada conforme o porte das companhias. Busca-se assim identificar os novos caminhos e tendências no tocante à disciplina jurídica das companhias abertas *vis-à-vis* o objeto e a estrutura originais dessa disciplina examinados na Parte I⁵⁷⁸.

2.1 Notas preliminares: um problema de origem

2.1.1 Traços originais da disciplina: dicotomia absoluta

Como examinado na Parte I, quando se decidiu dedicar às companhias abertas disciplina própria, distinguindo-as das companhias fechadas, esta foi estruturada a partir de definição legal propositalmente abrangente. Essa definição legal teve por função instrumental permitir a especificação, no corpo das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, das normas direcionadas a essa classe de companhias. Diz-se, por isso, que a lei estabeleceu uma *dicotomia absoluta* entre as companhias abertas e fechadas, conforme seus valores mobiliários estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

⁵⁷⁸ Escapam ao objeto deste Capítulo 2 as diferentes normas aplicáveis às companhias abertas em função de critérios outros, como, por exemplo, as normas aplicáveis às companhias em fase pré-operacional (artigo 2º, §§3º a 5º da Instrução CVM n. 480/2009 e artigos 32, inciso I, e 32-A da Instrução CVM n. 400/2003) e as normas aplicáveis às companhias em situação especial, assim compreendidas aquelas em recuperação judicial ou extrajudicial, falência ou liquidação (artigos 35 a 41 da Instrução CVM n. 480/2009).

As companhias abertas foram submetidas a disciplina especial incidente a partir da admissão à negociação de qualquer espécie de valores mobiliários de sua emissão, independentemente de qualquer outra característica da companhia. Além de a definição legal de companhia aberta não comportar qualquer diferenciação nesse sentido, as normas que lhes foram inicialmente destinadas também não buscaram instituir uma tal distinção. Em outras palavras, tal como originalmente estruturada, a disciplina legal das companhias abertas era largamente homogênea, não se apoiando em qualquer divisão interna, estrutural.

Todavia, não se pode dizer o mesmo das companhias fechadas, cuja disciplina legal desde a origem contou com divisão interna para flexibilizar o regime aplicável àquelas de menores dimensões⁵⁷⁹. Isso parece confirmar, e ressaltar, a opção do legislador por submeter as companhias abertas a regime comum, largamente homogêneo. E ainda, remete à passagem antes mencionada da Exposição de Motivos da lei societária, que justifica a opção por conceito amplo de companhia aberta com base na percepção de que “*toda companhia que faz apelo – por mínimo que seja – à poupança pública, cria, ao ingressar no mercado de capitais, relações que não existem na companhia fechada, e que exigem disciplina própria*”⁵⁸⁰. Não parece improvável que o intuito de proteção, com a intensidade da época, tenha preponderado, deixando de lado, ou em segundo plano, eventuais preocupações com problemas decorrentes da adoção de regime comum para todas as companhias abertas.

A dicotomia entre companhias abertas e fechadas era, nesse sentido, especialmente *absoluta* para as abertas. A nosso ver, essa opção estrutural está na origem dos problemas que se buscou remediar por meio de normas posteriores, examinadas no decorrer deste Capítulo. Com efeito, não tardou a que essa abordagem passasse a ser criticada em face da realidade, especialmente quanto à situação de companhias abertas que acessavam o mercado de valores mobiliários exclusivamente por meio de debêntures e à situação de companhias de menor porte, para muitas das quais o acesso a esse mercado se mostrava (e ainda se mostra) demasiadamente oneroso.

2.1.2 Uma face do problema: espécies de valores mobiliários admitidos à negociação

⁵⁷⁹ Vide Capítulo 3 da Parte I, item 3.1.2.

⁵⁸⁰ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

As ações são elementos estruturais da sociedade anônima. A divisão do capital social em ações e a limitação da responsabilidade dos sócios ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas são traços distintivos desse tipo societário⁵⁸¹. A livre circulação das ações era também característica marcante, que, contudo, passou a ser relativizada para admitir restrições no âmbito das companhias fechadas⁵⁸², como vimos na Parte I.

Por esses e outros motivos, não surpreende que a disciplina jurídica da companhia aberta tenha sido fortemente influenciada pelo ideal da grande companhia aberta com ampla dispersão acionária. É o que ilustram, por exemplo, os objetivos da reforma de 1976, examinados no Capítulo 3 da Parte I.

Todavia, como também examinado no Capítulo 3 da Parte I, optou o legislador brasileiro por não restringir a definição legal de companhia aberta e sua correspondente disciplina àquelas cujas ações estivessem admitidas à negociação – às companhias de “capital aberto”, por assim dizer. Pelo contrário, contemplou a admissão à negociação de qualquer espécie de valor mobiliário.

Esse aparente descompasso entre os pressupostos teóricos de certas normas que integram a disciplina da companhia aberta e a realidade – particularmente de companhias com debêntures admitidas à negociação, sem intenção de promover distribuição pública de ações – passou a gerar atritos e reclamações.

A CVM, que, antes mesmo da regulamentação do registro, explicitara opção por estabelecer regime único de informações, independentemente da espécie dos valores mobiliários ofertados ao público pelo emissor⁵⁸³, posteriormente, por ocasião da reforma das normas

⁵⁸¹ Cf. artigo 1º da Lei n. 6.404/1976. Nesse sentido, Almeida Salles fala nas ações como “*elemento estrutural, delineador das características da participação societária. Isto é, daquele tipo societário que tem o seu capital dividido em idênticas porções denominadas ações e, no qual, a responsabilidade dos sócios é limitada à sua subscrição*” (cf. SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Os valores mobiliários na Lei das S/A. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 107. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1997. p. 123).

⁵⁸² Cf. artigo 36 da Lei n. 6.404/1976.

⁵⁸³ Não obstante, o fato de a CVM ter prestado à época o esclarecimento transcrito a seguir mostra que a questão já estava no seu radar em 1978: “*Informações para debenturistas: A CVM não fará nenhuma distinção de tratamento quanto a informações no registro de companhias que apenas coloquem debêntures junto ao público. Apenas o registro de emissão, como será visto posteriormente, será diferente. Na atualização do registro das companhias que tenham debêntures em circulação, certas informações sobre a emissão desses títulos deverão ser fornecidas.*” (cf. “*Política de divulgação de informações*”, anexa à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978) Ao mesmo tempo, manifestou intenção de futuramente rever essa abordagem inicial para criar diferentes modelos de registro em função de preocupação com a necessidade de adaptação conforme os diferentes setores de atuação: “*A CVM reconhece que as informações necessárias*

sobre o registro de companhia aberta, passou a alertar para a necessidade de adaptação⁵⁸⁴.

Esse quadro impulsionou alterações pontuais e outra, mais estrutural, às Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976. Referimo-nos especificamente à autorização para criação de diferentes categorias de registro de companhia aberta, conforme as espécies de valores mobiliários admitidos à negociação, posteriormente regulamentada pela CVM. Contudo, não nos parece que essas medidas tenham remediado por completo o problema, como explicaremos adiante.

A questão ganha maior relevância face aos números mais recentes do mercado de valores mobiliários brasileiro, referidos no Capítulo 3 da Parte I. Como se viu, a dívida privada – em especial, as debêntures – vem assumindo preponderância em termos de volume de captação⁵⁸⁵. Diante dessa tendência, a própria CVM tem destacado a necessidade de reforma para que o mercado brasileiro reúna condições adequadas para atender às necessidades de financiamento das companhias nacionais⁵⁸⁶.

podem variar conforme o setor de atividades das companhias. De início, a CVM exigirá o fornecimento daquelas informações julgadas essenciais para o conhecimento adequado das operações de qualquer empresa, independentemente de seu ramo de atividade. Posteriormente, serão desenvolvidos modelos de registro contendo informações que permitam maior entendimento da companhia, conforme o setor ou setores onde opera. A CVM procurará, na medida do possível, padronizar as informações que venha a solicitar, recorrendo aos órgãos governamentais que supervisionam o exercício de atividades e às associações de classe interessadas, quando julgar necessária a inclusão de informações relativas a um determinado setor.” (cf. “Política de divulgação de informações”, anexa à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978)

⁵⁸⁴ Em 1987, mencionou em nota explicativa que “[t]ambém a separação do tipo de informação a ser prestada por companhias emissoras de debêntures, enfatizando os dados referentes a esta modalidade de risco, deverá fazer parte de futuras regulamentações”. (cf. Nota Explicativa da Instrução CVM n. 60/1987)

⁵⁸⁵ É o que constata estudo recente desenvolvido pela área técnica da CVM: “De forma semelhante aos demais países, a dívida privada possui papel preponderante no mercado de capitais brasileiro em termos de captação de recursos. Os seis instrumentos de renda fixa mostrados na Tabela 3 foram responsáveis por 84% do volume levantado nos últimos cinco anos (R\$ 765 bilhões) enquanto 10% do total foi captado sob a forma de ações (R\$ 94 bilhões), seja em oferta pública inicial ou subsequente. Os quatro papéis objeto deste estudo (debêntures, notas promissórias, CRA e CRI) representaram 76% do montante total emitido no mercado de capitais entre 2014 e 2018. A proporção referente a cada ano da amostra está listada na última coluna da tabela. (...) As debêntures são os instrumentos de dívida mais relevantes do mercado de capitais, do ponto de volume financeiro. Dentre os seis ativos de renda fixa mostrados no Gráfico 5, as debêntures representaram 63% do montante total captado entre 2011 e 2018 e as notas promissórias ocupam a segunda posição com 15%. Apesar do expressivo crescimento dos CRA, estes ainda representam uma parcela modesta do mercado de dívida privada (4%).” (cf. CVM. *O mercado de dívida corporativa no Brasil*. 2019. p. 22-23. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/. Acesso em: 15 abr. 2019)

⁵⁸⁶ “Determinadas macrotendências da economia brasileira apontam para o crescimento do mercado de renda fixa corporativo nos curto e médio prazos. (...) Entretanto, é preciso que o mercado de capitais doméstico reúna condições adequadas para atender às necessidades de recursos das companhias nacionais de forma eficiente e potencialize os fatores anteriores. Dessa forma, será possível obter um aumento do volume de emissões por companhias brasileiras de capital aberto no mercado doméstico, além do registro de novos emissores (incluindo empresas de pequeno e médio portes).” (cf. CVM. *O mercado de dívida corporativa no Brasil*. 2019. p. 97. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/. Acesso em: 15 abr. 2019)

É nesse contexto que se insere o presente estudo, e para cuja reflexão visa contribuir, ao analisar-se a disciplina das companhias abertas conforme as espécies de valores mobiliários admitidos à negociação. Nesse particular, este estudo adotará a distinção entre valores mobiliários “de capital” e valores mobiliários “de dívida”, tendo em vista os diferentes vínculos que produzem entre o investidor e a companhia, cujas modalidades mais típicas são, respectivamente, as ações e as debêntures. Em essência, identificamos como valores mobiliários de dívida aqueles que geram uma relação de crédito entre o investidor e a companhia, e não submetem o investidor ao risco do negócio da mesma forma que, por oposição, os valores mobiliários de capital⁵⁸⁷.

2.1.3 Outra face do problema: diferenças de porte

Na mesma linha, tal como originalmente estruturada, a disciplina legal da companhia aberta não conferiu tratamento específico às diferenças em termos de porte, que naturalmente existem entre as companhias que acessam, ou que desejam acessar, o mercado de valores mobiliários.

Esse ponto mais uma vez remete aos objetivos que pautaram a reforma de 1976, examinados no Capítulo 3 da Parte I. Como vimos, a disciplina societária pautou-se na noção de que a forma fechada seria mais adequada às companhias de menor porte e que a conversão para aberta seria um evento próprio da vida das companhias que atingissem maior porte.

O resultado é uma disciplina legal que não admite grande flexibilização em função do porte das companhias abertas – mas sim das companhias fechadas, como vimos. Por isso mesmo, é ainda hoje percebida como pouco simpática às companhias de menor porte que pretendam acessar o mercado de valores mobiliários.

A questão vem recebendo tratamento oscilante em sede legal e regulamentar, como resultado

⁵⁸⁷ Sobre essa distinção e as discussões clássicas a que remete quanto à estrutura de capital da companhia, ver YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 81 et seq; YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 117. Ressalva-se que a opção metodológica pela adoção dessa distinção não desconsidera o fato de que, dentro do universo de valores mobiliários de dívida e de capital, há importantes particularidades no tocante às diferentes espécies de valores mobiliários, que merecem ser consideradas ao disciplinar-se o tema, bem como títulos híbridos, que concentram características de ambos. Como veremos adiante no item 2.2.2, essa foi em linhas gerais a distinção em que se apoiou a CVM para regulamentar as categorias de emissores.

de sucessivas tentativas de remediar o problema. Por outro lado, é importante destacar o comando constitucional de tratamento favorecido para as microempresas e empresas de pequeno porte brasileiras⁵⁸⁸, invocado como fundamento para certas iniciativas promovidas pela CVM na tentativa de adequação do regime regulamentar das companhias conforme o seu porte, examinadas adiante.

Essa questão está no cerne das discussões sobre a ampliação do acesso ao mercado de valores mobiliários como alternativa de financiamento para as empresas brasileiras, que vem ocupando crescente espaço na agenda política. Em muitos pontos se entrelaça com as discussões mencionadas no tópico anterior sobre a disciplina das companhias conforme as espécies de valores mobiliários ofertados nesse mercado. É no intuito de contribuir para esse debate que serão analisadas a seguir as iniciativas passadas e aquelas mais recentes de disciplina das companhias abertas conforme o seu porte.

2.2 Disciplina da companhia aberta conforme as espécies de valores mobiliários admitidos à negociação

2.2.1 Categorias de registro de companhia aberta (artigo 4º, §3º da Lei n. 6.404/1976)

Como vimos no Capítulo 3 da Parte I, a Lei n. 10.303/2001 promoveu alterações expressivas à disciplina conferida à companhia aberta pela Lei n. 6.404/1976. Destaca-se principalmente

⁵⁸⁸ Cf. artigo 170, inciso IX (com redação dada por emenda constitucional), e artigo 179 da Constituição Federal: “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...) IX - tratamento favorecido para as empresas brasileiras de capital nacional de pequeno porte.” (redação revogada) IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.” (redação dada pela Emenda Constitucional nº 6/1995); “Art. 179. A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios dispensarão às microempresas e às empresas de pequeno porte, assim definidas em lei, tratamento jurídico diferenciado, visando a incentivá-las pela simplificação de suas obrigações administrativas, tributárias, previdenciárias e creditícias, ou pela eliminação ou redução destas por meio de lei.” A definição de microempresas e empresas de pequeno porte consta do artigo 3º da Lei Complementar n. 23/2006 (com alterações introduzidas pela Lei Complementar n. 155/2016): “Art. 3º Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que: I - no caso da microempresa, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais); e II - no caso de empresa de pequeno porte, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais). (...)”

a introdução do parágrafo 3º ao artigo 4º, que autorizou a CVM a classificar as companhias abertas em categorias, “segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado”, bem como a especificar “as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria”⁵⁸⁹.

Trata-se de relevante inovação, que, contudo, recebeu pouca atenção e teve reduzida repercussão prática até sua regulamentação pela CVM, no ano de 2009.

Com efeito, a classificação das companhias abertas em diferentes categorias de acordo com as espécies de valores mobiliários admitidos à negociação, com a adequação da disciplina aplicável a cada categoria, representa um afastamento – ou, para Carvalhosa e Eizirik, um rompimento – da antiga dicotomia entre companhias abertas e fechadas⁵⁹⁰.

A origem dessa medida é atribuída a pleitos de companhias que acessavam o mercado para captação exclusivamente por meio de debêntures e outros valores mobiliários, sem a pretensão de efetivamente abrir o seu capital, e se viam obrigadas a adaptar seus estatutos e a obedecer ao mesmo regime informacional das companhias de capital aberto⁵⁹¹.

Isso parece justificar a adoção, pelo legislador, como critério de distinção, das espécies de valores mobiliários distribuídos ao mercado. Assim sendo, a medida parece pretender contornar o problema decorrente do fato de a lei brasileira ter concentrado sob a definição legal de companhia aberta realidades tão distintas, englobando toda e qualquer companhia

⁵⁸⁹ A redação completa do §3º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 é a seguinte: “§ 3º A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria.”

⁵⁹⁰ “Com o novo regime legal trazido pela Lei n. 10.303/2001, rompe-se com a dicotomia absoluta entre companhias abertas e companhias fechadas, admitindo-se níveis diferenciados de regulação entre as companhias abertas, bem como adequando-se a regulação aos tipos de valores mobiliários objeto de negociação pública.” (cf. CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 40) No mesmo sentido: CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 66.

⁵⁹¹ Nesse sentido, notam Lamy e Bulhões: “Essa norma veio atender a reclamações de companhias que não pretendiam que suas ações circulassem no mercado, mas apenas distribuir outros valores mobiliários, especialmente debêntures, e eram forçadas a promover alterações estatutárias e a satisfazer a diversos requisitos da lei que só têm razão de ser se a companhia é aberta para negociação de ações. O novo dispositivo atribui à CVM competência para excluir a aplicação, a essas companhias, de normas que são próprias das companhias emissoras de ações em circulação no mercado.” (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 106) O trecho parece sugerir que, na visão dos autores, a nova norma autorizava a CVM a dispensar obrigações previstas em lei para as companhias abertas – ponto esse que retomaremos a seguir. Em sentido semelhante, afirmou Cantidiano: “Ao incluir na lei o §3º, do art. 4º, o legislador atende antigo pleito do mercado quando admite que a CVM possa criar categorias diferenciadas de companhias abertas segundo as espécies e classes de valores mobiliários distribuídos no mercado, formulando exigências diferentes para a concessão de registro às respectivas sociedades emissoras.” (cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 31)

cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação, independentemente de sua espécie, e de tê-las submetido originalmente a regime comum, que em certos pontos parece pressupor a distribuição pública de ações e consequente dispersão acionária.

A proposta que deu origem a esse dispositivo foi formulada no âmbito do substitutivo apresentado pelo Deputado Emerson Kapaz, com a seguinte redação⁵⁹²:

“§3º A CVM poderá permitir a criação de níveis de companhias abertas, segundo sejam as espécies ou classes de valores mobiliários por ela emitidos negociados em bolsa de valores ou no mercado de balcão, e especificar as normas sobre companhia aberta aplicáveis a cada nível.”

Observa-se que a referência a diferentes “níveis” de companhias abertas ainda hoje é ocasionalmente empregada, não obstante sua posterior substituição pelo termo “categorias” no âmbito do processo legislativo. Contudo, a nosso ver, a primeira nomenclatura é inexata, devendo, portanto, ser evitada.

Mais ainda, nota-se que o referido substitutivo originalmente contemplou um segundo critério de distinção: os *mercados* em que os valores mobiliários seriam negociados⁵⁹³. Como veremos a seguir, mesmo tendo sido posteriormente subtraído no âmbito do processo legislativo, tal critério foi ressuscitado pela CVM, em sua proposta inicial de regulamentação da matéria, e mais uma vez abandonado no curso da respectiva audiência pública, de modo que a atual disciplina das categorias de registro de companhia aberta não faz uma tal distinção⁵⁹⁴.

⁵⁹² Cf. substitutivo apresentado em anexo ao voto do relator Deputado Emerson Kapaz. Sobre o tema, ver também: CARVALHOSA, Modesto. “Notícia sobre a reforma de lei de sociedades anônimas – projeto do Deputado Emerson Kapaz”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do Direito do mercado financeiro e de capitais*. 2º vol. São Paulo: Dialética, 2000. p. 177-188; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Alteração na Lei das Sociedades por Ações – o Substitutivo do Deputado Emerson Kapaz”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do Direito do mercado financeiro e de capitais*. 2º vol. São Paulo: Dialética, 2000. p. 141-160. De acordo com os autores, o “Projeto Kapaz”, como ficou conhecido o substitutivo do Deputado Emerson Kapaz, resultou de ampla discussão e contou com o apoio da CVM.

⁵⁹³ Comentou Cantidiano que, se dita proposta fosse aprovada, a CVM passaria a poder “estabelecer critérios simplificados para a concessão do registro de companhias que apenas venham a emitir debêntures simples, sendo-lhe facultado, ainda, exigir requisitos diferenciados conforme a companhia venha a ter valores de sua emissão negociados em mercado de balcão – organizados ou não -, ou em bolsa de valores”. (cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Alteração na Lei das Sociedades por Ações – o Substitutivo do Deputado Emerson Kapaz”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do Direito do mercado financeiro e de capitais*. 2º vol. São Paulo: Dialética, 2000. p. 146)

⁵⁹⁴ Quanto a esse ponto, Pitta pondera que a Lei n. 6.385/1976 sempre admitiu, ainda que implicitamente, a possibilidade de a CVM estabelecer regras diferenciadas para o registro de companhias abertas em função do

A redação atual do §3º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 foi proposta no âmbito da emenda modificativa n. 23 ao substitutivo da Comissão de Finanças e Tributação, apresentada no plenário da Câmara dos Deputados pelo Deputado Jutahy Júnior, e justificada como um “*aperfeiçoamento técnico*” ao referido dispositivo⁵⁹⁵.

À época da promulgação da Lei n. 10.303/2001, essa inovação foi saudada pela doutrina, que reclamava da opção original por submeter todas as companhias abertas ao mesmo regime legal e regulamentar. Dizia-se, por exemplo, que “[t]al disciplina uniforme para todas as companhias abertas revelou-se, depois de algum tempo, inadequada”, especialmente, nas palavras de Carvalhosa e Eizirik, porque “*não se compatibilizavam as normas regulamentares, particularmente as referentes à divulgação de informações, com as reais necessidades dos investidores, que variam em função das diferentes espécies de valores mobiliários*”, gerando custos desnecessários para as companhias⁵⁹⁶.

Os comentários da época traduzem preocupação recorrente com o nível de regulação das companhias abertas e, mais especificamente, com a intensidade de seu regime informacional. Assim, por exemplo, segundo Cantidiano, esperava-se então que essa inovação contribuiria

mercado no qual seus valores mobiliários venham a ser admitidos à negociação. (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 435)

⁵⁹⁵ Essa emenda também propunha a alteração da redação do §4º do mesmo artigo. Diz a respectiva justificativa: “*A presente emenda tem por objetivo promover um aperfeiçoamento técnico da redação do § 3º do art. 4º da Lei das S/A, nos termos do Substitutivo acima, bem como incluir, no corpo do § 4º do mesmo artigo, os critérios que poderão ser utilizados para definição do valor da oferta pública de cancelamento de registro de companhia aberta, considerando a necessidade de se proteger os acionistas minoritários contra a fixação arbitrária do referido valor em patamares aviltados, e sem correlação com o real valor da companhia. Outrossim, a redação ora proposta para o citado § 4º contempla remissão ao art 4º-A, cuja inclusão também é proposta nesta oportunidade, o qual garantirá aos acionistas minoritários da companhia a prerrogativa de requerer a revisão do valor estabelecido para efeito da oferta pública de que se cuida. Impõe-se alterar a redação do § 6º deste artigo, na parte referente à elevação de participação “direta e indireta”, que deve ser redigido como “direta ou indireta”, haja vista tratar-se de hipóteses alternativas.*”

⁵⁹⁶ Cf. CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 39. No mesmo sentido: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2ª ed. Vol I. Quartier Latin: São Paulo, 2015. p. 81-82); CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 65. Em sentido semelhante: CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 31-32. Para Carvalhosa, a novidade era positiva, de enorme importância prática. (cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 31; 65) No mesmo sentido, LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 116. Yazbek afirma que essa inovação representa reconhecimento de que “*o mercado pode (e tende a) demandar instrumentos com perfil diferenciado*”. (cf. YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 112) E ainda, da leitura do dispositivo Tellechea depreende “*que o órgão regulador anteviu que o mercado demandava a criação de instrumentos com perfis diferenciados, capazes de absorver estruturas jurídicas mais flexíveis, especialmente quanto à emissão de outros tipos de valores mobiliários sem necessidade de promover alterações estatutárias relevantes, porém morosas*” (cf. TELLECHEA, Rodrigo. Artigo 22. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 506-507)

para “facilitar o surgimento de novas companhias abertas, de portes diferenciados, que pretendam distribuir publicamente valores mobiliários de características também diversas”, e incorreriam em custos menores para a obtenção do registro e sua manutenção⁵⁹⁷. Houve também quem visse na proposta preocupação do legislador com a generalidade com que a lei tratava as companhias abertas⁵⁹⁸. Nota-se aqui a conexão com a questão antes mencionada do porte das companhias.

Não obstante, a forma adotada para a persecução de tais objetivos merece algumas observações.

A principal crítica que se faz àquela medida tal como adotada diz respeito ao escopo e ao alcance da autorização dada à CVM para especificar as “normas sobre companhias abertas” aplicáveis a cada categoria.

A nosso ver, tal como delineado o referido dispositivo, sua repercussão ficou limitada ao âmbito regulamentar. Diferentemente de outras hipóteses em que, por exemplo, a lei delega à CVM competência para dispensar ou reduzir os percentuais previstos em normas específicas, nesse caso a referência genérica a normas sobre companhias abertas deve ser interpretada como se limitada às normas regulamentares. Afinal, como disse Carvalhosa, não poderia a CVM distinguir onde a própria lei não distinguiu⁵⁹⁹.

⁵⁹⁷ Cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 31-32.

⁵⁹⁸ Esse ponto foi ressaltado em decisão do Colegiado da CVM: “Com isto não se está a recriminar, de nenhum modo, a preocupação da SEP com a efetiva disseminação de ações e outros valores mobiliários de emissão das companhias abertas em bolsa de valores ou mercado de balcão. Tal preocupação, inclusive, resultou recentemente em nova regulamentação pelo CMN dos investimentos das entidades de previdência privada, com determinação de investimento mínimo em papéis com efetiva liquidez. Entretanto, entendo que o modo de incentivar tal dispersão não é de restrição ao registro de companhias abertas que não emitam valores mobiliários publicamente. Anoto, ainda, que o Projeto de Lei 3.115, na forma em que aprovado pelo plenário da Câmara dos Deputados, prevê a modificação da Lei das S.A. de maneira a admitir-se mais de uma espécie de registros de companhias abertas, o que revela que o legislador também se preocupou com a generalidade com que a lei trata as múltiplas hipóteses práticas de companhias abertas.” (cf. CVM. RJ 2000/4896, RJ 2000/4887, RJ 2000/4888, RJ 2000/4889, RJ 2000/4890, RJ 2000/4891, RJ 2000/4893 e RJ 2000/4894, julgados em 10 de abril de 2001. Voto do Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade)

⁵⁹⁹ “Nos termos do novo §3º caberá à CVM, em sua regulamentação sobre a matéria, especificar as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria. As normas a que se refere o §3º são unicamente as regulamentares, mediante instruções expedidas pela CVM. Seria de todo inadmissível que a CVM, ao regulamentar a matéria, dispusesse que determinada norma legal, constante da lei societária, fosse aplicável a dada categoria de emissoras, mas a outra, distinguido o que a lei não distinguiu. Como ato por definição inferior à lei, evidentemente não pode o regulamento, sob pena de nulidade, contrariá-la ou ir além de seus preceitos.” (cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 67-68; p. 31) No mesmo sentido: CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 41 et seq. Em outra oportunidade, comentou Nelson Eizirk: “Com a edição da Lei n. 10.303/2001, admitiu-se a existência de níveis diferenciados de regulação entre as companhias abertas.” (cf. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2ª ed. Vol I. Quartier Latin: São Paulo,

Melhor dizendo, entendemos que não poderia a CVM dispensar a aplicação de normas hierarquicamente superiores, cuja incidência decorre de lei, não especificadas pelo legislador (isto é, sem que haja autorização legal específica para dispensa), sob risco de violação ao princípio da legalidade consagrado no inciso II do artigo 5º da Constituição Federal.

O dispositivo em questão traduz exceção à regra geral, devendo ser interpretado restritivamente. Isso parece determinar a conclusão de que o §3º do artigo 4º não constitui ampla autorização para a CVM dispensar normas legais, mas apenas regulamentares, sobre companhias abertas.

Em outras palavras, admitiu-se apenas que o regime regulamentar fosse adequado para tratar diferentemente as diferentes categorias de companhias abertas, conforme as espécies de valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação. Já sob a lei societária, as companhias abertas permaneceram sujeitas às mesmas regras, com as distinções introduzidas posteriormente, e de maneira pontual, examinadas adiante no item 2.2.2.

Consequentemente, antes mesmo da regulamentação do dispositivo em questão, comentava-se, por exemplo, que não poderia a CVM dispensar para categorias específicas de companhias abertas – como os emissores de debêntures simples – a aplicação do artigo 254-A, que exige a realização de oferta pública quando da aquisição de controle de companhia aberta⁶⁰⁰.

2015. p. 82). Na mesma linha, afirma Bulhões: “*Na essência, a norma do §3º não é de direito societário, mas de organização do mercado de valores mobiliários: o que se permite à CVM é classificar as companhias abertas em função da espécie dos seus valores mobiliários negociados no mercado, mediante a instituição para cada categoria de requisitos próprios para acesso ao mercado. A disposição estaria melhor situada na Lei 6.385/1976. A locução “especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria” há de ser entendida no sentido restrito de especificação de (a) requisitos, ou condições, para a admissão da negociação de valores mobiliários no mercado, e (b) regras sobre prestação de informações ao público. O parágrafo 3º não delega à CVM competência para dispor sobre direitos subjetivos ou modificar o regime legal das companhias abertas.*” (cf. BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 111-112) Ainda sobre o tema, ver LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 117; 143 et seq.

⁶⁰⁰ “*Não poderá, assim, a CVM, em suas normas regulamentares, dispor, por exemplo, que o art. 254-A da lei societária, que trata da oferta pública decorrente da aquisição de controle acionário, aplica-se apenas às companhias abertas emissoras de ações, mas não às emissoras de debêntures simples; tal normas regulamentar seria nula, pois a lei, no art. 254-A, refere-se a todas as companhias abertas, sem qualquer distinção.*” (cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 67-68) As manifestações sobre o tema em sede de julgamentos do Colegiado da CVM, anteriores à edição da Instrução CVM n. 480/2009, parecem oscilar quanto à interpretação do alcance do dispositivo em questão. Por exemplo: no julgamento do inquérito administrativo n. RJ 2001/8045, a Diretora Relatora Norma Jonssen concluiu que “*mesmo com a flexibilização de prestação de informações criada pela Lei nº 10.303/2001, (...) certamente o parecer dos auditores não será dispensado por ser instrumento de fundamental importância para atestar a fidedignidade das demonstrações financeiras das companhias*” (cf. CVM. *Inquérito Administrativo n. RJ 2001/8045*, julgado em 20 de dezembro de 2002,

Por certo, a norma não se confunde com a possibilidade de dispensa do registro de companhia aberta, prevista na Lei n. 6.385/1976 e examinada no Capítulo 3 desta Parte II. Ou seja, não pode ter por consequência afastar o enquadramento como companhia aberta e a incidência da disciplina legal para uma ou outra categoria por completo⁶⁰¹.

Assim sendo, as “*normas sobre companhias abertas*” de que trata o §3º do artigo 4º restringem-se às normas expedidas pela própria CVM para regulamentar as obrigações impostas às companhias abertas e demais matérias que lhes são pertinentes previstas nas Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976. Essa nos parece ser a melhor interpretação da norma e, com efeito, é a que pautou a regulamentação das categorias de registro de companhias abertas pela CVM, como veremos a seguir.

Todavia, no limite, não nos parece que uma tal autorização se fazia para tanto necessária. Melhor dizendo, entendemos que antes mesmo da autorização dada por meio do §3º do artigo 4º da lei societária, a CVM já podia instituir, em sede regulamentar, regimes próprios para diferentes grupos de companhias registradas, conforme as espécies de valores mobiliários

Diretora Relatora Norma Parente). Por outro lado, no âmbito do processo CVM n. RJ 2002/6138, concluiu que uma companhia que pretendia distribuir publicamente apenas debêntures simples não precisaria adaptar seu estatuto às alterações promovidas ao regime das ações preferenciais pela Lei n. 10.303/2001: “9. *Efetivamente, o novo sistema legislativo admite que as companhias abertas sejam diferenciadas por categorias. Assim, não se pode considerar no mesmo patamar companhias que se tornem abertas em decorrência da captação de recursos através de ações, debêntures, notas promissórias, ou mesmo certificados de investimento coletivo, ou ainda quando emitam títulos destinados a empregados, a investidores qualificados ou a certa região. 10. Nessas hipóteses, como no presente caso, há que se atentar para a distribuição a ser realizada, pois foi com o objetivo de facilitar o acesso ao mercado de capitais que os níveis de companhias abertas foram criados. Não se pode, contudo, permitir que a diferenciação de categoria prejudique minoritários. (...)*”. Nesse processo discutia-se a necessidade de adaptação do estatuto social, como condição para o deferimento de registro de companhia aberta, às preferências e vantagens de que trata o artigo 17 da Lei n. 6.404/1976, com redação dada pela Lei n. 10.303/2001. A companhia em questão declarou que “*não [buscava] atrair acionistas investidores, mas, sim, debenturistas*”, e reclamou que “*para o investidor debenturista, a política de dividendos acaba por conflitar com o seu interesse financeiro*” e que “*inúmeras justificativas poderiam ser levantadas para subsidiar o tratamento diferenciado entre sociedades exclusivamente emissoras de debêntures e aquelas que desejam negociar no mercado suas ações, sendo que, no caso, não haverá qualquer prejuízo ao investidor, uma vez que não interessa a esse, nem à companhia, negociar com ações*”. O relatório aponta que a companhia invocou a proposta que constava do anteprojeto de reforma da Lei n. 6.404/1976, “*que [estendia] às companhias abertas exclusivamente por debêntures ou outro título não conversível em ações a disposição que permite às companhias fechadas distribuírem dividendo inferior ao mínimo obrigatório ou reterem todo o lucro líquido*”. (cf. CVM. Processo n. RJ 2002/6138, julgado em 01 de outubro de 2002. Diretora Relatora Norma Jonssen Parente)

⁶⁰¹ Todavia, esse ponto parece ter inicialmente suscitado dúvida na doutrina: “*O §3º trata-se de norma programática, outorgando competência à CVM para a regulamentação de espécies societárias intermediárias, no tocante à sua classificação como abertas ou fechadas. A principal função do dispositivo é a regulamentação de condições específicas para lançamento público de debêntures ou commercial papers por uma companhia fechada, sem que esta tenha que se submeter a toda a regulamentação imposta às sociedades abertas.*” (cf. TOKARS, Fábio. Comentários ao artigo 4º. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00.* 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 31)

admitidos à negociação⁶⁰².

O contraste entre os objetivos que pautaram a introdução da norma, de adequação da disciplina jurídica das companhias abertas às suas diferentes configurações, e a forma como foi estipulada em lei, aponta para uma limitação de efetividade. Isto é, ou se entende que a norma permite à CVM a dispensa de obrigações da própria Lei n. 6.404/1976, com o que discordamos, ou que não foi adequada, ou suficiente, à persecução dos objetivos que motivaram nesse ponto a reforma legal, atendendo apenas em parte às pressões da época.

Adicionalmente, aplica-se também ao §3º do artigo 4º a já mencionada crítica quanto à sua compatibilidade com o teor da Lei n. 6.404/1976⁶⁰³. Nesse sentido, concordamos que, na essência, o dispositivo que autoriza a criação das categorias “*não é de direito societário, mas de organização do mercado de valores mobiliários*”⁶⁰⁴.

Com efeito, a Lei n. 6.385/1976 não trata das categorias de registro de companhia aberta. Porém, como mencionado no Capítulo 3 da Parte I, a Lei n. 11.638/2007, que teve por objeto principal as sociedades de grande porte, além de promover alterações às Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, dispôs em seu artigo 4º o seguinte:

“Art. 4º As normas de que tratam os incisos I, II e IV do § 1º do art. 22 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, poderão ser especificadas por categorias de companhias abertas e demais emissores de valores

⁶⁰² Com efeito, a CVM efetivamente instituiu regimes especiais antes mesmo da reforma de 2001. Exemplo disso é o regime que existiu para as companhias emissoras de notas promissórias sob as Instruções CVM n. 134/1990 e n. 422/2005 até o advento da Instrução CVM n. 480/2009 (vide Capítulo 1 da Parte II, item 1.1.1). Também nesse sentido, para Pitta, a interpretação sistemática dos artigos 21, §6º, e 22, §1º, da Lei n. 6.385/1976 já permitia a conclusão de que a CVM goza de ampla liberdade para administrar os registros de sua competência, prevendo descontos regulatórios ou hipóteses de dispensa em função não apenas da espécie ou classe dos valores mobiliários e dos mercados em que forem negociados, mas também do porte do emissor e da qualificação dos investidores titulares dos respectivos valores mobiliários ou destinatários das ofertas públicas de distribuição. (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 436) No mesmo sentido: PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 209. Além disso, é de se notar que o inciso VIII do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976 confere ampla competência à CVM para expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre “*as demais matérias previstas em lei*”.

⁶⁰³ Vide Capítulo 3 da Parte I, item 3.2.3. Nesse sentido, reclamam Lamy e Bulhões que a distinção entre as matérias reguladas na Lei n. 6.385/1976 e na Lei n. 6.404/1976 “*não foi mantida pela Lei n. 10.303/2001, ao disciplinar, em parágrafos acrescidos ao artigo 4º da LSA, o cancelamento de registro de companhia aberta na CVM e alguns deveres das companhias abertas em razão de sua participação nos mercados*”. (cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 105)

⁶⁰⁴ Cf. BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 111.

mobiliários em função do seu porte e das espécies e classes dos valores mobiliários por eles emitidos e negociados no mercado.”

Ou seja, introduziu-se nesse momento o porte como possível critério de distinção. Além disso, é de se notar que o dispositivo faz referência a incisos específicos do artigo da Lei n. 6.385/1976 que lista matérias delegadas à regulamentação da CVM (e não, genericamente, a “*normas sobre companhias abertas*”)⁶⁰⁵.

A CVM emitiu à época comunicado por meio do qual ressaltou que a Lei n. 10.303/2001 já alterara a lei societária para lhe conferir poderes de classificar e regular as companhias abertas em categorias, segundo a espécie e classe de valores mobiliários por elas emitidos, de modo que a Lei n. 11.638/2007 “*não altera essa disposição e além de considerar, ainda, o porte das companhias, incluiu os demais emissores de valores mobiliários no que diz respeito ao estabelecimento de regras diferenciadas nos casos previstos no § 1º, incisos I, II e IV do art. 22 da Lei no 6.385/76*”⁶⁰⁶.

Contudo, por ter sido incluído em outro diploma, e não no corpo da Lei n. 6.385/1976, esse dispositivo teve menos visibilidade, o que prejudica a compreensão global da matéria.

Ainda sobre o §3º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976, cabem três observações adicionais.

Em primeiro lugar, o emprego na norma do termo “*poderá*” gerou inicialmente discordância quanto a se traduzia um comando (melhor dizendo, um “*poder-dever*”) ou mera autorização para que a CVM regulamentasse as categorias de registro de companhia aberta⁶⁰⁷. Contudo, essa discussão perdeu o objeto quando da regulamentação das categorias de registro pela CVM.

Em segundo lugar, critica-se a referência que a norma faz às *classes* de valores mobiliários

⁶⁰⁵ Lembre-se que o inciso I do parágrafo 1º do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976 refere-se “[à] natureza das informações que devam divulgar e [à] periodicidade da divulgação”, o inciso II refere-se ao “relatório da administração e demonstrações financeiras”, e o inciso IV refere-se aos “padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes”.

⁶⁰⁶ Cf. CVM. Comunicado ao mercado de 14 de janeiro de 2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2008/20080114_press_1.pdf. Acesso em: 06 jul. 2018.

⁶⁰⁷ “A norma do novo §3º do art. 4º, introduzido pela Lei n. 10.303, de 2001, não é auto-executável, uma vez que depende de regulamentação a ser expedida pela CVM. Trata-se de um poder-dever atribuído à CVM, cabendo-lhe regulamentar a matéria, para que a duplicidade de procedimentos desnecessários recaia sobre as companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários.” (cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 67) No mesmo sentido: CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 40; LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 116. Já a área técnica da CVM, ao mencionar o tema, declarou entender tratar-se de mera *faculdade*. (cf. CVM. *Processo n. RJ 2002/6138*, julgado em 01 de outubro de 2002. Diretora Relatora Norma Jonssen Parente)

como critério de distinção, por ser demasiadamente específico e, por isso mesmo, desnecessário⁶⁰⁸. Com efeito, esse critério foi desconsiderado na regulamentação das categorias de registro pela CVM, como veremos adiante.

Em terceiro lugar, merece atenção o fato de a norma, ao determinar a classificação das companhias abertas em categorias, referir-se aos valores mobiliários “*por ela emitidos negociados no mercado*”. O emprego de ambos os verbos (“*emitidos negociados*”) pode gerar confusão em contraste com as demais referências à *admissão à negociação*. Esta, como mencionado no Capítulo anterior, não se confunde, a nosso ver, com efetiva negociação dos valores mobiliários. Apesar de o emprego de termos distintos comprometer a coesão do diploma, não conduz a interpretação distinta sobre o enquadramento como companhia aberta. Melhor dizendo, esse detalhe não parece permitir que se conclua que somente se enquadram como companhias abertas e somente podem ser classificadas em categorias aquelas cujos valores mobiliários sejam efetivamente negociados nesse mercado. Portanto, entendemos que o termo “*emitidos negociados*” do §3º do artigo 4º deve ser interpretado como sinônimo de *admitidos à negociação*.

2.2.2 Regulamentação das categorias de registro (Instrução CVM n. 480/2009)

2.2.2.1 Discussões preliminares (Audiência Pública SDM n. 07/08)

O §3º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976, por não ser autoexecutável, permaneceu por muitos anos dormente. Após longo processo de análise e discussão interna⁶⁰⁹, o dispositivo foi

⁶⁰⁸ “Embora o novo §3º do art. 4º se refira à classificação das companhias em categorias, segundo as espécies e classes de valores mobiliários, deverá ser utilizado apenas o primeiro dos parâmetros, estabelecendo-se a tipologia de companhias abertas apenas com base nas espécies de valores mobiliários. Com efeito, seria especialização excessiva, dadas as reduzidas dimensões de nosso mercado de capitais, a classificação de diferentes categorias, tendo em vista as classes de ações preferenciais, por exemplo (...)” (cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 67) No mesmo sentido: CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 40-41.

⁶⁰⁹ Notícias dão conta de que a primeira versão da proposta da área técnica da CVM de reforma da Instrução CVM n. 202/1993 para, dentro outros, regulamentar as categorias de companhia aberta, foi concluída no ano de 2003. (cf. AZEVEDO, Simone. *A nova 202*. Revista Capital Aberto. São Paulo, setembro de 2003. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/a-nova-202/>. Acesso em: 10 set. 2019) Também Pitta comenta que o projeto de regulamentação foi logo iniciado e inicialmente contemplava “*uma gama de categorias de companhias em função do tipo de valor mobiliário emitido, do mercado de sua negociação, do porte da companhia emissora, do perfil dos seus investidores e até de eventual limitação regional da oferta pública de distribuição*”. (cf. PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 209-210)

regulamentado pela CVM, em dezembro de 2009 – isto é, mais de oito anos após a promulgação da Lei n. 10.303/2001. Sua regulamentação está concentrada na Instrução CVM n. 480/2009.

Com efeito, o advento da Lei n. 10.303/2001 impulsionou a iniciativa de se promover uma reforma ampla e estrutural das normas da CVM sobre o registro de emissor do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976.

Assim sendo, a regulamentação das categorias de emissores de valores mobiliários foi apenas um dos diversos objetivos que pautaram a elaboração da Instrução CVM n. 480/2009, dentro desse projeto maior de reformar o sistema de registro de emissores e seu regime informacional, brevemente comentado no item 1.1.1 do Capítulo 1 desta Parte II. A norma não se limitou à regulamentação de categorias de *companhia aberta*, e sim dirigiu, de maneira mais ampla, aos *emissores* de valores mobiliários – como viera a permitir o artigo 4º da Lei n. 11.638/2007⁶¹⁰.

A proposta inicialmente submetida pela CVM a audiência pública contemplava a criação de três categorias de emissores, definidas a partir de dois critérios de distinção: (i) as espécies de valores mobiliários admitidos à negociação; e (ii) os mercados regulamentados em que fossem admitidos à negociação⁶¹¹.

⁶¹⁰ Como mencionado, o artigo 4º da Lei n. 11.638/2007 autoriza a especificação de certas normas “*por categorias de companhias abertas e demais emissores de valores mobiliários*”. As exceções aos emissores de valores mobiliários contemplados pela Instrução CVM n. 480/2009 estão indicadas em seu artigo 1º, §3º.

⁶¹¹ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08. Relatos revelam que outros critérios foram considerados antes da audiência pública, inclusive o porte das companhias. Veja-se, nesse sentido, o seguinte relato de Cantidiano, de 2005: “*Precisávamos melhorar e simplificar as normas para o registro das companhias, até mesmo porque a Lei 10.303/2001 permitira que companhias de diferentes tamanhos recebessem tratamento diferenciado do regulador. A CVM, então, elaborou um projeto de reformulação da Instrução 202, de 6 de dezembro de 1993. Essencialmente, esse projeto pretende criar o registro diferenciado de companhia aberta à luz do disposto no art. 4º da Lei n. 6.404/76, que outorga à agência a possibilidade de criar níveis distintos de registro das entidades emissoras de valores, de acordo com os valores mobiliários ofertados ao público. Devemos ter o registro completo para as companhias que venham a ofertar ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição, sendo criado, nesse nível, um subgrupo para companhias de menor porte ou que ofereçam seus títulos apenas a investidores qualificados. Em um segundo nível, haverá companhias que emitirem títulos de dívida, também com subgrupos para sociedades de menor porte ou que destinem suas emissões apenas a investidores qualificados. Por fim, em um terceiro nível, teremos as companhias que, apesar de registradas, ainda não estiveram aptas a distribuir valores mobiliários no mercado. Cada um desses níveis e subníveis terá requisitos de registro e exigências para a divulgação de informações diferentes, o que proporcionará melhora na qualidade das informações prestadas aos investidores, sem a geração de custos adicionais de publicação na imprensa.*” (cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Aspectos regulatórios do mercado de capitais. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro / São Paulo: Contra Capa Livraria / ANBID, 2007. p. 221) Há notícia, ademais, de que quando da elaboração da proposta de regulamentação original, de 2003, a área técnica da CVM chegou a considerar a segmentação das companhias por ambiente de negociação, porém, “[u]ma análise mais cuidadosa do que diz a lei, contudo, levou a CVM a optar pela segmentação a partir de títulos emitidos, seguindo à risca

Com relação ao primeiro critério, a CVM se inspirou na distinção entre valores mobiliários de capital (*equity securities*) e valores mobiliários de dívida (*non-equity securities*) adotada em outros países, especialmente naqueles da Comunidade Europeia⁶¹². A referida proposta definia como valores mobiliários de dívida e investimento coletivo todos aqueles que não fossem de capital, e, como valores mobiliários de capital, as ações e valores mobiliários equiparáveis a ações, bem como quaisquer valores mobiliários que conferissem ao titular o direito de adquirir ações ou valores mobiliários equiparáveis a ações, como resultado de sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes fossem inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor ou por uma sociedade pertencente ao grupo do emissor⁶¹³.

Já quanto ao segundo critério de distinção, a proposta da CVM remetia à sistemática original de regulamentação do registro de companhia aberta, posteriormente revertida, que fazia distinção conforme o mercado – de bolsa ou de balcão – em que os valores mobiliários seriam negociados⁶¹⁴. Contudo, esse critério acabou sendo abandonado no curso da audiência pública, como veremos adiante.

Com base nesses dois critérios, a CVM propunha a seguinte classificação⁶¹⁵:

(i) emissores capital/bolsa: “conjunto de emissores autorizados a negociar

seu limite de atuação” (cf. AZEVEDO, Simone. *A nova 202*. Revista Capital Aberto. São Paulo, setembro de 2003. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/a-nova-202/>. Acesso em: 10 set. 2019)). A notícia afirma que a proposta original contemplava três categorias: emissores de títulos patrimoniais, emissores de títulos de dívida e “não emissores”, dedicando-se essa última categoria às companhias registradas que não promovessem a distribuição pública de valores mobiliários de sua emissão (vide Capítulo 1 da Parte II, item 1.3), bem como que se pretendia criar novas divisões dentro das duas primeiras categorias conforme o faturamento das companhias. Dessa forma, as empresas cuja receita superasse determinado valor ficariam sujeitas a obrigações adicionais de informação (como, por exemplo, a divulgação de demonstrações trimestrais consolidadas e demonstração anual de fluxo de caixa), dispensadas para as empresas de menor porte, com receita inferior. Por fim, diz a mesma reportagem que a CVM estudava ainda adotar o nível de dispersão do capital da companhia como uma alternativa ao faturamento no modelo de segmentação. (cf. AZEVEDO, Simone. *A nova 202*. Revista Capital Aberto. São Paulo, setembro de 2003. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/a-nova-202/>. Acesso em: 10 set. 2019)) Para Pitta, a proposta de reforma que veio a público foi “menos ambiciosa”. (cf. PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 210)

⁶¹² O edital de audiência pública CVM n. 07/08 menciona expressamente a Diretiva 2003/71/CE, assim traduzida: “Art. 2º (...) (b) Valores mobiliários representativos de capital (valores participativos, *equity securities*): as ações e outros valores mobiliários negociáveis equiparáveis a ações, bem como quaisquer outros valores mobiliários negociáveis que concedam o direito de adquirir qualquer dos valores mobiliários supramencionados, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que este último tipo de valores mobiliários seja emitido pelo emitente das ações subjacentes ou por uma entidade pertencente ao grupo do referido emitente; (c) Valores mobiliários não representativos de capital (valores no participativos, *non-equity securities*): todos os valores mobiliários que não sejam valores mobiliários representativos de capital;”

⁶¹³ Note-se que o termo “valores mobiliários equiparáveis a ações” recebeu críticas na audiência pública e foi posteriormente reformulado. (cf. *Relatório de audiência pública CVM n. 07/08*, p. 13)

⁶¹⁴ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08. A proposta da CVM tomava por base a distinção estabelecida pela Instrução CVM n. 461/2007 entre os mercados bolsa, balcão organizado e balcão não organizado.

⁶¹⁵ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08.

quaisquer valores mobiliários em quaisquer mercados regulamentados de valores mobiliários”;

- (ii) emissores capital/balcão: *“conjunto de emissores autorizados a negociar quaisquer valores mobiliários em mercados de balcão, organizados ou não, e valores mobiliários de dívida e investimento coletivo em quaisquer mercados regulamentados de valores mobiliários”;* e
- (iii) emissores dívida e investimento coletivo: *“conjunto de emissores autorizados a negociar valores mobiliários de dívida e investimento coletivo em quaisquer mercados regulamentados de valores mobiliários”.*

Por princípio, a proposta submetida a audiência pública estabelecia as mesmas obrigações básicas para todos os emissores, independentemente de sua categoria de registro, de modo que todos os emissores registrados continuariam obrigados a prestar informações periódicas e eventuais⁶¹⁶. No entanto, foram propostos “descontos regulatórios”, isto é, diferenças quantitativas e qualitativas em relação ao rol de informações a serem obrigatoriamente prestadas, especialmente de informações periódicas, por emissores de cada categoria. Por exemplo: todos os emissores registrados teriam que apresentar formulário de referência, mas o conteúdo obrigatório desse documento seria diferente para cada categoria de emissores.

Por meio do respectivo edital de audiência pública, a CVM indagou ao público se a divisão dos emissores nessas categorias era adequada, bem como se eram adequados os nomes atribuídos às categorias (ou se seria preferível denominá-las categorias A, B e C). Explicou a CVM àquela ocasião que pretendia dar às categorias nomes que informassem quais emissores se enquadrariam em cada uma delas, mas receava que a nomenclatura proposta poderia acabar por induzir investidores a erro, especialmente diante da existência de

⁶¹⁶ Como corolário dessa abordagem, optou a CVM por igualar o regime informacional dos emissores estrangeiros e nacionais. Sobre o tema, assim se manifestou no âmbito da audiência pública: *“No processo de elaboração da Minuta, a CVM discutiu a possibilidade de estabelecer um regime mais brando de informações para emissores estrangeiros, nos moldes de outras jurisdições como o Japão e os Estados Unidos, e entendeu que um sistema assim não seria adequado para o mercado brasileiro no atual momento. Ao igualar o regime informacional dos emissores estrangeiros ao dos emissores nacionais, a Minuta permite que os investidores comparem o desempenho de diferentes emissores, com base em informações equivalentes em termos quantitativos e qualitativos. Com isso, a CVM pretende consolidar um padrão informacional entre emissores da mesma categoria, independentemente do seu país de origem, fortalecendo a confiança do investidor nas empresas que atuam no mercado de valores mobiliários do Brasil.”* (cf. Relatório de audiência pública CVM n. 07/08, p. 77)

companhias registradas que não promovessem a colocação de seus valores mobiliários⁶¹⁷. Posteriormente, em vista dos comentários recebidos na audiência pública, e com o objetivo de evitar potencial confusão, acabou optando por reformular as categorias e alterar sua nomenclatura para categorias A e B.

A audiência pública foi marcada por manifestações díspares, desde aquelas que propunham a extinção das categorias até as que propunham a criação de categorias novas. Houve quem reclamasse que a criação de categorias não fazia sentido porque eram poucos os *descontos regulatórios* propostos⁶¹⁸.

Além disso, diversos participantes manifestaram preocupação com o acesso ao mercado de valores mobiliários por empresas de menor porte, e formularam sugestões alternativas, como a criação de categorias distintas (i) para companhias que desejassem acessar o mercado (ou para companhias cujos valores mobiliários fossem negociados apenas no mercado de balcão não organizado, para que esse viesse a funcionar como uma “*porta de entrada*”) e (ii) para companhias registradas que não tivessem promovido distribuição pública de seus valores mobiliários. Adicionalmente, foi proposta a adoção, como critérios de distinção, do nível de exposição ao mercado e do porte das companhias.

A CVM defendeu à época que a produção de informação é um processo que envolve custos e, por isso, é necessário que os emissores estejam “*minimamente separados*”. Concordou também que “*se não houver descontos regulatórios significativos de um grupo de emissores para outro, a criação de diferentes categorias se torna desnecessária*”⁶¹⁹. Contudo, em reação, limitou-se a extinguir a categoria “capital/balcão”, incorporando-a à categoria “capital/bolsa” (atual categoria A)⁶²⁰, e a ampliar o rol de *descontos regulatórios* concedidos aos emissores da “categoria dívida” (atual categoria B), analisados a seguir.

Além disso, em resposta à preocupação demonstrada por participantes com relação às empresas de menor porte, a CVM concordou ser desejável que a elas se dedicasse regime

⁶¹⁷ Explicou a CVM por meio do edital de audiência pública CVM n. 07/08: “*Isto porque há uma série de emissores que estarão na categoria dívida e investimento coletivo que, na verdade, são emissores registrados somente por razões regulatórias ou mesmo emissores que pretendem obter apenas um registro de prateleira, sem intenção de colocar qualquer valor mobiliário de sua emissão para negociação em mercado. Assim, o nome, embora genericamente informe a principal característica dos emissores daquela categoria, pode não se aplicar a todos.*”

⁶¹⁸ Cf. Relatório de audiência pública CVM n. 07/08, p. 7.

⁶¹⁹ Cf. Relatório de audiência pública CVM n. 07/08, p. 8.

⁶²⁰ “*A CVM concorda que os descontos propostos para a categoria capital/balcão foram realmente pouco significativos. Por isso, decidiu extinguir a categoria capital/balcão, incorporando-a à categoria capital/bolsa (atual categoria A).*” (cf. Relatório de audiência pública CVM n. 07/08, p. 8)

mais brando, bem como que o custo do regime imposto aos emissores de capital/bolsa (atual categoria A) poderia ser, para essas empresas, demasiadamente elevado⁶²¹. Porém, concluiu que a regulamentação das categorias “*cria uma estrutura adequada para o mercado de valores mobiliários brasileiro*”, em conjunto com o regime de ofertas públicas com esforços restritos da Instrução CVM n. 476/2009, que, por sua vez, “*prevê um regime informacional mais brando e menos custoso para empresas que acessam de forma menos ostensiva apenas os investidores mais qualificados, além de dispensar o registro de emissor por completo para tais emissores*”⁶²². O exame dos pontos de conexão entre os dois institutos – isto é, entre as categorias de registro e a dispensa de registro de companhia aberta – será aprofundado adiante no Capítulo 3.

Para concluir, observa-se que, como principal preocupação a pautar a discussão e edição da Instrução n. 480/2009, o material da audiência pública aponta para o custo do regime informacional das companhias abertas, e o dever do regulador de sopesar os custos e benefícios da produção e utilidade das informações exigidas desses emissores. Atendeu assim à premissa quanto à limitação de escopo e alcance da autorização concedida por meio do §3º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 e do artigo 4º da Lei n. 11.638/2007, o que, a nosso ver, garante sua validade formal.

2.2.2.2 Categoria A

Como mencionado, a Instrução CVM n. 480/2009 criou duas categorias de registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados, cabendo ao emissor, ao apresentar seu pedido de registro, indicar em qual dessas categorias deseja ser registrado⁶²³.

O registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer espécies de valores mobiliários

⁶²¹ Cf. Relatório de audiência pública CVM n. 07/08, p. 5.

⁶²² Cf. Relatório de audiência pública CVM n. 07/08, p. 10.

⁶²³ Assim sendo, entende a CVM que cabe ao emissor, em última instância, escolher a rigidez do regime de obrigações a que pretende se submeter, bem como o volume de informações que deseja prestar, dentro das categorias pré-estabelecidas. (cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08) A Deliberação CVM n. 809/2019 passou a permitir, em caráter experimental, a análise reservada de pedidos de registro inicial de emissor na categoria A (ou de conversão de categoria B para categoria A) com concomitante pedido de registro de oferta pública de distribuição de ações. Entendeu a CVM que, para as companhias registradas na categoria A, a análise reservada “*pode reduzir o potencial de exposição prolongada a flutuações de mercado capazes de afetar adversamente o processo de oferta e de prejudicar seus acionistas, representando desvantagem competitiva*” (cf. Considerando V da Deliberação CVM n. 809/2019).

em mercados regulamentados⁶²⁴. Note-se que o mercado em que tais valores mobiliários serão negociados é indiferente para os fins dessa classificação. A principal distinção, em comparação com a categoria B, é que os emissores registrados na categoria A podem negociar publicamente valores mobiliários de capital, assim definidos na Instrução CVM n. 480/2009⁶²⁵:

“I – ações e certificados de depósito de ações; ou

II – valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados no inciso I, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários referidos no inciso I ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor.”

Consequentemente, entendeu por bem a CVM submeter os emissores registrados na categoria A a regime informacional mais rígido. Além da Instrução CVM n. 480/2009, as obrigações informacionais que lhes são impostas em sede regulamentar estão dispostas, principalmente, nas Instruções CVM n. 358/2002 e n. 481/2009.

No âmbito da Instrução CVM n. 480/2009, o rol de informações periódicas que os emissores ficam obrigados a prestar não faz distinção quanto às categorias de registro⁶²⁶. As principais diferenças estão concentradas no rol de informações eventuais, bem como no conteúdo e na frequência de atualização obrigatória do formulário de referência. Nesse sentido, nos termos da Instrução CVM n. 480/2009, o emissor registrado na categoria A deve⁶²⁷:

⁶²⁴ Cf. artigo 2º, §1º, da Instrução CVM n. 480/2009.

⁶²⁵ Cf. artigo 2º, §2º, da Instrução CVM n. 480/2009. A Instrução exige, ainda, que o emissor estrangeiro que patrocine programa de certificados de depósito de ações – BDR Nível II ou Nível III – obtenha registro na categoria A (cf. artigo 32-I da Instrução CVM n. 480/2009). Note-se, contudo, que, em dezembro de 2019, a CVM submeteu a audiência pública, com encerramento previsto para fevereiro de 2020, minuta de norma que propõe a alteração do regime atual de BDR, inclusive para permitir que sejam lastreados em outros valores mobiliários. Em função disso, “[a] Minuta promove alterações pontuais em diversas Instruções da CVM, de modo que referências ao lastro dos BDR não mencionem “ações”, e sim “valores mobiliários”. Além disso, abre a possibilidade de emissores estrangeiros obterem registro perante a CVM na categoria B. Com tais medidas, a CVM espera suprimir impedimentos de cunho formal e objetivo à emissão de BDR lastreados em valores mobiliários representativos de dívida.” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 08/2019, p. 7)

⁶²⁶ Cf. artigo 21 da Instrução CVM n. 480/2009. Note-se, contudo, que com a introdução do inciso XIV pela Instrução CVM n. 586/2017, esse rol passou a incluir o informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, cuja apresentação não é obrigatória para todas as companhias abertas, como veremos a seguir. Nesse ponto, a alteração parece não ter sido inteiramente coerente com a sistemática e com o teor original do artigo 21 da Instrução CVM n. 480/2009.

⁶²⁷ Além disso, a Instrução CVM n. 480/2009 inclui normas para emissores registrados na categoria A em situações específicas, tais como aqueles em fase pré-operacional e em recuperação judicial. Para amplo estudo sobre o regime informacional das companhias abertas, ver PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 206 et seq.

- (i) enviar à CVM uma série de informações periódicas, sendo o conteúdo obrigatório do formulário de referência mais extenso do que aquele exigido dos emissores da categoria B (artigo 21 e anexo 24);
- (ii) enviar à CVM uma série de informações eventuais, sendo o rol de informações eventuais de apresentação obrigatória mais extenso do que aquele aplicável aos emissores da categoria B (artigo 30);
- (iii) atualizar os campos correspondentes do formulário de referência quando da ocorrência de eventos específicos, sendo o rol de eventos que fazem incidir tal obrigação mais extenso do que aquele aplicável aos emissores da categoria B (artigo 24, §3º);
- (iv) incluir informações contábeis consolidadas no formulário de informações trimestrais (ITR), se estiver obrigado a apresentar demonstrações financeiras consolidadas por força da Lei n. 6.404/1976 (artigo 29, §2º); e
- (v) manter as informações periódicas e eventuais divulgadas em página do emissor na rede mundial de computadores (*website*) por período de três anos (artigo 13, §3º).

Além disso, os emissores registrados na categoria A ficam sujeitos a multa diária em virtude do descumprimento dos prazos para entrega de informações periódicas, de valor superior àquele aplicável aos emissores registrados na categoria B⁶²⁸.

A Instrução CVM n. 358/2002 é anterior à Instrução CVM n. 480/2009 e se refere indistintamente às companhias abertas, isto é, não faz menção às categorias de registro. Essa norma regulamenta a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, bem como a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, além das demais matérias indicadas no artigo 1º da Instrução CVM n. 358/2002⁶²⁹.

A Instrução CVM n. 481/2009 é aplicável exclusivamente às companhias abertas “registradas na categoria A e autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores” (cf. artigo 1º, §1º, da Instrução CVM n. 481/2009). A norma trata dos pedidos públicos de procuração, bem como das informações obrigatórias e da participação e votação a distância em assembleias de acionistas. Inicialmente a norma alcançava todas as companhias abertas que possuíssem ações

⁶²⁸ Cf. artigo 58, inciso I, da Instrução CVM n. 480/2009.

⁶²⁹ Note-se que nem mesmo a Lei n. 6.404/1976 faz qualquer distinção nesse sentido ao tratar da divulgação e do uso de informação relevante ainda não divulgada no âmbito das companhias abertas (cf. artigo 155, §§ 1º e 4º, e artigo 157, §§4º e 5º).

admitidas à negociação em mercados regulamentados, e foi depois alterada pela Instrução CVM n. 561/2015 para a configuração atual⁶³⁰. Além disso, tratou de esclarecer que “*não se aplica às companhias abertas que não possuam ações em circulação*” (artigo 1º, §2º, da Instrução CVM n. 481/2009).

Também no âmbito da Instrução CVM n. 480/2009 a CVM posteriormente inovou ao introduzir obrigações aplicáveis não a todos os emissores registrados na categoria A, e sim àqueles registrados na categoria A autorizados por entidade administradora de mercado à negociação de ações ou de certificados de depósito de ações em bolsa de valores. Trata-se da obrigação de divulgar informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa - Companhias Abertas, que passou a integrar o rol de informações periódicas obrigatórias da Instrução CVM n. 480/2009 por força da Instrução CVM n. 586/2017⁶³¹. Tal documento adota o modelo “pratique ou explique” e passou a ter que ser apresentado anualmente nos termos do artigo 29-A da Instrução CVM n. 480/2009⁶³².

⁶³⁰ Sobre o universo de destinatários da norma, manifestou-se a Diretora Relatora Luciana Pires Dias, no âmbito de processo sancionador: “*Mais especificamente, em 7.4.2015, foi editada pela CVM a Instrução nº 561, que tratou, dentre outras matérias, de alterações à Instrução CVM nº 481, de 2009, e ajustou o âmbito de aplicação das regras ali previstas. 5. Por força da nova regulamentação, o parágrafo único do art. 1º da Instrução CVM nº 481, de 2009, passou a vigorar com redação mais restrita, indicando expressamente que as regras contidas nessa instrução devem se aplicar “exclusivamente a companhias abertas registradas na categoria A e autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores”. 6. Embora a antiga redação fosse um pouco ambígua e, em minha opinião, dava margem a mais de uma leitura, a CVM vinha interpretando que eram abrangidas pela Instrução CVM nº 481, de 2009, todas as companhias abertas que possuíssem ações admitidas à negociação em mercados regulamentados, fossem eles de bolsa ou de balcão. 7. Por meio das novas regras, a CVM promoveu um ajuste de calibragem da Instrução CVM nº 481, de 2009, cujas exigências relacionadas à divulgação de informações não seriam proporcionais às companhias registradas na categoria B ou que, mesmo quando registradas na categoria A, não tivessem suas ações admitidas à negociação em mercados de bolsa.*” (cf. CVM. PAS RJ 2012/1730, julgado em 19 de maio de 2015. Diretora Relatora Luciana Dias) A redação original da norma era a seguinte: “*Parágrafo único. Esta Instrução se aplica exclusivamente a companhias abertas que possuam ações admitidas a negociação em mercados regulamentados.*”

⁶³¹ A Instrução CVM n. 586/2017 também introduziu distinção dessa natureza no parágrafo único do artigo 36 da Instrução CVM n. 480/2009, que diz: “*Parágrafo único. O emissor em recuperação judicial registrado na categoria A autorizado por entidade administradora de mercado à negociação de ações ou de certificados de depósito de ações em bolsa de valores deve entregar o formulário de referência preenchido com as seções 1, 4, 10 e 13 e com os itens 12.5, 12.7, 15.1 e 15.2, até a entrega em juízo do relatório circunstanciado ao final do processo de recuperação, observado o disposto no § 3º do art. 24 desta Instrução.*”

⁶³² Disse a CVM na respectiva audiência pública: “*Existindo um código nos moldes acima descritos, que reflète o consenso do nosso mercado sobre as melhores práticas de governança corporativa, a CVM entende que é importante garantir, com base no art. 22, §1º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, o disclosure necessário para que os investidores e outras partes interessadas tenham acesso aos comentários do emissor, informando quais dessas práticas são por ele adotadas e o motivo pelo qual ele não adota ou adota de forma parcial as recomendações do Código. O Código Brasileiro de Governança também propiciará às companhias, por esse motivo, uma importante oportunidade de reflexão sobre seus sistemas de governança e de avaliação de suas práticas, possibilitando a identificação de eventuais pontos que podem ser objeto de aperfeiçoamento.*” (cf. Edital de audiência pública CVM/SDM n. 10/16, p. 3-4) E ainda, ressaltou que o universo de destinatários da norma poderia ser revisto no futuro: “*A Minuta propõe que, inicialmente, o informe seja elaborado e divulgado por emissores registrados na categoria A autorizados por entidade administradora de mercado à*

Percebe-se que assim começa a se formar, a nível regulamentar, um “subconjunto” de normas aplicáveis a um universo ainda mais restrito de companhias abertas. Refere-se aos emissores com ações negociadas em bolsa, que, em tese, têm base acionária mais ampla⁶³³, e com isso se aproximam mais do antigo ideal da grande companhia aberta.

Nesse ponto, vale notar que a distinção entre companhias abertas conforme seus valores mobiliários sejam ou não admitidos à negociação em mercado regulamentado (“*open*”, mas não “*listed*”) vem recebendo atenção em diversos países e suscitando discussão a respeito da abordagem regulatória a ser dedicada ao tema⁶³⁴.

Por fim, a Instrução CVM n. 480/2009 criou o *status* de emissor com grande exposição ao mercado, com o objetivo de tornar mais célere o registro de ofertas de distribuição de valores

negociação de ações em bolsa de valores, sem prejuízo de que, no futuro, seja avaliada a sua extensão a outros emissores.” (cf. Edital de audiência pública CVM/SDM n. 10/16, p. 5)

⁶³³ É o que deduzimos da seguinte manifestação da CVM, ao justificar a opção por restringir os destinatários da referida norma: “A prioridade dada aos emissores com ações admitidas à negociação em bolsa se deve ao fato de que esse grupo de companhias costuma possuir uma base acionária mais ampla, sendo mais representativo o número dos investidores que poderão se beneficiar do acesso a essas informações.” (cf. Edital de audiência pública CVM/SDM n. 10/16, p. 6) A CVM depois acatou sugestão formulada no âmbito da audiência pública para que fossem contemplados também os certificados de depósito de ações. (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 10/16, p. 8)

⁶³⁴ Além dos exemplos mencionados no Capítulo 1 da Parte I, semelhante tendência é verificada na Alemanha: “A more recent phenomenon, which began in the 1990s, has seen the increasing bifurcation between listed and non-listed companies. Under the overarching roof of the Stock Corporation Act, one finds more and more provisions solely addressing listed companies. To give but one example, §161 AktG requires the management board and the supervisory board of listed companies to declare annually its compliance with the recommendations of the Corporate Governance Code or list and explain any non-compliance. This declaration is known in legal parlance as declaration of conformity. Incorrect declarations provide a basis for shareholders to challenge resolutions discharging board members made at the annual general shareholders’ meeting. This new layer of regulation for listed companies has been aptly called Börsengesellschaftrecht – reflecting the daily practice of big law firms: Two handbooks written by practitioners seek to explain the special legal regime for listed companies and present it in a comprehensive manner as an amalgam of provisions from stock corporation law and capital markets law.” (cf. FLEISCHER, Holger. A guide to German company law for international lawyers: distinctive features, particularities, idiosyncrasies. Max Planck Private Law Research Paper n. 15/8. 2015, p. 29-30. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2597062>. Acesso em: 5 dez. 2018. Em vista disso, e da diversidade de situações e regime aplicáveis, discute-se no âmbito da União Europeia: “However, the Winter Report also calls attention to an intermediate class, i.e. the ‘open’ companies. These are ‘unlisted’ companies that would have qualified for listing, their securities being freely transferable and dispersed among investors. To the extent that they are not listed, nor actively traded, the regulation for listed companies will not apply. It is not clear what rules would be applicable to these companies: a balance has to be struck, states the Winter Report, without giving further details. The issue is well known in several member states that identify in their regulation a separate class of companies that ‘have issued securities to the public’. Their legal status is ambiguous. These companies are subject to prospectus disclosure on issuing securities, and enjoy a few of the privileges that are reserved for listed companies. The ambiguity of their position should be reconsidered: upon issuing securities to the public they should in principle be obliged to apply for listing of their securities (...) As a consequence, once regularly traded, these companies should be subject to a light version of the rules applicable to listed companies.” (cf. WYMEERSCH, Eddy. “Chapter 3 – Modern Company Law-Making: about techniques of regulating companies in the European Union”. In: FERRARINI, Guido. HOPT, Klaus. WINTER, Jaap. WYMEERSCH, Eddy. Reforming Company and Takeover Law in Europe. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 172-173)

mobiliários de emissores assim enquadrados⁶³⁵. Essa medida foi inspirada no regime norte-americano de registro automático de ofertas realizadas por *well-known seasoned issuers*, dentro de programa de distribuição de valores mobiliários previamente arquivado junto ao regulador⁶³⁶. Foi adotada no âmbito da Instrução CVM n. 480/2009 já com a intenção de que fosse complementada por futura reforma da Instrução CVM n. 400/2003⁶³⁷, implementada pela Instrução CVM n. 482/2010, de modo que a Instrução CVM n. 400/2003 passou a prever o *registro automático* das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissores com grande exposição ao mercado⁶³⁸.

O *status* de emissor com grande exposição ao mercado contempla os emissores com ações negociadas em bolsa há pelo menos três anos – ou seja, concorrem para esse *status* apenas as companhias da categoria A –, que tenham cumprido tempestivamente suas obrigações periódicas nos últimos doze meses, e, cumulativamente, cujas ações em circulação tenham valor de mercado igual ou superior a R\$ 5 bilhões⁶³⁹.

⁶³⁵ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08. Isso porque, dentro do novo regime, a CVM passaria a poder rever com antecedência os Formulários de Referência dos emissores com grande exposição ao mercado, de modo que, quando do registro de qualquer oferta de distribuição, restaria à autarquia analisar apenas os dados da oferta. Foi exatamente isso que propôs a reforma posteriormente introduzida à Instrução CVM n. 400/2003: “Para que o emissor possa gozar do registro automático, o prospecto deve incorporar o Formulário de Referência, anexando-o ou indicando a página na rede mundial de computadores no qual ele pode ser encontrado, e não pode conter informações que alterem ou completem o conteúdo do último formulário de referência entregue pelo emissor em relação às matérias nele tratadas. Essas condições são importantes porque viabilizam a análise célere da oferta pela CVM que já terá revisto, em suas rotinas, grande parte do conteúdo dos documentos da oferta.” (cf. Edital de audiência pública CVM n. 01/09)

⁶³⁶ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08: “O modelo americano parte da constatação de que os emissores que tenham elevado volume de ações em circulação no mercado são mais conhecidos e melhor monitorados pelo público investidor do que os demais emissores. Tais emissores são continuamente avaliados e questionados por instituições financeiras, administradores de carteiras e analistas de valores mobiliários, que revisam e discutem as informações prestadas por tais emissores e, portanto, tais informações tendem a ser melhores. Além disso, a própria cobertura da imprensa quanto aos fatos e informações envolvendo esses emissores é mais intensa. Por essa razão, a SEC entendeu e a CVM concorda que a abordagem regulatória em relação a tais emissores deva ser diferenciada.”

⁶³⁷ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08.

⁶³⁸ Cf. artigo 6-A da Instrução CVM n. 400/2003 (com redação dada pela Instrução CVM 482/2010). Diz o Edital de audiência pública CVM n. 01/09: “A CVM acredita que tais emissores, em virtude do elevado volume de ações em circulação no mercado, são mais conhecidos e melhor monitorados pelo público investidor. O acompanhamento realizado pelo mercado e as naturais cobranças e questionamentos advindos de tal acompanhamento agem como um mecanismo de aperfeiçoamento das informações divulgadas por estes emissores. Isso permite, conseqüentemente, que o controle exercido pelo órgão regulador seja abrandado, especialmente no que diz respeito à análise das informações sobre o emissor por ocasião dos pedidos de registro das ofertas públicas de valores.” Essa norma é complementada, adicionalmente, pelo manual do emissor da B3, que prevê automático deferimento em se tratando de pedido de admissão à negociação de valores mobiliários formulados por emissor com grande exposição ao mercado (cf. item 6.3.1 do manual do emissor da B3).

⁶³⁹ Cf. artigo 34 da Instrução CVM n. 480/2009. A proposta original da CVM contemplava prazo maior para o requisito de cumprimento tempestivo das obrigações periódicas, de três anos, bem como a hipótese de a companhia ter atendido adequada e tempestivamente as solicitações da CVM nesse período (cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08). Esse critério recebeu críticas no âmbito da respectiva audiência pública e

Apesar de representar mais uma divisão interna da disciplina das companhias abertas, o *status* de emissor com grande exposição ao mercado tem repercussão restrita aos procedimentos de registro⁶⁴⁰. É diferente, nesse sentido, das normas antes referidas, que criam obrigações para universos mais restritos de companhias da categoria A. Ainda assim, é interessante pontuar o entendimento da CVM de que os emissores assim enquadrados merecem abordagem regulatória diferenciada pois o mercado naturalmente age de maneira a incentivar nível satisfatório de transparência, permitindo uma postura menos rígida por parte do regulador⁶⁴¹.

2.2.2.3 Categoria B

Como mencionado, o registro na categoria B autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados, exceto os valores mobiliários de capital referidos no §2º do artigo 2º da Instrução CVM n. 480/2009⁶⁴². Ou seja, o registro na categoria B não autoriza a “abertura de capital” propriamente dita.

Para os emissores registrados na categoria B, pretendeu a CVM estabelecer, por meio da

acabou sendo alterado. Ainda assim, reclamou-se à época que o requisito de valor de mercado das ações em circulação estabelecido pela CVM para configuração como emissor com grande exposição ao mercado era mais rígido do que aqueles do regime norte-americano, mercado em que os *well known seasoned issuers* correspondiam a aproximadamente 30% do número total de emissores, enquanto que no Brasil, se mantido aquele requisito, o número de emissores beneficiados seria inferior a 10%. Contudo, a CVM respondeu que optara intencionalmente por requisitos mais restritivos do que os norte-americanos, sob a expectativa de que o crescimento natural do mercado faria com que gradualmente mais empresas pudessem acessar esse *status*, e com a ressalva de que poderia rever o critério (“*incluindo até mesmo emissores da categoria B*”) caso o mecanismo não funcionasse adequadamente. (cf. Relatório de análise SDM da audiência pública CVM n. 07/08)

⁶⁴⁰ Ressalve-se que a observação comporta exceções pontuais, como é o caso da autorização para dispensa de contratação de instituição intermediária em caso de oferta pública de distribuição de nota promissória prevista no artigo 13 da Instrução CVM n. 566/2015. Sobre essa dispensa, comentou a CVM: “*Esse modelo foi concebido tendo como parâmetro o mercado de notas promissórias de curtíssimo prazo dos EUA, com vencimento médio de 30 a 35 dias. Lá, apenas emissores de grande porte fazem suas colocações de commercial paper diretamente sem intermediários. Apesar das diferenças nos modelos dos dois mercados, o objetivo é permitir que os emissores com grande exposição ao mercado – EGEM, que já são suficientemente acompanhados pelos investidores e analistas, possam reduzir seu custo de captação quando forem emitir esses títulos de curto prazo, sendo desobrigados da contratação de instituição intermediária.*” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 01/2015)

⁶⁴¹ Cf. Edital de Audiência Pública SDM n. 07/08. A CVM apontou mais um motivo para a adoção desse modelo: as evidências de que os valores mobiliários costumam sofrer desvalorização relevante no período entre o anúncio da oferta de distribuição e sua efetiva realização, lapso de tempo esse que corresponde ao período de registro da distribuição na CVM. (cf. Edital de Audiência Pública SDM n. 07/08, p. 16)

⁶⁴² Os emissores tipicamente enquadrados sob essa categoria são companhias abertas que acessam o mercado de valores mobiliários exclusivamente por meio de debêntures ou outros valores mobiliários de dívida. Porém, também podem se enquadrar sob essa categoria outros emissores que sequer revistam a forma de sociedade anônima.

Instrução CVM n. 480/2009, regime informacional *adequado*, isto é, idêntico em estrutura, mas com diferenças quantitativas e qualitativas em relação àquele aplicado aos emissores registrados na categoria A.

Esses *descontos regulatórios* funcionam como contrapartida à restrição quanto às espécies de valores mobiliários admitidas à negociação⁶⁴³, e foram concedidos pela CVM com base em dois critérios.

Em primeiro lugar, foram “descontadas” as informações que a CVM julgou menos relevantes para cada categoria, sob a percepção de que o investidor de valores mobiliários de dívida “*está menos interessado na estrutura de governança e na estratégia para novos negócios do emissor que um emissor que compra um título de capital*”, e que sua preocupação “*é, sobretudo, a solvência do emissor*”⁶⁴⁴.

Em segundo lugar, a CVM avaliou o custo de produção das informações e, nos casos em que se revelou significativo, tentou abrandar as obrigações aplicáveis às “*categorias cujos emissores têm uma autorização mais restrita, (...) por estarem autorizados somente à negociação pública de títulos de dívida ou investimento coletivo, cujos riscos para o investidor são notadamente menores*”⁶⁴⁵.

Nesse sentido, nos termos da Instrução CVM n. 480/2009, o emissor registrado na categoria B deve:

- (i) enviar à CVM uma série de informações periódicas, sendo o conteúdo obrigatório do formulário de referência mais restrito do que aquele exigido dos emissores da categoria A (artigo 21 e anexo 24)⁶⁴⁶;

⁶⁴³ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08, p. 2. Nesse sentido, comenta Pitta: “*Como contrapartida dessa limitação, os emissores “categoria B” se sujeitam a um regime informacional menos rigoroso, modulado justamente em função da natureza dos valores mobiliários de sua emissão que são passíveis de negociação em mercados públicos.*” (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 447)

⁶⁴⁴ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08, p. 9. Em função disso, o conteúdo do formulário de referência exigido dos emissores da categoria B foi concentrado em informações sobre a situação financeira do emissor.

⁶⁴⁵ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08, p. 9. Essa percepção de que os riscos nesses casos são notoriamente menores foi questionada no âmbito da respectiva audiência pública.

⁶⁴⁶ O Anexo 24 da Instrução CVM n. 480/2009 detalha o conteúdo obrigatório do formulário de referência e assinala os campos facultativos para os emissores registrados na categoria B. Dos 21 itens do formulário de referência, cinco são inteiramente obrigatórios (itens 1 – identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário; 2 – auditores; 6 – histórico do emissor; 8 – negócios extraordinários; e 11 – projeções), no sentido de que nenhum de seus subitens é facultativo; onze são parcialmente facultativos (itens 3 – informações financeiras selecionadas; 4 – fatores de risco; 5 – política de gerenciamento de riscos e controles internos; 7 – atividades do emissor; 10 – comentários dos diretores; 12 – assembleia e administração; 13 – remuneração dos administradores; 15 – controle e grupo econômico; 16 – transações com partes relacionadas; 17 – capital social;

- (ii) atualizar os campos correspondentes do formulário de referência quando da ocorrência de eventos específicos, sendo o rol de eventos que fazem incidir tal obrigação mais restrito do que aquele aplicável aos emissores da categoria A (artigo 24, §4º); e
- (iii) enviar à CVM uma série de informações eventuais, sendo o rol de informações eventuais de apresentação obrigatória mais restrito do que aquele aplicável aos emissores da categoria A (artigo 31)⁶⁴⁷.

As demais diferenças decorrem da não incidência, aos emissores registrados na categoria B, de obrigações impostas aos emissores registrados na categoria A, como, por exemplo, a apresentação de informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas e a observância da Instrução CVM n. 481/2009⁶⁴⁸.

e 18 – valores mobiliários), no sentido de que alguns de seus subitens são facultativos e outros não; e cinco são quase que inteiramente facultativos (itens 9 – ativos relevantes; 14 – recursos humanos; 19 – planos de recompra e valores mobiliários em tesouraria; 20 – política de negociação de valores mobiliários; e 21 – política de divulgação de informações), no sentido de que o único subitem não assinalado como facultativo é aquele que determina a divulgação pelo emissor de outras informações que ele julgue relevantes. Evidentemente, o volume de informações facultativas e a onerosidade da divulgação obrigatória varia dentro dos respectivos itens, sendo esses dados meramente ilustrativos dos descontos regulatórios concedidos. Entretanto, diz o Ofício Circular CVM/SEP 03/19: “*Os emissores da Categoria B que optem por apresentar informações indicadas no Anexo 24 como facultativas para sua categoria deverão: (a) manter as informações facultativas que foram prestadas em todas as atualizações do Formulário de Referência que venham ser apresentadas pela companhia; e (b) atualizar as informações facultativas prestadas na forma prevista nos parágrafos 3º e 4º do artigo 24 da Instrução CVM 480/09. Não há impedimento, contudo, a que o emissor deixe de apresentar as informações facultativas quando da entrega do Formulário de Referência do exercício social posterior.*”

⁶⁴⁷ São exemplos de informações eventuais cuja divulgação é exigida dos emissores da categoria A, e não dos emissores da categoria B: atas de reuniões do conselho fiscal que aprovaram pareceres, acompanhadas das eventuais manifestações encaminhadas pelos conselheiros; laudos de avaliação exigidos pelo art. 4º, §4º; art. 4º - A; art. 8º, §1º; art. 45, §1º; art. 227, §1º; art. 228, §1º; art. 229, §2º; art. 252, §1º; art. 256, §1º; e art. 264, §1º, da Lei n. 6.404/1976, bem como pela regulamentação emitida pela CVM; acordos de acionistas e outros pactos societários arquivados no emissor; convenção de grupo de sociedades; política de negociação de ações; material apresentado em reuniões com analistas e agentes do mercado; atos de órgãos reguladores que homologuem atos mencionados nos incisos I, IV, V, VIII, IX do artigo 30; informações sobre acordos de acionistas dos quais o controlador ou controladas e coligadas do controlador sejam parte, a respeito do exercício de direito de voto no emissor ou da transferência dos valores mobiliários do emissor, contendo, no mínimo, data de assinatura, prazo de vigência, partes e descrição das disposições relativas ao emissor; comunicação sobre aumento de capital deliberado pelo conselho de administração, com exceção dos realizados mediante subscrição em oferta pública registrada na CVM; comunicação sobre transações entre partes relacionadas; mapas sintéticos finais de votação relativos à assembleia geral extraordinária; e comunicação sobre aprovação de negociação, pela companhia aberta, de ações de sua própria emissão.

⁶⁴⁸ Não obstante, pontua a área técnica da CVM que, ainda que a Instrução CVM nº 481/2009 não se aplique aos emissores registrados na categoria B (e a certos emissores registrados na categoria A), esses emissores permanecem obrigados a enviar os documentos e informações necessárias ao exercício do direito de voto quando da convocação de assembleia por força do disposto no parágrafo 3º do artigo 135 da Lei n. 6.404/1976 e do inciso II do artigo 31 da Instrução CVM n. 480/2009 (cf. Ofício Circular CVM/SEP 03/19). No escopo de estudo sobre o mercado brasileiro de dívida corporativa desenvolvido pela área técnica da CVM, foi formulada proposta de estender a aplicação da Instrução CVM n. 481/2009 a assembleias de detentores de valores mobiliários de dívida, “*especialmente no tocante aos mecanismos de voto à distância*”. A nosso ver, tal sugestão merece cuidadosa ponderação à vista dos relevantes custos que imporá aos emissores. Em sentido

Além disso, os emissores registrados na categoria B ficam sujeitos a multa diária em virtude do descumprimento dos prazos para entrega de informações periódicas previstos na Instrução CVM n. 480/2009 de valor inferior àquele que incide para os emissores da categoria A⁶⁴⁹.

A análise dos chamados *descontos regulatórios* concedidos pela CVM aos emissores registrados na categoria B conduz ao questionamento da efetividade da criação e regulamentação das categorias de registro *vis-à-vis* os objetivos que supostamente pautaram a alteração da lei societária para prever sua criação (no §3º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976). Isso porque, além de se restringir ao regime informacional – corretamente, a nosso ver, conforme acima exposto –, mesmo com esse esforço inicial de flexibilização, permanecem os emissores da categoria B submetidos a regime informacional consideravelmente abrangente e oneroso⁶⁵⁰.

Além disso, desde a edição da Instrução CVM n. 480/2009, o regime de informação imposto aos emissores foi seguidamente intensificado e incrementado. No tocante aos emissores da categoria B, a Instrução CVM n. 522/2014, por exemplo, promoveu ampla revisão da Instrução CVM n. 480/2009, notadamente do conteúdo do formulário de referência. Apesar das críticas recebidas no sentido de que exigia volume excessivo de informações, a revisão

contrário, no âmbito do processo SEI 19957.009106/2018-35, o Colegiado da CVM não apenas acolheu recurso interposto por companhia registrada na categoria B cujo capital social total era detido, direta ou indiretamente, por um único acionista, para dispensar a apresentação de proposta do conselho de administração para suas assembleias gerais, como ponderou ser necessário rediscutir a obrigação de arquivamento do referido documento por companhias registradas na categoria B. São interessantes os dados apontados na manifestação da área técnica nesse processo, no sentido de que havia então 58 companhias registradas na categoria B com apenas dois acionistas. (cf. CVM. Processo SEI 19957.009106/2018-35, julgado em 23 de outubro de 2018. Relator: SEP)

⁶⁴⁹ Cf. artigo 58, inciso II, da Instrução CVM n. 480/2009.

⁶⁵⁰ Além das obrigações antes mencionadas, o Colegiado da CVM confirmou, no âmbito de processos diversos, que se aplicam às companhias registradas na categoria B, por exemplo, a obrigatoriedade de rodízio, que limita a prestação do serviço de auditoria para um mesmo cliente ao prazo de cinco anos consecutivos, da Instrução CVM n. 308/1999 (cf. CVM. PAS RJ2014/14760, julgado em 15 de março de 2016. Diretor Relator Roberto Tadeu), e a Instrução CVM n. 10/980 (cf. CVM. Processo RJ2012/7698, julgado em 13 de novembro de 2012. Diretor Relator Otávio Yazbek). Nesse último caso, em resposta à alegação de inaplicabilidade da Instrução CVM n. 10/1980 aos emissores registrados na categoria B, observou o Diretor Relator Otávio Yazbek que, ao regulamentar as categorias de registro, a Instrução CVM n. 480/2009 estabeleceu uma série de obrigações de ordem informacional distintas para cada categoria, e “*a despeito de poder estender essa diferenciação para outras normas, a CVM não o fez. E não se pode presumir tal extensão*”. Concluiu ele então que “*a despeito de algumas das disposições constantes da Instrução CVM n.º 10/1980 soarem estranhas para as companhias inscritas na categoria "B", a norma a elas se aplica – como se aplicava antes da promulgação da Instrução CVM n.º 480/2009. E não há como negar que também há motivos para esta aplicação. (...) Naturalmente, nem todos esses riscos encontram-se igualmente presentes nos emissores da categoria "B". Mas também nelas há motivo para justificar a incidência de determinadas restrições – em especial no que diz respeito à proteção da integridade do capital social (o que talvez seja apenas meia verdade no caso concreto, onde se está lidando com uma companhia securitizadora). Daí porque é plenamente motivada a aplicação da Instrução CVM n.º 10/1980 também a tais companhias.*” (cf. CVM. Processo RJ2012/7698, julgado em 13 de novembro de 2012. Diretor Relator Otávio Yazbek)

prestigiou o aprimoramento daquele documento como fonte de pesquisa, e não sua sintetização a qualquer custo, como disse o respectivo edital de audiência pública⁶⁵¹.

Assim, por exemplo, se antes os emissores de categoria B tinham que apresentar, nos termos do inciso V do artigo 31 da Instrução CVM n. 480/2009, “*extrato de atas de reuniões do conselho de administração cuja ordem do dia contenha matéria que possa afetar os direitos ou a cotação dos valores mobiliários do emissor admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários*”, tornou-se necessária, com a referida reforma, a divulgação de “*atas de reuniões do conselho de administração, desde que contenham deliberações destinadas a produzir efeitos perante terceiros, acompanhadas das eventuais manifestações encaminhadas pelos conselheiros*” – mesmo requisito aplicável aos emissores da categoria A⁶⁵².

Essa distância é relativizada ainda pelas orientações da área técnica da CVM, consolidadas em ofício-circular. Apesar de não serem vinculantes – isto é, de não terem força normativa –, recomendam e incentivam a adoção, pelos emissores registrados na categoria B, de práticas de divulgação impostas aos emissores registrados na categoria A, como, por exemplo, a divulgação e manutenção de informações em *website* da companhia, a divulgação de política de negociação da companhia e a divulgação de informações sobre candidatos propostos para conselho de administração e conselho fiscal por acionistas não controladores⁶⁵³.

⁶⁵¹ Cf. Edital de audiência pública SDM n. 03/2013, p. 1-3.

⁶⁵² Em outros pontos, a Instrução CVM n. 552/2014 buscou manter a lógica original quanto aos emissores da categoria B. Por exemplo, diz o relatório da respectiva audiência pública, em resposta a sugestão formulada por participante no sentido de tornar a seção 5 e a seção 21 obrigatórias para emissores das categoria A e B: “*Na versão original do formulário de referência, a CVM optou por dispensar os emissores registrados na categoria B do preenchimento de vários itens que tratavam das políticas internas da companhia, inclusive quanto ao anterior item 5.2, que tratava da política de gerenciamento de riscos. A CVM manteve esse modelo ao reformular a seção 5, onde são prestadas informações sobre política de gerenciamento de riscos e controles internos, pois entende que essas informações são menos sensíveis ao investidor de uma companhia categoria B, cujo foco é a obtenção de dados relacionadas ao risco de crédito da companhia e sua capacidade de geração de caixa.*” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 03/2013, p. 25); “*Ao editar a Instrução CVM n° 480, de 2009, a CVM optou por dispensar os emissores registrados na categoria B do preenchimento de vários itens que tratavam das políticas internas da companhia. É adequado manter esse modelo no formulário de referência, pois essas informações são menos sensíveis ao investidor de uma companhia categoria B, cujo foco é a obtenção de dados relacionados ao risco de crédito da companhia e sua capacidade de geração de caixa.*” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 03/2013, p. 70)

⁶⁵³ Cf. Ofício Circular CVM/SEP 03/19: “*Embora não seja obrigatório, recomenda-se que as companhias registradas na Categoria B coloquem e mantenham as informações periódicas e eventuais prestadas em atendimento aos artigos 21 e 31 da Instrução CVM n° 480/09 em página própria na rede mundial de computadores, a exemplo do que é exigido para as companhias registradas na Categoria A pelo artigo 13, parágrafo 2º, da referida Instrução.*”; “*Em que pese não haver a obrigatoriedade do envio da Política de Negociação pelas companhias registradas na Categoria B, recomenda-se seu envio voluntário pelo Módulo*

2.2.2.4 Adaptação ao regime de categorias de registro

O artigo 64 da Instrução CVM n. 480/2009 regulamentou a transição para o novo regime de categorias de registro.

A área técnica da CVM promoveu a classificação e transferência automática às respectivas categorias das companhias abertas registradas previamente à entrada em vigor da Instrução CVM n. 480/2009, de acordo com três critérios determinados pelo referido dispositivo⁶⁵⁴.

Em janeiro de 2010, a CVM comunicou o resultado dessa classificação. Àquela ocasião, das 668 companhias com registro ativo ou suspenso, 522 foram classificadas na categoria A e 146 foram classificadas na categoria B⁶⁵⁵.

2.2.2.5 Conversão de categoria de registro

A criação das categorias de registro tornou necessária a regulamentação da conversão de uma categoria para a outra, além do cancelamento de registro em cada categoria.

A Instrução CVM n. 480/2009 permite que o emissor, uma vez registrado na categoria A ou na categoria B, pleiteie a conversão de sua categoria de registro à CVM, e estabelece procedimentos e mecanismos voltados à proteção do investidor no âmbito da conversão⁶⁵⁶.

Para a conversão do registro na categoria B para a categoria A, a autarquia impôs como requisitos a apresentação (i) de cópia do ato societário que deliberou a conversão e (ii) dos documentos ordinariamente exigidos para instrução de pedido de registro nessa categoria,

IPE do Sistema Empresas.NET.”; “É recomendável que, em linha com o disposto no artigo 6º, inciso II, da Instrução CVM nº 481/09, e sem prejuízo, quando for o caso, da adoção dos procedimentos de voto a distância (vide item 7.1.6), as companhias registradas na Categoria B e aquelas registradas na Categoria A para as quais não se aplique a Instrução CVM nº 481/09 divulguem as informações sobre os candidatos para o Conselho de Administração e Conselho Fiscal propostos por acionistas não controladores, dando a esses candidatos a mesma transparência e divulgação dada aos candidatos propostos pela administração ou pelos acionistas controladores por força do artigo 10 da Instrução CVM nº 481/09.”

⁶⁵⁴ Cf. artigo 64 da Instrução CVM n. 480/2009. Esses critérios foram mantidos inalterados apesar das relevantes mudanças promovidas às regras sobre as categorias de registro no curso da audiência pública. Assim sendo, além dos valores mobiliários do emissor negociados em mercados regulamentados, a classificação considerou também como critérios as características do registro do emissor e os mercados regulamentados em que tais valores mobiliários eram negociados.

⁶⁵⁵ Cf. Edital da SRE de 6 de janeiro de 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2010/20100106-1.html>. Acesso em: 19 ago. 2019. Foi então concedida às companhias abertas a oportunidade de interpor recurso ao Colegiado da CVM quanto a essa classificação. Os números aqui citados não refletem os resultados de eventuais recursos.

⁶⁵⁶ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 07/08.

listados no Anexo 3 da Instrução CVM n. 480/2009⁶⁵⁷.

Como resultado da conversão do registro na categoria B para a categoria A, ficará a companhia autorizada a distribuir publicamente quaisquer valores mobiliários, inclusive valores mobiliários de capital. Em contrapartida, passará a ter que observar o regime informacional mais extenso aplicável aos emissores registrados nessa categoria.

Não obstante, essa conversão de categoria de registro não produz maiores repercussões para os fins da disciplina legal aplicável sob as Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, exceção feita às normas destinadas a universos mais restritos de companhias abertas examinadas a seguir. Isso porque a companhia já se enquadrava como aberta enquanto registrada sob a categoria B, e assim permanecerá enquadrada após a conversão. E ainda, o deferimento da conversão não necessariamente é acompanhado do registro de oferta pública de distribuição de ações⁶⁵⁸.

Já o movimento inverso, de conversão de registro na categoria A para a categoria B, tem repercussão mais severa para a companhia e seus investidores. Isso porque, com o deferimento da conversão, as ações e outros valores mobiliários de capital de emissão da companhia deixam de estar admitidos à negociação em mercados regulamentados.

Por esse motivo, incide nessa hipótese, como condição para a conversão de registro na categoria A para a categoria B, a obrigação de realizar oferta pública para a aquisição de ações em circulação prevista no §4º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976. Note-se que essa norma se refere justamente ao cancelamento do “*registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado*” – e não, simplesmente, ao cancelamento de registro de companhia aberta⁶⁵⁹. Ademais, para adequação ao novo regime de categorias de registro, a

⁶⁵⁷ Cf. artigo 9º da Instrução CVM n. 480/2009. De acordo com o parágrafo único desse dispositivo, o emissor fica automaticamente dispensado de apresentar quaisquer documentos já entregues à CVM em cumprimento às suas obrigações de prestação de informações periódicas e eventuais, nos termos daquela Instrução, desde que os documentos apresentados tenham conteúdo equivalente ou mais abrangente do que o conteúdo dos documentos exigidos para a categoria em relação à qual pleiteie conversão.

⁶⁵⁸ Tanto assim que o §4º do artigo 11 da Instrução n. 480/2009, com redação dada pela Instrução CVM n. 552/2014, determina a aplicação dos prazos de análise previstos nos artigos 4º a 6º daquele diploma na hipótese de o pedido de conversão da categoria B para a categoria A ser acompanhado de concomitante pedido de registro de oferta pública de ações ou de valores mobiliários conversíveis ou referenciados em ações.

⁶⁵⁹ Assim sendo, encampa duas hipóteses distintas de cancelamento do registro de emissor de valores mobiliários na categoria A, quais sejam, (i) aquelas em que o emissor pretende tornar-se companhia fechada, e (ii) aquelas em que o emissor pretende manter o registro de companhia aberta, porém na categoria B. É interessante notar que o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, com as alterações que entraram em vigor em janeiro de 2018, passou a refletir essa distinção: “*Art. 41 A saída do Novo Mercado pode ocorrer, nos termos das Seções II e III, em decorrência: (...) do cancelamento de registro de companhia aberta da companhia ou da conversão de categoria do registro na CVM, hipótese na qual deve ser observado o disposto na legislação e na regulamentação em vigor.*”

CVM promoveu alteração da Instrução CVM n. 361/2002, que antes referia-se ao cancelamento de registro de companhia aberta, passando a referir-se ao cancelamento de registro para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários⁶⁶⁰.

Nesse sentido, diz a Instrução CVM n. 480/2009 que o pedido de conversão de registro da categoria A para a categoria B fica condicionado ao atendimento do requisito para cancelamento de registro previsto no inciso II de seu artigo 48, qual seja, a comprovação de que *“os requisitos da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro para negociação de ações no mercado foram atendidos, nos termos das normas específicas a respeito do assunto”*⁶⁶¹.

Em um primeiro momento, a realização de oferta pública com a finalidade de conversão de categoria de registro suscitou dúvidas, notadamente quanto (i) à incidência da obrigação de aquisição das ações remanescentes por período de três meses de que trata o §2º do artigo 10 da Instrução n. 361/2002 e (ii) à possibilidade de se realizar o resgate das ações remanescentes de que trata o §5º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976⁶⁶². A esse respeito, entendemos que o regime aplicável à oferta em questão é o mesmo, independentemente de sua finalidade, isto é, se para cancelamento de registro de emissor de valores mobiliários ou para conversão de categoria de registro. Afinal, em ambos os casos, o fundamento legal que obriga a realização dessa oferta é o mesmo (artigo 4º, §4º da Lei n. 6.404/1976) e, ao regulamentar tal dispositivo, a Instrução CVM n. 361/2002 não faz distinção quanto à finalidade pretendida.

Adicionalmente, como condição à conversão de registro na categoria A para a categoria B,

⁶⁶⁰ Vide Capítulo 1 desta Parte II, item 1.1.1.

⁶⁶¹ Cf. artigos 10, *caput*, e 48, *caput* e inciso II, da Instrução CVM n. 480/2009.

⁶⁶² Cf. CVM. Processo RJ 2012/13241, julgado em 19 de março de 2013. Relator: SRE. O processo tinha por objeto pedido de unificação de ofertas públicas de aquisição de ações cujo edital previa a possibilidade de conversão de categoria de registro caso os requisitos para o cancelamento do registro de emissor (notadamente, o resgate de certas debêntures em circulação) não fossem atendidos. De acordo com o MEMO/SRE/GER-1/Nº 13/2013, tratava-se de característica ainda sem precedente de análise por aquela área técnica. O relatório revela divergência inicial sobre o tema. Por exemplo: de um lado, a SEP entendeu que *“se a finalidade da OPA é o cancelamento do registro, há previsão na Lei para o resgate. Se a finalidade for (ou puder ser) a conversão de categoria de A para B, não parece haver, de plano, autorização na Lei para o resgate”*. De outro, a SRE concluiu que *“venha a OPA para cancelamento de registro servir para o Cancelamento de Registro Pleno ou para a conversão de Categoria de companhia aberta, de A para B, entendemos que, desde que alcançado o quórum de sucesso de que trata o inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361, a Companhia poderá utilizar-se da faculdade prevista no § 5º do art. 4º da LSA, quanto ao resgate das ações remanescente de sua emissão, desde que, por óbvio, observadas as demais condições estabelecidas naquele dispositivo”*. E ainda, a SRE entendeu ser aplicável também a obrigação do §2º do artigo 10 da Instrução CVM n. 361/2002, caso a oferta alcançasse o quórum de sucesso, *“independentemente se, com isso, a Companhia vier a obter o Cancelamento de Registro Pleno ou a conversão de Categoria de A para B”*. Ao final, o Colegiado, com base no exposto no MEMO/SRE/GER-1/Nº 13/2013, deliberou pelo deferimento do pedido de unificação.

exige a Instrução CVM n. 480/2009 a apresentação de cópia do ato societário que deliberou tal conversão⁶⁶³.

Por fim, a Instrução CVM n. 480/2009 inclui, ainda, orientações gerais quanto à conversão de registro, no sentido de que o emissor deve adotar as precauções necessárias a que a conversão ocorra de forma transparente e organizada, sem causar interrupção na negociação dos valores mobiliários afetados⁶⁶⁴. A CVM determina ao emissor que comunique aos titulares de valores mobiliários, “*na forma estabelecida para divulgação de fato relevante*”, as medidas adotadas e “*outros detalhes operacionais dos quais o investidor precise estar ciente*”⁶⁶⁵.

Uma vez convertido o registro da categoria A para a categoria B, o eventual e posterior cancelamento desse registro dependerá apenas de comprovação de inexistência de valores mobiliários em circulação ou de qualquer combinação de medidas que alcance a totalidade dos valores mobiliários, seja o resgate ou o vencimento do prazo para pagamento dos valores mobiliários em circulação, ou, ainda, a anuência de todos os titulares desses valores mobiliários⁶⁶⁶. Essas mesmas condições devem ser atendidas em relação a todos os valores mobiliários em circulação, exceto as ações e os certificados de depósito de ações, para o cancelamento de registro na categoria A, cumulativamente à realização da oferta pública⁶⁶⁷.

⁶⁶³ Cf. artigo 10, parágrafo único, inciso II, da Instrução CVM n. 480/2009. Já a Instrução CVM n. 361/2002 exige apenas que o pedido de registro de oferta pública de aquisição inclua “*referência aos atos societários relacionados à OPA, indicando a página na rede mundial de computadores na qual possam ser consultados*” (Anexo I, item II, (k), da Instrução CVM n. 361/2002).

⁶⁶⁴ Cf. artigo 12, *caput*, da Instrução CVM n. 480/2009.

⁶⁶⁵ Cf. artigo 12, parágrafo único, da Instrução CVM n. 480/2009. Vale notar que Instrução CVM n. 358/2002 estabelece os parâmetros para avaliação da relevância de informações e da forma de sua divulgação obrigatória. Nos termos do inciso VI do artigo 2º da Instrução CVM n. 358/2002, a decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta é indicada como fator potencialmente relevante, que poderá fazer incidir a obrigação de divulgação. A conversão de categoria de registro não é expressamente referida na Instrução CVM n. 358/2002.

⁶⁶⁶ Cf. artigo 47 da Instrução CVM n. 480/2009. Os parágrafos do artigo 47 estabelecem o procedimento aplicável e incluem instruções para hipóteses específicas do *caput*.

⁶⁶⁷ Cf. artigo 48, inciso I, da Instrução CVM n. 480/2009. De acordo com o §2º do artigo 50 da Instrução CVM n. 480/2009, o pedido de cancelamento de registro na categoria A deve ser instruído com os documentos que comprovem o atendimento aos artigos 47 e 48, e pode ser formulado concomitantemente ao pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro. Vale notar que, antes da alteração do inciso I do artigo 48 pela Instrução CVM n. 586/2017, a norma exigia que fossem atendidas as condições do artigo 47 em relação a todos os valores mobiliários, exceto ações e certificados de depósito de ações, que tivessem sido *distribuídos publicamente* ou *admitidos à negociação* em mercados regulamentados de valores mobiliários. No âmbito do processo CVM n. RJ2015/4262, o Colegiado da CVM acompanhou voto do Diretor Pablo Renteria, no sentido de que a redação do inciso I do artigo 48 “*não significa que os emissores da categoria A estejam sujeitos a regras de cancelamento de registro diversas daquelas aplicadas aos emissores da categoria B. Tal diferenciação não encontraria qualquer justificativa fática nem normativa, como, aliás, destacado pela SRE e pela Superintendência de Relações com Empresas, em sua respectiva manifestação de entendimento. (...) Vale dizer, portanto, que, em relação a qualquer espécie de valor mobiliário, com exceção*

Em decorrência desse quadro, há atualmente companhias que, mesmo após a realização de oferta pública de aquisição de ações em circulação para cancelamento de registro na categoria A, preservaram o registro na categoria B, portanto permanecem enquadradas sob a definição legal de companhia aberta⁶⁶⁸. *De lege data*, entendemos que, por assim se enquadrarem, ficam tais companhias sujeitas à disciplina legal aplicável às companhias abertas, além da disciplina regulamentar (menos onerosa) aplicável aos emissores registrados na categoria B. Entretanto, *de lege ferenda*, entendemos que essa situação merece maior reflexão, ponto esse desenvolvido adiante no item 2.2.4.

2.2.3 Reformas adicionais à disciplina legal da companhia aberta

Além da alteração da Lei n. 6.404/1976 para prever a criação de categorias de companhias abertas e a especificação das normas aplicáveis a cada categoria conforme a espécie de valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação, cumpre notar que foram dados outros importantes passos no sentido de se adaptar a disciplina legal das companhias abertas em torno desse mesmo critério.

Como mencionado no Capítulo 3 da Parte I, com o advento da Lei n. 9.457/1997 foram instauradas as primeiras distinções dessa natureza conforme as ações de emissão da companhia estejam ou não admitidas à negociação. Notadamente, para as companhias cujas

das ações e dos certificados de depósito de ações, o emissor da categoria A deve observar as mesmas condições impostas para o cancelamento do registro na categoria B.” (cf. CVM. Processo CVM n. RJ2015/4262, julgado em 14 de junho de 2016) Posteriormente, a CVM promoveu a alteração da redação do dispositivo, que atualmente se refere a todos os valores mobiliários em circulação, exceto ações e certificados de depósito de ações. Nos termos do *caput* do artigo 62 da Instrução CVM n. 480/2009, são considerados “valores mobiliários em circulação” todos os valores mobiliários do emissor, com exceção dos de titularidade do controlador, das pessoas a ele vinculadas, dos administradores do emissor e daqueles mantidos em tesouraria. A CVM justificou a alteração proposta ressaltando que não haveria justificativa para impor exigências mais gravosas aos emissores registrados na categoria B, uma vez que os efeitos do cancelamento de registro, no que diz respeito à modificação do regime de prestação de informações e à ausência de supervisão pela CVM, afetam de forma igual os investidores independentemente da categoria em que o emissor seja registrado. (cf. Edital de audiência pública SDM n. 10/16, p. 11-12)

⁶⁶⁸ “A despeito disso, parece-nos que uma sociedade pode realizar o fechamento do seu capital social, nos termos do §4º do art. 4º da Lei 6.404/76, e, mesmo assim, permanecer uma companhia aberta, desde que mantenha em circulação outros valores mobiliários de sua emissão, devidamente registrados na CVM, tais como debêntures, bônus de subscrição ou notas comerciais, em respeito à previsão do §3º do art. 4º da Lei 6.404/76 anteriormente referido, já que este dispositivo se restringe às ações.” (cf. TELLECHEA, Rodrigo. Artigo 22. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 508)

ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, o *caput* do artigo 136 da Lei n. 6.404/1976 ampliou a permissão – originalmente reservada às companhias fechadas – para que o estatuto fixe quórum mais elevado. E ainda, para as companhias abertas com ações admitidas à negociação em mercado organizado, o inciso VII do artigo 22 da Lei n. 6.385/1976 passou a prever a realização de reuniões anuais com acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários.

Em seguida, com o advento da Lei n. 10.303/2001, além das estipulações antes comentadas quanto à criação das categorias de registro e ao cancelamento do registro para negociação de ações inseridas no artigo 4º da Lei n. 6.404/1976, nova distinção dessa natureza foi introduzida, dessa vez contemplando as companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações⁶⁶⁹. O inciso I do §3º do artigo 202 da Lei n. 6.404/1976 ampliou para essas companhias a autorização para que a assembleia geral delibere a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório ou a retenção de todo o lucro líquido – anteriormente reservada às companhias fechadas. Trata-se de relevante distinção no campo societário, emblemática desse movimento de flexibilização da disciplina aplicável às companhias abertas conforme as espécies de valores mobiliários admitidos à negociação⁶⁷⁰.

Distinções semelhantes surgiram também no âmbito de alterações posteriores à disciplina legal das companhias abertas – como, por exemplo, no âmbito da Lei n. 13.043/2014⁶⁷¹.

Essas medidas ilustram um movimento de adaptação da disciplina legal da companhia aberta em prol de uma abordagem mais pormenorizada, isto é, que procura melhor refletir e acomodar a diversidade de situações abrangidas pela definição legal de companhia aberta, especialmente entre aquelas que tenham ou não “capital aberto”. Com isso, resta parcialmente comprometida a dicotomia originalmente instaurada pelo legislador entre

⁶⁶⁹ Além disso, passou a prever o §6º do artigo 124 da Lei n. 6.303/1976: “§ 6º *As companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa de valores deverão remeter, na data da publicação do anúncio de convocação da assembléia, à bolsa de valores em que suas ações forem mais negociadas, os documentos postos à disposição dos acionistas para deliberação na assembléia-geral.*”

⁶⁷⁰ Vale notar que não haviam sido regulamentadas as categorias de registro quando essa medida foi adotada; ao contrário, a criação das categorias foi autorizada na mesma oportunidade. Com a adaptação ao regime da Instrução CVM n. 480/2009, passaram a possuir registro exclusivamente para a captação de valores mobiliários de dívida (melhor dizendo, para quaisquer valores mobiliários que não aqueles de capital indicados no artigo 2º, §2º da Instrução CVM n. 480/2009) as companhias abertas registradas na categoria B.

⁶⁷¹ O artigo 19 da Lei n. 13.043/2014 flexibilizou o regime de publicações ordenadas pela Lei n. 6.404/1976 para companhias cujas ações estejam admitidas à negociação em segmento especial que determine práticas mínimas de governança corporativa e tenham valor de mercado inferior a R\$ 700.000.000,00 e receita bruta anual inferior a R\$ 500.000.000,00, em que se verificasse distribuição primária correspondente a, no mínimo, 67% do volume total de ações de emissão da companhia.

companhias abertas e fechadas, segundo a qual todas as companhias abertas, pelo fato de serem abertas, ficavam sujeitas a um mesmo regime societário, como regra geral.

Por um lado, nos parece salutar a iniciativa de revisão e adequação da disciplina legal da companhia aberta à luz de seus pressupostos teóricos, por permitir a redução de custos potencialmente desnecessários ou excessivos para companhias que pretendam acessar o mercado de outras formas que não necessariamente a distribuição de valores mobiliários de capital. Por outro, preocupa-nos a forma como essa iniciativa vem sendo promovida, de maneira pontual, por vezes sem maior cuidado com a estrutura e a sistematicidade dos diplomas legais, e sem que a conseqüente ruptura com a abordagem dicotômica original da legislação brasileira tenha recebido nos últimos anos maior atenção.

2.2.4 Considerações finais

Em vista do acima exposto, cabem algumas considerações a respeito da disciplina da companhia aberta conforme as espécies de valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação.

2.2.4.1 Companhia aberta: “aberta” para quem?

Em primeiro lugar, observa-se, a partir dos movimentos aqui analisados, uma tendência de paulatina adaptação da disciplina jurídica da companhia aberta, para levar em conta características decorrentes das espécies de valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação. Isso representa, a nosso ver, um afastamento com relação à opção original por submeter as companhias abertas a regime comum – mas não necessariamente da opção original por considerar como abertas todas as companhias cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação, independentemente de sua espécie e de sua efetiva negociação.

Essa tendência se manifesta principalmente por meio da autorização para criação de diferentes categorias de registro de companhia aberta. Contudo, tal como implementada, essa medida teve alcance limitado, permitindo o delineamento de diferentes regimes tão somente em sede regulamentar. Conseqüentemente, a repercussão da classificação em categorias concentra-se basicamente no regime informacional imposto por normas da CVM, e não

alcança a disciplina legal das companhias abertas.

Ainda assim, nota-se em sede regulamentar o delineamento de regimes cada vez mais específicos, através da edição de normas cuja incidência é determinada não apenas em função da espécie de valores mobiliários admitidos à negociação, mas também da efetiva autorização para sua negociação e do respectivo mercado.

Adicionalmente, a referida tendência se manifesta por meio das referidas alterações à disciplina legal das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, ora para a flexibilização de obrigações para as companhias abertas que acessam o mercado exclusivamente por meio de valores mobiliários de dívida, ora para a imposição de novas obrigações às companhias que acessam o mercado por meio de valores mobiliários de capital.

Essas flexibilizações pontuais da disciplina legal parecem confirmar eventual necessidade de adequação diante da percepção de que a estrutura acionária das companhias abertas que acessam o mercado exclusivamente por meio de valores mobiliários de dívida tende a se assemelhar mais àquela das companhias fechadas. É o que se extrai de comentários à alteração promovida ao artigo 202 da Lei n. 6.404/1976. Para Eizirik, por exemplo, “[n]ão tendo havido a captação de recursos do público para aplicação em ações, não há necessidade da proteção dos investidores minoritários representada pela obrigatoriedade de distribuição do dividendo mínimo”⁶⁷².

Essa ponderação parece-nos pertinente ao exame individualizado de elementos da disciplina legal da companhia aberta, *de lege ferenda*. Sem pretensão de exaustão, destacamos como exemplos de dispositivos que parecem merecer exame aprofundado sob essa ótica, o artigo 254-A, que exige a realização de oferta pública de aquisição de ações por ocasião da alienação de controle de companhia aberta, e o artigo 256, que disciplina a compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil.

Contudo, a identificação de potencial descompasso entre o campo de incidência de normas específicas da disciplina legal da companhia aberta e seus pressupostos teóricos é atividade que foge ao escopo deste trabalho, concentrado no objeto e na estrutura dessa disciplina. Limitamo-nos, portanto, a destacar a relevância de atentar-se para essa questão no exame aprofundado das diferentes normas. Fica, portanto, a ponderação: há outras normas dirigidas às companhias abertas cuja proteção se destine essencialmente às companhias abertas “de

⁶⁷² Cf. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. Vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 546. E ainda: CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 362.

capital aberto”, e que possam por isso estar impondo ônus injustificado às companhias abertas “de capital fechado”?

Essa ponderação parece ainda mais relevante diante das inovações introduzidas à disciplina jurídica da companhia aberta. O destaque vai para o fato de que o enquadramento como companhia aberta depende atualmente da eleição de categoria de registro, que pode admitir ou não a distribuição pública de valores mobiliários de capital (isto é, a “abertura de capital” propriamente dita), submetendo a companhia a regime regulamentar específico.

Como se já viu, o problema não é exatamente novo, e sim derivado da opção original por submeter todas as companhias abertas, independentemente da espécie de valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação, a disciplina comum. Contudo, a criação das categorias de registro de companhia aberta – uma tentativa, a nosso ver, insuficiente de remediar problema decorrente de como foram originalmente delineados o objeto e a estrutura da disciplina legal da companhia aberta – conferiu-lhe novas nuances e nova camada de complexidade. Coloca-se em questão, especialmente, a coerência de se submeter companhias abertas registradas na categoria B, que, portanto, não possuem autorização para a “abertura de capital”, a normas que porventura pressuponham justamente essa abertura⁶⁷³.

Por fim, ressalva-se que não se está a propor uma ampla reforma das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976. Pretende-se tão somente destacar a importância de que essa distinção seja levada em consideração ao se examinar a disciplina jurídica da companhia aberta *de lege ferenda*, à luz de seus objetivos últimos, de proteção do público investidor e de estímulo à formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários.

2.2.4.2 Companhias com valores mobiliários de dívida admitidos à negociação

Como vimos, o universo das companhias com valores mobiliários de dívida admitidos à negociação é formado por realidades distintas, e essa taxonomia tornou-se mais complexa diante de recentes inovações. Esse universo abrange, por exemplo, companhias que foram classificadas na categoria B quando da adaptação ao regime da Instrução CVM n. 480/2009;

⁶⁷³ Como ensina Bobbio, a coerência não é condição de validade (vigência), e sim de justiça do ordenamento. (cf. BOBBIO, Norberto. *Teoria de Ordenamento Jurídico*. 10ª ed. Brasília: Universidade de Brasília, 1999. p. 113) Nessa linha, ressalva-se que a indagação formulada quanto à coerência de normas sobre companhias abertas, como os artigos 254-A e 256 da Lei n. 6.404/1976, *de lege ferenda*, não representa questionamento sobre sua validade, *de lege data*.

aquelas que obtiveram registro na categoria B após a entrada em vigor da Instrução CVM n. 480/2009; aquelas que promoveram a conversão de seu registro da categoria A para a categoria B após a entrada em vigor da Instrução CVM n. 480/2009; além, evidentemente, das companhias registradas na categoria A, que não ficam sujeitas a restrição quanto às espécies de valores mobiliários admitidos à negociação⁶⁷⁴. Todavia, concentrar-se-á aqui a análise nas companhias registradas sob a categoria B.

Como apontado, o novo regime de categorias de registro fez surgir novas situações não antes contempladas pela lei societária, ou melhor, conferiu novos contornos a certas situações. Referimo-nos especificamente à conversão de categoria de registro e à situação das companhias abertas cujo registro tenha sido convertido da categoria A para a categoria B mediante a realização de oferta pública para cancelamento do registro para negociação de ações. Contrariamente ao que poderia à primeira vista indicar o senso comum, essas companhias, mesmo após o “fechamento de capital”, permanecem enquadradas sob a definição legal de companhia aberta. No âmbito de tal oferta pública de aquisição, poderão ter promovido ou não o resgate das ações em circulação remanescentes, na forma do §5º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976, e, por esse e outros motivos, poderão ou não ter acionistas minoritários remanescentes em seu quadro societário após a conversão.

Quanto a essas companhias, reitera-se a ponderação sugerida acima, *de lege ferenda*: faz sentido submeter essas companhias registradas sob a categoria B que nunca promoveram “abertura de capital”, ou que já promoveram “fechamento de capital”, à mesma disciplina legal aplicável às demais companhias abertas, inclusive àquelas registradas na categoria A? Em sentido mais amplo, deve essa disciplina ser revista à luz dessa nova taxonomia?

Adicionalmente, a análise da disciplina aplicável às companhias com valores mobiliários de dívida admitidos à negociação, em geral, e às companhias registradas na categoria B, em particular, suscita novos questionamentos, relacionados mais à sua efetividade do que à sua adequação, em função da convergência de três principais fatores.

O primeiro desses fatores diz respeito à limitação antes referida do alcance da autorização dada à CVM para especificar as “*normas sobre companhias abertas*” aplicáveis às companhias registradas em cada categoria, sob o §3º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976.

O segundo fator se refere à intensidade do regime de informação a que estão submetidas as

⁶⁷⁴ Ressalva-se aqui que a situação de companhias não registradas que promovem oferta pública de valores mobiliários de dívida com base na Instrução CVM n. 476/2009 será examinada adiante no Capítulo 3.

companhias registradas na categoria B, antes examinado⁶⁷⁵. Como vimos, não são muitos os *descontos regulatórios* conferidos em comparação com o regime de informação aplicável às companhias registradas na categoria A. Há de se considerar ainda que alterações posteriores acabaram por intensificar o regime de informação da categoria B, e as orientações (não vinculantes) da área técnica da CVM parecem diminuir cada vez mais essa distância.

O terceiro fator, que será abordado em maior detalhe no próximo Capítulo, diz respeito à convergência de objetivos por trás da criação das *categorias de registro* de companhia aberta e das *ofertas públicas com esforços restritos*, bem como às consequências de uma e outra para a organização do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Notadamente, à época em que foi autorizada a criação das categorias de registro, isso foi visto por alguns como uma oportunidade perdida de permitir a criação de regimes mais flexíveis de acesso ao mercado⁶⁷⁶. Todavia, antes mesmo da regulamentação das categorias de registro, a CVM instituiu as chamadas ofertas públicas com esforços restritos, por meio da Instrução CVM n. 476/2009. Como veremos adiante no Capítulo 3, a regulamentação das ofertas públicas com esforços restritos atualmente permite o acesso ao mercado, por meio da distribuição de valores mobiliários de dívida, por companhias sequer registradas como emissoras de valores mobiliários. A Instrução CVM n. 476/2009 estabelece para essas companhias regime específico, consideravelmente menos abrangente do que aquele ordinariamente aplicável às companhias registradas na categoria B.

O fato de que no Brasil a maior parte das distribuições públicas tem sido realizada por meio de ofertas públicas com esforços restritos, especialmente de debêntures, e de que grande parte dessas ofertas com esforços restritos de debêntures teve por ofertantes companhias não registradas⁶⁷⁷, parece sugerir uma perda de atratividade do regime aplicável às companhias

⁶⁷⁵ É pertinente aqui a crítica de Pitta sobre o regime informacional aplicável às companhias abertas brasileiras, no sentido de que “*é dotado de uma notável inflexibilidade que pode representar uma grande barreira de acesso ao mercado de valores mobiliários a determinadas companhias, principalmente aquelas de menor porte e/ou em estágio inicial de desenvolvimento, que são, provavelmente, as que mais necessitam dos recursos cuja canalização é efetuada primordialmente no âmbito desse mercado.*” (cf. PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 363-364) Comenta, ainda, o autor, que a lei outorga à CVM amplos poderes para o exercício da dispensa de registro (ou de requisitos do registro) e definição das obrigações informacionais contínuas que dele derivam, “[p]orém, a utilização dessas prerrogativas, principalmente no âmbito do mercado acionário, não tem sido, até aqui, suficiente para viabilizar a captação de recursos por parte de companhias de menor porte”. (p. 370)

⁶⁷⁶ Nesse sentido, afirmou Cantidiano que “[p]erdeu-se (...) a oportunidade de admitir que a CVM possa exigir requisitos menos rígidos daquelas companhias que pretendam distribuir valores mobiliários de sua emissão junto a investidores qualificados, que dependem de menor proteção do agente regulador, uma vez que tais investidores dispõem de mecanismos próprios de defesa de seus interesses”. (cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 32)

⁶⁷⁷ Vide Capítulo 3 da Parte I, item 3.4.

registradas na categoria B. Evidentemente, as ofertas públicas com esforços restritos ficam sujeitas a restrições não aplicáveis às ofertas públicas de distribuição que podem ser realizadas por companhias registradas. Porém, a comparação dos regimes regulatórios a que são submetidos os emissores registrados na categoria B e os emissores não registrados que promovem ofertas públicas com esforços restritos, ressalvada a discussão quanto à inaplicabilidade das normas sobre companhias abertas a esses últimos, que será enfrentada no próximo Capítulo, revela um quadro de aparente assimetria e incentivos limitados.

Diante disso e dos dois primeiros fatores anunciados, a função de servir de regime mais flexível para companhias que desejam acessar o mercado exclusivamente por meio de valores mobiliários de dívida parece ser mais bem atendida pelo instituto das ofertas públicas com esforços restritos, realizadas mediante dispensa de registro, do que pelo instituto das categorias de registro.

Com isso não queremos dizer que esses institutos são autoexcludentes; ao contrário, vemos neles grande complementariedade. Em outras palavras, não nos parece ser um problema o prejuízo que possa resultar da convivência entre esses institutos em termos de atratividade da categoria B⁶⁷⁸. Ainda assim, parece-nos merecer atenção a assimetria quanto ao tratamento regulamentar conferido às companhias em cada uma dessas situações, e importante questionar se se justifica à luz dos objetivos maiores de proteção do público investidor e de estímulo à formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários. Esse ponto será retomado no próximo Capítulo.

2.3 Disciplina da companhia aberta conforme o seu porte

2.3.1 Histórico regulatório

Como vimos, a definição legal de companhia aberta não admite qualquer distinção em função do porte das companhias, e nem sua disciplina legal se ocupava dessa distinção em

⁶⁷⁸ Cumpre ressaltar que a presente análise pretende tão somente promover a identificação e reflexão em torno de elementos estruturais que podem restringir, ou afetar, o alcance e a repercussão das normas que disciplinam as companhias com valores mobiliários de dívida admitidos à negociação, *de lege ferenda*. Avaliar a efetividade das normas aplicáveis aos emissores da categoria B individualmente consideradas é tarefa que fugiria ao escopo e não se coadunaria com a metodologia deste trabalho.

seu formato original⁶⁷⁹.

Por outro lado, o artigo 170, inciso IX, da Constituição Federal de 1988 estabeleceu como princípio da ordem econômica o “*tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País*”, reconhecendo assim a importância dessas empresas para a geração de emprego e renda⁶⁸⁰.

Além disso, no ano de 2006, foi instituído o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte, por meio da Lei Complementar n.123/2006. Dentre as diversas disposições que impunham tratamento diferenciado e favorecido às microempresas e empresas de pequeno porte, determinou-se a proposição de medidas pelo Poder Executivo Federal no sentido de melhorar o seu acesso aos mercados de crédito e de capitais, com vistas à redução do custo de transação, à elevação da eficiência alocativa, ao incentivo ao ambiente concorrencial e à qualidade do conjunto informacional⁶⁸¹.

Essa questão do porte das companhias foi motivo de preocupação por parte da CVM antes mesmo da regulamentação do registro. Contudo, optou inicialmente por submeter as companhias abertas a regime único de informação, que idealmente corresponderia ao

⁶⁷⁹ O panorama traçado nesta seção concentrar-se-á nas iniciativas de disciplina da companhia aberta conforme o seu porte, promovidas em sede de lei e regulamentar, com o objetivo de facilitar o acesso a esse mercado por companhias de pequeno e médio porte. Todavia, vale lembrar que no período foram promovidas outras iniciativas que alteraram a disciplina legal das companhias abertas em função de seu porte, como, por exemplo, (i) a Lei n. 11.638/2007, que estendeu às sociedades de grande porte certas disposições da Lei n. 6.404/1976; e, especialmente, (ii) a Lei n. 13.043/2014 que, para facilitar a abertura de capital em mercado de bolsa por emissores de médio porte, estabeleceu uma séria medidas como isenção de imposto de renda e flexibilização das regras sobre publicação obrigatórias (vide Capítulo 3 da Parte I). Essas iniciativas se coadunam com o esforço identificado em outros países de promoção de medidas voltadas a facilitar o acesso ao mercado de valores mobiliários por companhias de menor porte: “*An important dimension along which issuers differ from the point of view of disclosure costs is their size. The direct costs of mandatory disclosure are in large part fixed. Therefore, they tend to be more burdensome for smaller listed firms, putting them at a competitive disadvantage vis-à-vis larger ones. Further, the value of confidentiality for small issuers is in principle higher, making disclosure more costly for them than for well-established, large firms. Regulators are increasingly aware of the need to increase the system’s flexibility, so as to take the large relative weight of disclosure-related costs for small issuers into account. In the EU, the Market Abuse Regulation moves exactly in this direction: issuers trading on ‘SME growth markets’ will be subject to a simplified, less burdensome regime as regards ongoing disclosure of price-sensitive information and insiders’ lists. In the same vein, the JOBS Act reforms in the US are largely aimed at decreasing the regulatory burden for smaller issuers seeking external finance.*” (cf. ENRIQUES, Luca. GILOTTA, Sergio. Disclosure and financial Market regulation. In: MOLONEY, Niamh. FERRAN, Eilís. PAYNE, Jennifer. *The Oxford handbook of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2015. p. 529-530) Os autores comentam que a solução adotada por diversos países para esse problema foi a compartimentalização do mercado de valores mobiliários e a concessão de descontos quanto ao regime informacional das companhias de menor porte. (p. 534) Ainda sobre iniciativas em discussão na União Europeia, ver Cf. ROTH, Günter H. KINDLER, Peter. *The spirit of corporate law: core principles of corporate law in continental Europe*. Munique: CH Beck, 2013. p. 95-98.

⁶⁸⁰ Cf. artigo 170, inciso IX, da Constituição Federal de 1988 (com redação dada pela Emenda Constitucional n. 6/1995). A redação original referia-se a “*tratamento favorecido para as empresas brasileiras de capital nacional de pequeno porte*”.

⁶⁸¹ Cf. artigo 57 da Lei Complementar n. 123/2006.

mínimo necessário a permitir a tomada de decisões de investimento conscientes. Ou seja, entendeu a CVM à época que o volume mínimo de informação esperado pelo investidor era o mesmo independentemente do porte da companhia ou do mercado onde seus títulos seriam transacionados⁶⁸². Naquele momento, optou a CVM também por não conceder isenções ou simplificações de registro em função do porte das companhias abertas⁶⁸³. Entretanto, comprometeu-se a acompanhar o grau de dificuldade enfrentado por pequenas e médias companhias abertas, para então avaliar se essa abordagem lhes fornecia ou não uma alternativa de capitalização razoável, e eventualmente aprimorá-la.

Com o passar dos anos, a CVM foi adotando medidas que flexibilizavam certas obrigações para as companhias abertas de menor porte. Por exemplo: por meio da Instrução CVM n. 245/1996, a CVM dispensou às companhias com registro para negociação em bolsa cujo faturamento bruto consolidado no exercício anterior tivesse sido inferior a R\$ 100 milhões certas obrigações impostas pela Instrução CVM n. 202/1993, como, por exemplo, a revisão de informações trimestrais por auditor independente e a publicação de informações não ordenadas pela lei societária exigidas por normas da CVM⁶⁸⁴.

⁶⁸² “Um ponto importante de regulação é a definição de se pequenas e médias empresas devem estar sujeitas aos mesmos requisitos de divulgação de informações que companhias de maior porte. Um argumento básico é que os custos para elas são proporcionalmente maiores e menos toleráveis, e que, dado o interesse mais limitado de investidores sobre essas empresas, devem ser tentadas outras formas de satisfazer tais necessidades. A posição da CVM é a de que o mercado necessita de um mínimo de informações para tomar uma decisão consciente. Tal mínimo independe do porte da companhia aberta. A partir deste nível de informações, conforme o tipo de mercado em que os valores mobiliários das companhias serão negociados, são feitas exigências adicionais em termos de divulgação e disseminação de dados. Cabe à companhia escolher aquele que lhe seja mais adequado. Esta posição é a que mais se coaduna com os princípios de proteção dos interesses dos investidores. Resta saber se ela fornece uma alternativa de capitalização razoável para empresas de menor porte. Para avaliar esta situação a CVM fará realizar estudos compreendendo: levantamentos dos custos de divulgação de informações, sua disseminação e outros, vinculados às companhias abertas; alternativas de capitalização disponíveis no país para empresas de menor porte, abertas e fechadas, incluindo: possibilidades de lançamentos privados; existência de sociedades dispostas a investir capital de risco em pequenas e médias empresas; recursos de capital substitutivos ao mercado, etc. Com base nesses levantamentos, a CVM estará em condições de aferir melhor a natureza do problema e, se necessário, propor novos mecanismos.” (cf. “Política de divulgação de informações”, anexa à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978)

⁶⁸³ “Durante a fase inicial de seu funcionamento, a CVM não está contemplando isenções de registro nem concessão de registros simplificados ou resumidos, seja em função do porte da empresa seja porque esta já tenha sofrido análise por outro órgão governamental.” (cf. “Política de divulgação de informações”, anexa à ata da 311ª sessão do CMN, realizada em 20 de dezembro de 1978)

⁶⁸⁴ Cf. artigo 1º da Instrução CVM n. 245/1996. E ainda, por meio da Instrução CVM n. 296/1998, a CVM exigiu o registro de emissor para as distribuições públicas de contratos de investimento coletivo somente quando o valor atualizado dos títulos ou contratos em circulação, em tesouraria e a emitir, inclusive os pendentes de registro, superassem R\$ 10 milhões, dispensando-o nas demais hipóteses (cf. artigo 3º, §1º, da Instrução CVM n. 296/1998). Posteriormente, a Instrução CVM n. 296/1998, que disciplinava o registro de distribuição pública de CIC, foi revogada pela Instrução CVM n. 604/2018. Concluiu a CVM que a edição da Instrução CVM n. 588/2017 gerou uma indesejada situação de sobreposição regulatória para ofertas públicas de CIC realizadas por sociedades empresárias de pequeno porte, que daria margem a arbitragem regulatória

Esse movimento culminou com a dispensa automática de registro concedida por meio da Instrução CVM n. 400/2003 para as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários emitidos por microempresas e empresas de pequeno porte⁶⁸⁵.

Não obstante, a utilização da dispensa automática da Instrução CVM n. 400/2003 foi depois limitada ao valor total de R\$ 2.400.000,00 por emissor, em cada período de doze meses, pela Instrução CVM n. 482/2010⁶⁸⁶. Essa norma também estabeleceu certos requisitos procedimentais para a utilização dessa dispensa, como prévia comunicação à CVM. A reforma promovida pela Instrução CVM n. 482/2010 tomou por base a experiência acumulada da CVM com a aplicação da Instrução CVM n. 400/2003⁶⁸⁷. Em especial, entendeu a CVM que as regras sobre ofertas públicas de microempresas e empresas de pequeno porte mereciam aprimoramento, pois o tratamento dado a elas até então – isto é, a dispensa automática de registro – era mais permissivo que o desejável⁶⁸⁸. Com a limitação imposta, a CVM procurou conciliar o comando de conferir a tais emissores tratamento benéfico com a necessidade de proteção da poupança pública⁶⁸⁹. Além disso, a imposição visava a atender a preocupação da CVM com a possibilidade de tais ofertas serem conduzidas sem a presença de um *gatekeeper* autorizado, que assegurasse sua condução de maneira apropriada⁶⁹⁰.

Adicionalmente, com a edição da Instrução CVM n. 480/2009, as microempresas e empresas

em tal segmento. Levou-se em consideração também a edição da Instrução CVM n. 602/2018, que disciplinou as ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro, bem como o fato de que desde a edição da Instrução CVM n. 400/2003 não fora identificada nenhuma deferimento de registro de oferta pública com base na Instrução CVM n. 296/1998 (cf. Edital de audiência pública SDM n. 06/2018, p. 9-11).

⁶⁸⁵ Cf. artigo 5º, inciso III, da Instrução CVM n. 400/2003 (antes da revogação pela Instrução CVM n. 588/2017). Os efeitos da dispensa de registro serão examinados no Capítulo 3, a seguir.

⁶⁸⁶ Cf. artigo 5º, §4º, da Instrução CVM n. 400/2003 (antes da revogação pela Instrução CVM n. 588/2017). De acordo com a CVM, o limite imposto foi extraído da definição de empresa de pequeno porte da Lei Complementar nº 123/2006 (cf. Edital de audiência pública CVM n. 01/09).

⁶⁸⁷ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 01/09.

⁶⁸⁸ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 01/09.

⁶⁸⁹ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 01/09. No âmbito da audiência pública n. 01/09 foram formuladas diversas sugestões sobre o tema, desde a obrigatoriedade de registro das ofertas de microempresas e empresas de pequeno porte, à redução do volume máximo então proposto. A CVM manteve a dispensa de registro e, em resposta, declarou entender que os limites e procedimentos propostos eram suficientes e adequados para garantir a supervisão e transparência em ofertas desses emissores (cf. Relatório de análise SDM da audiência pública CVM n. 01/09). Uma das sugestões recebidas foi a submissão das ofertas desses emissores ao regime da Instrução CVM n. 476/2009, ao que a CVM respondeu: “*Embora a disciplina das ofertas públicas com esforços restritos contida na Instrução nº 476, de 2009, torne tais ofertas bem mais flexíveis e menos custosas que as ofertas públicas disciplinadas pela Instrução nº 400, de 2003, a CVM acredita que algumas das exigências presentes na Instrução nº 476, de 2009, podem ser excessivamente onerosas para micro e pequenas empresas, tais como a exigência de um intermediário e informações periódicas mínimas. Por essa razão, a proposta original foi mantida.*” (cf. Relatório de análise SDM da audiência pública SDM n. 01/2009, p. 10)

⁶⁹⁰ Cf. Relatório de análise da audiência pública CVM n. 05/2016, p. 168. E ainda, sobre a função de *gatekeeper*, ver COFFE JR., John. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2006. p. 1-5.

de pequeno porte foram beneficiadas também com dispensa automática do registro de emissor de valores mobiliários⁶⁹¹. Além disso, a questão do porte dos emissores permeou as discussões sobre a regulamentação das categorias de registro, apesar de não ter sido adotada como critério de classificação na Instrução CVM n. 480/2009. A preocupação com a imposição de custos demasiadamente elevados a empresas de menor porte que acessam o mercado foi ressaltada por diversas vezes na respectiva audiência pública⁶⁹².

Em paralelo, novas iniciativas foram adotadas para fomentar o acesso ao mercado de capitais por empresas de menor porte, como, por exemplo, a regulamentação dos Fundos de Ações – Mercado de Acesso por meio da Instrução CVM n.º 409/2004, posteriormente revogada pela Instrução CVM n. 555/2014⁶⁹³, e a alteração da Instrução CVM n. 391/2003 para estimular aplicações por Fundos de Investimento em Participações em empresas de pequeno e médio porte. Outra iniciativa com frequência apontada nesse escopo é a reforma da Instrução CVM n. 476/2009 pela Instrução CVM n. 551/2014, para incluir os valores mobiliários de capital no regime das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, analisada adiante no Capítulo 3.

Posteriormente, as microempresas e empresas de pequeno porte foram excluídas do rol de dispensas automáticas dos registros de emissor e de oferta pública de distribuição pela Instrução CVM n. 588/2017.

A Instrução CVM n. 588/2017, que será examinada no Capítulo 3, regulamentou as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizadas por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo

⁶⁹¹ Cf. artigo 7º, incisos IV e V, da Instrução CVM n. 480/2009 (antes da revogação pela Instrução CVM n. 588/2017). Essa medida teve por origem uma sugestão formulada pela SRE no âmbito da respectiva audiência pública. A SRE argumentou à época que as empresas de pequeno porte e as microempresas não estavam sujeitas a registro na CVM, e não era mesmo desejável que estivessem por conta de sua natureza especial. A sugestão foi considerada pertinente e refletida na Instrução (cf. Relatório de análise da SDM da audiência pública n. 07/08).

⁶⁹² Por exemplo: em resposta a questionamento formulado no âmbito da respectiva audiência pública sobre o tratamento conferido aos emissores de títulos ou contratos de investimento coletivo, a CVM argumentou que tais instrumentos são tipicamente emitidos por empresas de menor porte, e em relação a eles era desejável a aplicação de regime mais brando (isto é, o custo do regime imposto a emissores da categoria A poderia ser, para os emissores de menor porte, demasiadamente elevado). (cf. Relatório de análise da SDM da audiência pública n. 07/08, p. 5)

⁶⁹³ Diz o §5º do artigo 115 da Instrução CVM n. 555/2014: “§ 5º Fundos de ações cuja política de investimento preveja que, no mínimo, 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido seja investido em ações de companhias listadas em segmento de negociação de valores mobiliários, voltado ao mercado de acesso, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, por meio de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa: I – devem usar, em seu nome, a designação “Ações – Mercado de Acesso”; e II – quando constituídos sob a forma de condomínios fechados, podem investir até 1/3 (um terço) do seu patrimônio líquido em ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias fechadas.”

– prática conhecida como *crowdfunding* de investimento. Na visão da CVM, um mercado bem regulado de *crowdfunding* de investimento é estratégico para a ampliação e a melhoria da qualidade dos instrumentos de financiamento para empresas em fase inicial e com dificuldades de acesso ao crédito e à capitalização⁶⁹⁴. A CVM então concedeu nessa hipótese dispensa automática dos registros de emissor e de oferta pública de distribuição⁶⁹⁵, e, em contrapartida, passou a regular e fiscalizar tais plataformas de investimento.

Ao justificar a adoção do regime da Instrução CVM n. 588/2017, comentou a CVM que o regime anterior de dispensas automáticas de registro para as microempresas e empresas de pequeno porte fora pouco utilizado⁶⁹⁶. Note-se que a Instrução CVM n. 400/2003 e a Instrução CVM n. 480/2009, ao referirem-se às microempresas e empresas de pequeno porte, se valiam da definição legal da Lei Complementar n. 123/2006, que limita o seu enquadramento a patamares de receita bruta anual, e expressamente exclui as empresas constituídas sob a forma de sociedades por ações⁶⁹⁷.

⁶⁹⁴ Cf. CVM. Notícias. “*CVM regulamenta Crowdfunding de Investimento*”. 13 de julho de 2017. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170713-2.html>. Acesso em: 25 ago. 2019.

⁶⁹⁵ Dessa forma, a Instrução CVM n. 588/2017 inseriu no rol de dispensas automáticas de registro de emissor de valores mobiliários da Instrução CVM n. 480/2009 as sociedades empresárias de pequeno porte que sejam emissoras exclusivamente de valores mobiliários distribuídos com dispensa de registro de oferta pública por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo (cf. artigo 7º, inciso VIII, da Instrução CVM n. 480/2009).

⁶⁹⁶ Cf. Edital de audiência pública SDM n. 06/2016, p. 4.

⁶⁹⁷ Com efeito, esse regime sofreu crítica, no sentido de que as isenções de registro eram “*flagrantemente limitadas*”, especialmente porque “*a definição legal de microempresa e empresa de pequeno porte é extremamente restrita. (...) Dessa forma, as isenções acima mencionadas ficam limitadas a um universo de empresas que flagrantemente não compõem o grupo daquelas que teriam interesse em beneficiar-se do acesso a mercado de valores mobiliários.*” (cf. PITTA, André Grunspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 371) Diz o artigo 3º da Lei Complementar n. 123/2006: “*Art. 3º Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que: I - no caso da microempresa, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais); e II - no caso de empresa de pequeno porte, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais). (...) § 4º Não poderá se beneficiar do tratamento jurídico diferenciado previsto nesta Lei Complementar, incluído o regime de que trata o art. 12 desta Lei Complementar, para nenhum efeito legal, a pessoa jurídica: I - de cujo capital participe outra pessoa jurídica; II - que seja filial, sucursal, agência ou representação, no País, de pessoa jurídica com sede no exterior; III - de cujo capital participe pessoa física que seja inscrita como empresário ou seja sócia de outra empresa que receba tratamento jurídico diferenciado nos termos desta Lei Complementar, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do caput deste artigo; IV - cujo titular ou sócio participe com mais de 10% (dez por cento) do capital de outra empresa não beneficiada por esta Lei Complementar, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do caput deste artigo; V - cujo sócio ou titular seja administrador ou equiparado de outra pessoa jurídica com fins lucrativos, desde que a receita bruta global ultrapasse o limite de que trata o inciso II do caput deste artigo; VI - constituída sob a forma de cooperativas, salvo as de consumo; VII - que participe do capital de outra pessoa jurídica; VIII - que exerça atividade de banco comercial, de investimentos e de desenvolvimento, de caixa econômica, de*

De acordo com a CVM, cerca de uma década se passou até que tal regime passasse a ser utilizado com maior frequência por grupos de empreendedores que estabeleceram as primeiras plataformas com vistas a viabilizar o *crowdfunding* de investimento no Brasil, ofertando participações (ou títulos eventualmente conversíveis em participações) em empresas inovadoras em fase inicial de atividade (*startups*) por meio da internet⁶⁹⁸. Já o regime da Instrução CVM n. 588/2017 tem tido considerável sucesso. De acordo com a CVM, o *crowdfunding* de investimento permitiu a captação de mais de R\$ 46 milhões em 2018, o que representa um crescimento de mais de 451% em relação aos cerca de R\$ 8 milhões registrados em 2016⁶⁹⁹.

Atualmente, portanto, beneficiam-se de dispensa de registro as sociedades empresárias de pequeno porte, assim entendidas aquelas constituídas no Brasil e registradas no registro público competente, com receita bruta anual de até R\$ 10 milhões apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que *não* sejam registradas como emissor de valores mobiliários na CVM⁷⁰⁰. Ao se desvincular da definição legal de microempresa e empresa de pequeno porte, passou a CVM a permitir que sociedades anônimas de menor porte se valham dessa dispensa, tendo sido esse um dos fatores a motivar a reforma da regulamentação⁷⁰¹. Além disso, o limite de receita bruta anual imposto pela Instrução CVM n. 588/2017 é consideravelmente superior àqueles do regime anterior. Por fim, a limitação também imposta pela Instrução CVM n. 588/2017 quanto ao volume alvo de captação, de no máximo R\$ 5 milhões, é também superior àquela anteriormente aplicável sob a Instrução

sociedade de crédito, financiamento e investimento ou de crédito imobiliário, de corretora ou de distribuidora de títulos, valores mobiliários e câmbio, de empresa de arrendamento mercantil, de seguros privados e de capitalização ou de previdência complementar; IX - resultante ou remanescente de cisão ou qualquer outra forma de desmembramento de pessoa jurídica que tenha ocorrido em um dos 5 (cinco) anos-calendário anteriores; X - constituída sob a forma de sociedade por ações. XI - cujos titulares ou sócios guardem, cumulativamente, com o contratante do serviço, relação de pessoalidade, subordinação e habitualidade. (...)”

⁶⁹⁸ Cf. Edital de audiência pública SDM n. 06/2016, p. 4.

⁶⁹⁹ Cf. CVM. Notícias. “Número de investidores em crowdfunding cresce após regulamentação”. 29 de abril de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190429-1.html>. Acesso em: 25 ago. 2019. Diz ainda a notícia: “Neste período, o número de investidores na modalidade registrou uma alta de, aproximadamente, 716%: de 1.099 para 8.966, enquanto as ofertas fechadas com sucesso evoluíram de 24 para 46. Já o valor médio de captação por oferta passou de R\$ 347.621,82 para R\$ 1.000.137,83, no mesmo intervalo de tempo.”

⁷⁰⁰ Cf. artigo 2º, inciso III, da Instrução CVM n. 588/2017.

⁷⁰¹ “Porém, para se valer das dispensas regulamentadas, emissores e plataformas tiveram que levar em conta que a Lei Complementar nº 123, de 2006, que dispõe sobre os requisitos para que uma empresa seja considerada de micro ou pequeno porte, expressamente exclui aquelas constituídas sob a forma de sociedade por ações, (art. 3º, § 4º, X). Em consequência, a captação pública de valores mobiliários por meio de investment-based crowdfunding, utilizando-se das dispensas concedidas pela CVM, só vem sendo utilizada atualmente por sociedade limitada, que não é a forma societária mais adequada para receber um grande número de sócios.” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 06/2016, p. 4-5)

CVM n. 400/2003⁷⁰². Ou seja, apesar de o novo regime limitar-se a investimentos realizados por meio das referidas plataformas, passou a beneficiar um universo mais abrangente de empresas e parece estar tendo êxito na promoção de alternativa de financiamento às empresas em fase inicial de crescimento.

2.3.2 Futura categoria C?

Em 2013, no âmbito da audiência pública que discutiu proposta de reforma à Instrução CVM n. 480/2009 e deu origem à Instrução CVM n. 552/2014, foram formuladas diversas sugestões voltadas a fomentar a listagem e oferta pública de ações de pequenas e médias empresas, incluindo a criação de nova categoria de registro de emissor e novo regime para ofertas públicas de distribuição voltadas ao mercado de acesso⁷⁰³.

⁷⁰² “Outra restrição do regime de dispensa é o limite anual de oferta de R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais), valor fixado há uma década e que, no entendimento da CVM, merece ser revisado, não obstante a média dos valores captados em ofertas de investment-based crowdfunding ainda estar bem abaixo deste valor. Para exemplificar, em 2015, foram conduzidas 43 ofertas com dispensa de registro. O montante médio arrecadado foi de R\$ 525.000,00 (quinhentos e vinte cinco mil reais), tendo sido observado que somente em quatro ofertas o montante foi superior R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 06/2016, p. 5)

⁷⁰³ Essa sugestão partiu do grupo de trabalho que liderou o Programa de Aceleração do Crescimento para Pequenas e Médias Empresa (“Grupo PAC-PME”), formado por instituições diversas: “O Grupo PAC-PME sugere que a CVM desenvolva nova Instrução de oferta para mercado de acesso de forma a: (i) permitir oferta sem registro e compliance regulatório pós-IPO menos complexo e custoso; (ii) restringir ofertas a investidores qualificados (nos termos do inciso IV do art. 109 da Instrução CVM n° 409, de 2004); e (iii) permitir que fundos-PME possam listar suas cotas em Bolsa. Essa nova Instrução deveria contemplar algumas características: (i) registro da companhia aberta na CVM como emissor categoria A ou categoria C, nova categoria proposta pelo participante; (ii) registro automático ou simplificado para a oferta de ações; (iii) dispensa do direito de preferência; (iv) previsão de um período curto de prioridade como forma de assegurar a participação dos acionistas existentes em um ambiente de menor liquidez; (v) ações negociadas em segmento de acesso da Bolsa de Valores; (vi) negociação somente por investidores qualificados; (vii) desconsideração de qualquer prazo de lock-up; (viii) inaplicabilidade das obrigações previstas no art. 17 da Instrução CVM n° 476, de 2009; e (viii) listar as cotas dos fundos PME em Bolsa e que possam investir em FIPs.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 03/2013, p. 84-86) Diz o documento que o Grupo PAC-PME considerava como “PMEs” as pessoas jurídicas de direito privado não enquadradas como sociedade de grande porte sob a definição do artigo 3º, parágrafo único, da Lei n. 11.638/2007 (vide Capítulo 3 da Parte I, item 3.4). Essas eram algumas das sugestões formuladas quanto aos emissores dessa nova categoria: “Além disso, sugere a adoção do formulário de referência aplicável aos emissores categoria B também para os emissores categoria C, que é muito semelhante ao Admission Document do AIM Market.”; “Na mesma linha, sugere que as demonstrações financeiras dos emissores de categoria C, cuja criação foi proposta, deveriam ser anualmente auditadas e semestralmente deveria haver revisão especial/limitada. A redução de custo para os emissores se daria pelo menor trabalho de mobilização interna para prover documentações. Para essa categoria, sugerem também a eliminação dos formulários DFP e ITR, com uniformização da apresentação das DFs (sem prejuízo da futura disponibilização das tabelas em formato XBRL). Essas companhias entregariam as DFs semestralmente em formato PDF, tendo a obrigação de emitir relatórios trimestrais gerenciais (earnings release) com a análise de desempenho no trimestre e realizar teleconferência para discussão de resultados. Também sugere a eliminação do requisito de apresentação de DFs referentes aos últimos três anos para o

Entendeu a SDM à época que o tema ultrapassava o escopo da audiência pública, motivo pelo qual deixou de apreciar essas sugestões. Além de ressaltar outras iniciativas da CVM no sentido de fomentar o mercado de acesso – inclusive a proposta de inclusão de valores mobiliários de capital no regime das ofertas públicas distribuídas com esforços estritos da Instrução CVM 476/2009, que acabou sendo acolhida –, a SDM justificou sua decisão com base no fato de que o Colegiado da CVM recentemente decidira adiar a apreciação de quaisquer tais medidas.

A decisão do Colegiado em questão, de março de 2014, foi tomada no âmbito do processo CVM n. RJ2013/11795, em que foram apreciadas as conclusões e propostas de grupo de trabalho, incluindo a criação de uma categoria “C”. O Colegiado decidiu pelo arquivamento do processo, tendo preferido aguardar o resultado das iniciativas que vinham sendo adotadas para facilitar a criação de um mercado de acesso para pequenas e médias empresas, antes de voltar a examinar propostas para a criação de nova categoria de emissor registrado com dispensas regulatórias.

Não obstante, o assunto continuou ocupando a agenda regulatória. Notadamente, foi mais recentemente retomado no âmbito da CVM, que, em fevereiro de 2019, divulgou lista de prioridades de sua agenda regulatória, nela incluindo a revisão do regime informacional das companhias e a avaliação da criação de uma nova categoria de companhias (a princípio denominada “C”)⁷⁰⁴. A agenda regulatória da CVM para o ano de 2020 indica a futura

prospecto da oferta de ações (apenas 2 anos).”; “Também sugere que se considere: (i) a possibilidade de procedimento simplificado de análise de pedido de registro de emissor, em linha com a Instrução CVM nº 471, de 2008; ou (ii) inclusão nas dispensas de registro de emissor do art. 7º da Instrução CVM nº 480, de 2009, desde que aprovados por entidade autorreguladora, devendo nesse segundo caso revisar regulamentação aplicável a fundos de pensão, investidores estrangeiros e fundos de investimento.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 03/2013, p. 84-86) Em setembro de 2013, noticiava-se a apresentação à CVM de proposta de criação de uma terceira categoria de registro, sob o argumento de que as diferenças em termos de demandas regulatórias aplicáveis às categorias A e B “*não foram consideradas significativas para as empresas de pequeno e médio porte, principalmente com relação aos custos envolvidos*” (cf. PINHEIRO, Vinicius. Grupo propõe acesso empresa média a debênture. In: *Valor Econômico*. 16 de setembro de 2013. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/3270468/grupo-propoe-acesso-de-empresa-media-debenture>. Acesso em: 25 ago. 2019)

⁷⁰⁴ Diz a nota que durante o ano de 2019 a CVM pretendia realizar estudo normativo com o objetivo de tornar mais simples e objetivo o formulário de referência de que trata a Instrução CVM n. 480/2009, bem como que essa iniciativa surgiu a partir de contribuições do “Projeto Estratégico Custo de Observância”. E ainda, que seria também “*avaliada a criação de nova categoria de companhias, a princípio denominada “C” (hoje existem a “A” e “B”), para abarcar companhias de menor porte, com regulamentação diferenciada, de forma a estimular e promover a entrada de mais empresas no mercado*”. (Fonte: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190204-1.html>. Acesso em: 21 mar. 2019). A CVM confirmou sua intenção de colocar em audiência pública o tema da revisão do regime informacional de companhias e criação da categoria C por meio de seu relatório anual referente ao ano de 2018. (cf. CVM. Relatório anual 2018. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual. Acesso em: 25 ago. 2018)

realização de audiência pública⁷⁰⁵.

Comenta-se que a iniciativa foi motivada pela percepção de que a categoria B não teria sido suficiente para a atração de pequenas e médias empresas ao mercado⁷⁰⁶. Não obstante, dada a restrição de alcance da autorização para regulamentação das categorias de registro de companhia aberta do §3º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 e do artigo 4º da Lei n. 11.638/2007, esbarrar-se-ia, pois, no mesmo problema de que tratamos no item 2.2 acima, no tocante à especificação das normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria em função dos valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação.

Recentemente, uma solução para esse problema foi experimentada no âmbito da Medida Provisória n. 881/2019, examinada a seguir.

2.3.3 Iniciativa frustrada (Medida Provisória n. 881/2019)

A Medida Provisória n. 881/2019, de 30 de abril de 2019⁷⁰⁷, teve por objetivo precípuo a promoção de liberdade econômica, elevada a fator essencial e urgente para o êxito das políticas públicas para diferentes setores da nova administração, e para o empreendedorismo e o desenvolvimento econômico⁷⁰⁸. Foram contemplados naquele ato instrumentos diversos voltados ao aprimoramento do ambiente de negócios brasileiro, com especial preocupação com o pequeno empreendedor.

Para os fins do presente trabalho, merece destaque a alteração promovida pela Medida Provisória n. 881/2019 à Lei n. 6.404/1976, para inclusão do artigo 294-A, com a seguinte redação:

“Art. 8º A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, passa a vigorar com as seguintes alterações: (...)”

⁷⁰⁵ Cf. CVM. *Regime Informacional e Ofertas Públicas estão na Agenda Regulatória CVM 2020*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/index.html>. Acesso em 08 jan. 2020.

⁷⁰⁶ Cf. Época Negócios. “*Criptomoedas são desafio para o Brasil e o mundo, diz Flávia Perlingeiro*”. 26 de fevereiro de 2019. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Economia/noticia/2019/02/criptomoedas-sao-desafio-para-o-brasil-e-o-mundo-diz-flavia-perlingeiro.html>. Acesso em: 25 ago. 2019.

⁷⁰⁷ O prazo de vigência dessa Medida Provisória – que ficou conhecida como “MP da Liberdade Econômica” – foi prorrogado por sessenta dias, por ato do Presidente da Mesa do Congresso Nacional nº 40/2019, publicado no Diário Oficial da União em 25 de junho de 2019.

⁷⁰⁸ Cf. Exposição de Motivos nº 00083/2019 ME AGU MJSP, de 11 de abril de 2019.

“Art. 294-A. A Comissão de Valores Mobiliários, por meio de regulamento, poderá dispensar exigências previstas nesta Lei, para companhias que definir como de pequeno e médio porte, de forma a facilitar o acesso ao mercado de capitais. (NR)””

Confirma a respectiva exposição de motivos que essa alteração teve por objetivo ampliar o acesso de empresas de pequeno e médio porte ao mercado de capitais, medida essa considerada essencial à efetiva transformação desse mercado, e que dependeria da flexibilização (“*na medida correta*”) para essas empresas do regime da Lei n. 6.404/1976⁷⁰⁹.

Foi instalada, em seguida, comissão mista no Congresso Nacional para apreciar a Medida Provisória n. 881/2019. Em 11 de julho de 2019, essa comissão aprovou parecer sobre o tema, concluindo pela aprovação da referida Medida Provisória com alterações decorrentes

⁷⁰⁹ Diz a referida exposição de motivos: “20. *Outra alteração proposta na Lei das S.A. busca ampliar o acesso de empresas de pequeno e médio porte ao mercado de capitais. As sociedades limitadas não possuem o capital social dividido em ações, mas em quotas, cuja titularidade se encontra disposta em um contrato social e que demanda, para cada alteração de titularidade, uma alteração devidamente assinada por todos os sócios-cotistas e registrada na respectiva Junta Comercial. Mesmo que a possibilidade de emissão de debêntures fosse estendida às sociedades limitadas, faltariam diversas características necessárias ao bom funcionamento desse instrumento de dívida, como, por exemplo, um regime informacional adequado ao acompanhamento dos investimentos pelos debenturistas.* 21. *Assim, a chave de uma efetiva transformação no mercado de capitais está relacionada à migração dessas empresas para o regime das sociedades anônimas com o fim de se estruturarem adequadamente à captação de recursos e à entrada de investidores, o que passa, necessariamente, pela flexibilização, na medida correta, do regime da Lei das S.A. a empresas de pequeno e médio porte.* 22. *Por tudo isso, entende-se que a referida alteração legal permitiria a constituição de uma importante ferramenta de promoção e ampliação do mercado de capitais, notadamente no âmbito das PMEs (Pequenas e Médias Empresas), o que indubitavelmente virá, ao fim e ao cabo, melhorar o ambiente de negócios e investimentos no País, auxiliando no crescimento da economia.”* (cf. Exposição de Motivos nº 00083/2019 ME AGU MJSP, de 11 de abril de 2019) Na sequência à edição da Medida Provisória n. 881/2019, partiram comentários do Ministério da Economia enquadrando a alteração em questão no contexto de medidas voltadas à simplificação da burocracia para pequenos e médios empreendedores. (cf. Apresentação do Ministério da Economia. Disponível em: <http://www.economia.gov.br/central-de-conteudos/apresentacoes/2019/apresentacao-mp-liberdade-economica.pdf>. Acesso em: 27 jul. 2019) Nesse contexto, foi dito que a referida medida pretendia evitar que empresas brasileiras precisassem abrir seu capital fora do Brasil, onde haveria menos burocracia: “11 - *Liberdade de crescer: CVM poderá retirar requerimentos para simplificar de imediato a carga burocrática pra Sociedades Anônimas, incluindo para o acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais. Empresas brasileiras não precisarão mais ir ao exterior fazer IPO.*” (cf. Nota do Ministério da Economia. Disponível em: <http://www.economia.gov.br/noticias/2019/04/mp-da-liberdade-economica-reduz-intervencao-do-estado-nas-atividades-economicas>. Acesso em: 27 jul. 2019) Por outro lado, falou-se também em um “*excesso de carga regulatória*”, que supostamente estaria restringindo o acesso dessas empresas ao mercado de capitais, e que se pretendia “*possibilitar à CVM dar o peso regulatório proporcional ao tamanho da empresa*”; “*Dentre as 17 principais iniciativas que integram a MP da Liberdade Econômica, a “Liberdade de crescer” assegura que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) poderá retirar requerimentos para simplificar de imediato a carga burocrática para pequenas e médias empresas. Hoje, essas empresas precisam cumprir os mesmos requisitos de grandes empresas, dificultando a entrada no mercado financeiro, por excesso de carga regulatória. (...) A medida permitirá a criação de um novo mercado, oferecendo maior poder de barganha para essas empresas e elevando a competição. (...) Ele estima que exista um mercado potencial de 2.500 empresas de porte médio que poderão ser beneficiadas com a alteração. A ideia é possibilitar à CVM dar o peso regulatório proporcional ao tamanho da empresa*” (cf. Nota do Ministério da Economia. Disponível em: <http://www.economia.gov.br/noticias/2019/04/governo-lanca-mudancas-para-pequenas-e-medias-empresas-abrirem-o-capital>. Acesso em: 27 jul. 2019)

do acolhimento de diversas emendas, incorporadas ao Projeto de Lei de Conversão n. 17/2019⁷¹⁰.

Nesse contexto, foram oferecidas duas emendas ao dispositivo em questão, e acolhida apenas uma delas, para restringir a competência outorgada nesse ponto à CVM pela Medida Provisória n. 881/2019, em resultado da qual o artigo 294-A passaria a adotar a seguinte redação⁷¹¹:

“Art. 294-A. A Comissão de Valores Mobiliários, por meio de regulamentação, poderá dispensar exigências previstas nesta Lei, para companhias que definir como de pequeno e médio porte, de forma a facilitar o acesso ao mercado de capitais, ressalvado o que dispõe o art. 289 desta Lei, o art. 1º da Lei n. 13.818, de 24 de abril de 2019, e o disposto no art. 19 da Lei n. 13.043, de 13 de novembro de 2014.”

A emenda acolhida fora oferecida pela Deputada Celina Leão, que considerara “*inconveniente*” a amplitude da competência regulamentar atribuída pelo dispositivo à CVM⁷¹². No entanto, a ressalva proposta, e acolhida, teve escopo restrito à preservação de medidas legislativas recentes, sob o argumento de terem sido aprovadas com os mesmos objetivos de simplificação e desburocratização. Mais especificamente, a ressalva se referia a dois atos que atualizaram o marco regulatório no tocante às publicações ordenadas pela Lei n. 6.404/1976: (i) a Lei n. 13.043/2014, que instituiu regime simplificado de publicações

⁷¹⁰ Das 301 emendas oferecidas, 126 foram parcial ou integralmente acolhidas, levando a considerável ampliação de escopo. O Projeto de Lei de Conversão n. 17/2019 propunha a promoção de novas alterações à Lei n. 6.404/1976, especialmente no tocante à disciplina das debêntures e às hipóteses de conflitos de interesse, e até mesmo à Lei n. 6.385/1976, no tocante às notas comerciais.

⁷¹¹ Cf. artigo 33 do Projeto de Lei de Conversão n. 17/2019. Parece-nos que o artigo 294-A, com a redação dada pela Medida Provisória n. 881/2019, encerrou um equívoco ao empregar o termo *regulamento* para referir-se ao meio de dispensa de exigências pela CVM. Tanto assim que, no Projeto de Lei de Conversão n. 17/2019, o termo foi eliminado e substituído para referir-se à *regulamentação* da matéria pela CVM.

⁷¹² Cf. Emenda modificativa n. 55, oferecida pela Deputada Celina Leão: “*Ainda que a redação alvitrada para o art. 294-A tenha por objetivo facilitar a simplificação e modernização das exigências legais, que cercam a criação ou a gestão e as relações de mercado das sociedades anônimas, de modo geral ou tendo em vista o porte dessas empresas, há que considerar a preexistência de legislações recentes que também visaram tais objetivos e já tornaram realidade a desburocratização e atualização do marco regulatório que lhes é aplicável. Tais as alterações no tocante às publicações ordenadas pela Lei das S/A, aprovadas tanto pela Lei n. 13.043, de 2014, que instituiu regime simplificado de publicações para as sociedades anônimas que atendessem aos requisitos do art. 16 da mesma Lei, quanto pela Lei n. 13.818/19, que ampliou regime análogo para as companhias em geral. Trata-se, assim, de conquistas que devem ser preservadas, porquanto mereceram ampla acolhida de ambas as Casas congressuais. (...) Entretanto, além da inconveniente amplitude da competência regulamentar atribuída à CVM, há que ressaltar alterações recentes já introduzidas no marco legal societário, justamente na linha da desejada simplificação ou desburocratização e modernização, para o cumprimento de diferentes obrigações legais. (...)*”

para as companhias que atendam aos requisitos de seu artigo 16⁷¹³, e (ii) a Lei n. 13.818/2019, que alterou o artigo 289 da lei societária para ampliar a simplificação do regime de publicações para as companhias em geral a partir de 2022⁷¹⁴. Ou seja, a ressalva não atacou ou produziu alteração estrutural no tocante à amplitude da competência conferida nesse ponto à CVM.

A segunda emenda proposta, e posteriormente rejeitada, no âmbito da referida comissão mista, também teve por foco preocupação com a amplitude dos poderes conferidos à CVM. Porém, como solução, propunha a supressão do artigo 294-A⁷¹⁵:

“A Medida Provisória n. 881/2019, apesar estabelecer um debate relevante, deve ser vista com ponderação no que diz respeito às alterações propostas aos textos legais já vigentes, analisando-se individualmente o mérito dos possíveis impactos de cada uma de suas mudanças. Os poderes delegados à CVM devem ser específicos. A delegação de poder amplo e irrestrito possibilita que a CVM tenha poder para derrogar toda a legislação referente às sociedades anônimas, caracterizando a diminuição da capacidade legislativa do Congresso Nacional.”

⁷¹³ Cf. artigos 16 e 19 da Lei n. 13.043/2014: “Art. 16. Fica isento de imposto sobre a renda o ganho de capital auferido por pessoa física, até 31 de dezembro de 2023, na alienação, realizada no mercado à vista de bolsas de valores, de ações que tenham sido emitidas por companhias que, cumulativamente: I - tenham as suas ações admitidas à negociação em segmento especial, instituído por bolsa de valores, que assegure, por meio de vínculo contratual entre a bolsa e o emissor, práticas diferenciadas de governança corporativa, contemplando, no mínimo, a obrigatoriedade de cumprimento das seguintes regras: (...); II - tenham valor de mercado inferior a R\$ 700.000.000,00 (setecentos milhões de reais): (...); III - tenham receita bruta anual inferior a R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais), apurada no balanço consolidado do exercício social: (...); e IV - em que se verifique distribuição primária correspondente a, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) do volume total de ações de emissão pela companhia: (...).”; “Art. 19. As publicações ordenadas pela Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, das companhias que atendam aos requisitos estabelecidos no art. 16 serão feitas por meio do sítio na internet da Comissão de Valores Mobiliários e da entidade administradora do mercado em que as ações da companhia estiverem admitidas à negociação.”

⁷¹⁴ Cf. artigo 1º da Lei n. 13.818/2019: “Art. 1º O caput do art. 289 da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas), passa a vigorar com a seguinte redação: “Art. 289. As publicações ordenadas por esta Lei obedecerão às seguintes condições: I – deverão ser efetuadas em jornal de grande circulação editado na localidade em que esteja situada a sede da companhia, de forma resumida e com divulgação simultânea da íntegra dos documentos na página do mesmo jornal na internet, que deverá providenciar certificação digital da autenticidade dos documentos mantidos na página própria emitida por autoridade certificadora credenciada no âmbito da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileiras (ICP-Brasil); II – no caso de demonstrações financeiras, a publicação de forma resumida deverá conter, no mínimo, em comparação com os dados do exercício social anterior, informações ou valores globais relativos a cada grupo e a respectiva classificação de contas ou registros, assim como extratos das informações relevantes contempladas nas notas explicativas e nos pareceres dos auditores independentes e do conselho fiscal, se houver.” De acordo com o artigo 3º do mesmo diploma, o artigo 1º entrará em vigor apenas em 1º de janeiro de 2022. Logo em seguida, a Medida Provisória n. 892/2019, adotada em 5 de agosto de 2019, conferiu nova redação ao artigo 289 da Lei n. 6.404/1976 e revogou os regimes especiais de publicação do artigo 19 da Lei n. 13.043/2014 e do artigo 1º da Lei n. 13.818/2019. No entanto, o prazo de vigência dessa medida se encerrou em 3 de dezembro de 2019, sem a conversão em lei.

⁷¹⁵ Cf. Emenda modificativa n. 118, oferecida pelo Deputado Eduardo Cury.

Em agosto de 2019, a Medida Provisória n. 881/2019 foi submetida a discussão em plenário na Câmara dos Deputados e foram votados diversos destaques. Como resultado, o seu conteúdo foi significativamente reduzido em relação ao Projeto de Lei de Conversão n. 17/2019. Notadamente, foi excluído desse projeto o dispositivo que incluía (ou melhor, mantinha) o artigo 294-A na Lei n. 6.404/1976⁷¹⁶. Por fim, o Projeto de Lei de Conversão n. 21/2019 foi discutido e aprovado no âmbito do Senado Federal e recebeu sanção presidencial em setembro de 2019, passando a vigorar como Lei n. 13.874/2019.

Paralelamente, esgotou-se o prazo de vigência da Medida Provisória n. 881/2019. Portanto, deixaram de produzir efeitos as alterações por ela promovidas, inclusive quanto ao artigo 294-A da Lei n. 6.404/1976.

Consequentemente, não há mais autorização genérica – ou fundamento, a nosso ver – na Lei n. 6.404/1976 para que a CVM dispense exigências individuais, de modo a criar uma disciplina própria, adaptada para as companhias de pequeno e médio porte, no intuito de facilitar o acesso dessas empresas ao mercado de capitais.

2.3.4 Considerações finais

Não obstante o acima exposto, considerando a relevância da iniciativa que vigorou no prazo da Medida Provisória n. 881/2019, e a possibilidade de o assunto vir a ser retomado no futuro próximo, oferecemos algumas considerações finais sobre a matéria.

Em primeiro lugar, nota-se que o escopo do mandato confiado à CVM por meio do artigo 294-A era consideravelmente amplo, visto que não traçava qualquer limitação quanto às exigências que poderiam ser dispensadas⁷¹⁷. Mesmo a emenda acolhida no curso do processo legislativo era meramente pontual, e não promovia limitação estrutural a essa competência.

⁷¹⁶ A única alteração à Lei n. 6.404/1976 mantida no projeto de lei de conversão encaminhado ao Senado Federal propunha a alteração do artigo 85 para dispensa de assinatura de lista ou boletim de subscrição. A redação final não incluiu qualquer proposta de alteração à Lei n. 6.385/1976. Também deixou de fora a autorização outrora proposta para que as sociedades limitadas emitam debêntures como instrumento de captação. (cf. Medida Provisória nº 881-B/2019 - Projeto de Lei de Conversão nº 21/2019)

⁷¹⁷ Além disso, o artigo 294-A não incorporava a definição legal de microempresa ou empresa de pequeno porte, ou qualquer outra definição pré-estabelecida; ao contrário, deixava a CVM livre para adotar definição própria de pequenas e médias empresas e assim definir o universo de beneficiários desse regime diferenciado. Garantiu assim maior liberdade à CVM, inclusive para ajustar essa definição sem depender de prévia alteração legal. Nesse ponto, estava o dispositivo em questão alinhado às iniciativas regulatórias mais recentes da CVM no tocante à disciplina das companhias conforme o seu porte (vide item 2.3.1).

Ao contrário, fez-se então, por meio da Medida Provisória n. 881/2019, o que talvez tenha pretendido, e não feito, o legislador no âmbito da Lei n. 10.303/2001. A expressa autorização para o afastamento, pela CVM, de exigências da própria lei societária para as pequenas e médias empresas, contrasta com a autorização dada à CVM para a criação de diferentes categorias de registro e a especificação das normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria antes analisada. Afinal, o dispositivo que trata das categorias de companhia aberta não inclui a mesma permissão expressa para dispensa de exigências da lei societária.

Cabe inquirir quais seriam essas exigências que a CVM poderia dispensar para as pequenas e médias empresas, tivesse sido mantido o artigo 294-A. E ainda, se essa teria sido a solução mais adequada para os problemas examinados neste Capítulo no tocante aos desafios à adaptação da disciplina das companhias abertas para a criação de regimes mais flexíveis e adequados às suas diferentes características.

Quanto ao primeiro ponto, nota-se, por um lado, que o artigo 294-A se referia, genericamente, a exigências da lei societária, não restringindo o mandato da CVM nem mesmo às exigências aplicáveis às companhias abertas.

Com efeito, o artigo 294-A foi inserido sem qualquer coordenação com as normas sobre registro de companhia aberta da Lei n. 6.404/1976. Constava tal dispositivo, como disposição geral, de um dos últimos capítulos da lei, enquanto as normas sobre registro estão concentradas em seu primeiro capítulo⁷¹⁸.

À primeira vista, essas constatações poderiam levar à conclusão – a nosso ver, apressada – de que o mandato da CVM no tocante às pequenas e médias empresas era ainda mais amplo, ou seja, não limitado às exigências estabelecidas em sede regulamentar, e nem mesmo às exigências legais aplicáveis às companhias abertas.

Por outro lado, cumpre notar que ao mandato confiado à CVM por meio do artigo 294-A foi imposta finalidade específica, qual seja, de “*facilitar o acesso ao mercado de capitais*”. Assim sendo, entende-se que a melhor e mais restritiva interpretação do artigo 294-A levaria à conclusão de que os poderes outorgados à CVM de dispensa de exigências da lei societária estavam limitados por aquela finalidade, e, conseqüentemente, restritos à dispensa de exigências aplicáveis em decorrência da autorização para o acesso ao mercado – ou seja, aplicáveis às companhias abertas.

⁷¹⁸ Ressalva-se nesse ponto a crítica feita quanto à opção por incluir não na Lei n. 6.385/1976, mas na Lei n. 6.404/1976, as novas regras sobre registro, por ocasião da reforma de 2001 (vide Capítulo 3 da Parte I).

A interpretação contrária, no sentido de que o artigo 294-A teria autorizado a CVM a dispensar, para as pequenas e média empresas, exigências aplicáveis às companhias fechadas, ou a todas as companhias, estabelecendo, assim, um *tertium genus* dentro da lei societária, não nos parece compatível com a finalidade antes mencionada, nem com a sistemática interna do diploma.

Por último, e dentro de um panorama mais amplo, é interessante observar como a Medida Provisória n. 881/2019 se insere no quadro de tensão entre a maior abertura e os estímulos ao desenvolvimento econômico, de um lado, e a proteção dos investidores, de outro, que os diplomas legais analisados neste trabalho pretendem conciliar⁷¹⁹. Sob a ótica dessas finalidades, cumpre ponderar se a solução que propunha a Medida Provisória n. 881/2019 com a inclusão do artigo 294-A na Lei n. 6.404/1976 seria a mais adequada.

Em nossa opinião, a solução adotada, e depois abandonada, de outorgar à CVM ampla competência para dispensar exigências da própria lei, como alternativa à alteração pontual da Lei n. 6.404/1976, era questionável, a começar pelo fato de ter sido proposta por meio de Medida Provisória, e não por projeto de lei sujeito ao rito regular de apreciação no âmbito do Poder Legislativo com todas as garantias e possibilidade de maior participação popular.

Com isso não se quer dizer que iniciativas no sentido de fomentar o mercado de acesso não sejam bem-vindas, quanto menos propor uma ampla revisão da Lei n. 6.404/1976. Contudo, a rigidez da estrutura regulatória imposta às companhias abertas e sua repercussão – especialmente diante do movimento de *erosão* das fronteiras externas da disciplina examinado no Capítulo 3, a seguir – é tema que nos parece requerer cuidadosa consideração⁷²⁰.

⁷¹⁹ Defendia o parecer da referida comissão mista que o movimento então promovido em prol da liberdade econômica não significaria redução de direitos coletivos, difusos ou individuais homogêneos, de modo que o desenvolvimento econômico esperado a partir da adoção das medidas determinadas no bojo da Medida Provisória n. 881/2019 não se daria às custas da proteção atualmente garantida a trabalhadores, consumidores e outros agentes. *In verbis*: “A importância da MPV 881 reside exatamente nesta quebra de paradigmas. O Estado deve abrir caminho para as liberdades econômicas, para a iniciativa privada, sem que isso signifique absolutamente nenhum receio relativamente à proteção hoje destinada aos direitos coletivos, difusos e individuais homogêneos. A lei brasileira destina a tais direitos uma proteção adequada, igual à vigente nos países de economia mais avançada e estável. O aperfeiçoamento do direito brasileiro não é a redução dessa proteção. É, ao contrário, o aumento da proteção às liberdades econômicas, à livre iniciativa. E como não há antagonismo entre esses vetores, é plenamente possível um jogo de ganha-ganha, em favor tanto das liberdades econômicas como da manutenção do atual nível de proteção dos direitos coletivos, difusos e individuais homogêneos.” (cf. Parecer n. 1, de 2019-CN)

⁷²⁰ Mais uma vez, é pertinente nesse ponto a crítica de Pitta: “Não obstante a inegável qualidade e valor do elaborado sistema legal instituído pela Lei n. 6.404/1976, a disciplina das sociedades por ações, por aqui, é marcada por uma forte rigidez em relação a determinadas matérias relacionadas à alocação de direitos

Em especial, entendemos merecer ponderação a solução proposta por meio da referida Medida Provisória. Tal solução não nos parece ter sido a mais adequada, sob a ótica da promoção de segurança jurídica e, até mesmo, de preservação da sistematicidade do diploma legal. Por afetar o sensível equilíbrio da Lei n. 6.404/1976 entre a proteção de investidores e a promoção de desenvolvimento do mercado, exige cuidado qualquer iniciativa nesse sentido. A amplitude aguda do referido dispositivo autorizando a CVM – instância regulatória inferior – a afastar a aplicação de normas hierarquicamente superiores destoa dos demais dispositivos que garantem à CVM margem de adequação (por exemplo, por meio da redução de quóruns específicos) ou de dispensa de requisitos específicos (até mesmo da dispensa de registro), e poderia suscitar dúvida quanto à validade formal de atos por meio dos quais a CVM exercesse tal prerrogativa. Nota-se assim os pontos de conexão, notadamente quanto à semelhante discussão enfrentada, quanto à limitação de alcance da autorização para a regulamentação das categorias de registro.

*políticos e econômicos, estrutura decisória e administrativa e regime de destinação de resultados, que integram aquele conjunto de regras estruturais e distributivas em relação às quais uma maior autonomia privada seria bastante útil na configuração dos arranjos econômicos subjacentes às relações entre empreendedores e investidores e que se conformam no bojo do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários. Tal realidade, sem dúvidas, é reflexo dos pressupostos subjacentes à elaboração de tal diploma legal. A Lei n. 6.404/76 adotou declaradamente como premissa que apenas companhias em estágio avançado de desenvolvimento estariam aptas e dispostas a captar recursos publicamente por meio do mercado de valores mobiliários. Assumiu também, que tais operações tenderiam tipicamente a envolver amplo apelo à poupança popular, montantes consideráveis de recursos e teriam por objeto um grupo heterogêneo de investidores – composto, inclusive, por parcela de investidores sem especialização ou sofisticação financeiras – e que apenas estariam adequadamente protegidos por meio da imposição de um conjunto substancial de normas cogentes que, por um lado, previnem potenciais abusos praticados por controladores e administradores, mas, por outro, retiram importante grau de maleabilidade na configuração da sociedade. (...) A partir dessas considerações, parece útil 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 à necessidade 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.” (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 292-294)*

CAPÍTULO 3

FRONTEIRAS EXTERNAS

Este Capítulo dedicar-se-á à análise de certas exceções ao sistema dual de registro, tomando por base o estudo sobre o registro e sua relevância quanto à determinação do alcance – das *fronteiras externas*, por assim dizer – da disciplina jurídica da companhia aberta, desenvolvido no Capítulo 1 desta Parte II. Notadamente, examinar-se-á a repercussão para esse fim (i) da dispensa dos registros de emissor e de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, com foco nas dispensas automáticas de registro garantidas para as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos e para as ofertas públicas de *crowdfunding* de investimento, e (ii) da disciplina das companhias incentivadas, fundada em sistema de registro paralelo. Com isso, pretende-se analisar como esses institutos contribuíram para o movimento identificado no Capítulo 2 desta Parte II, de paulatino afastamento da antiga dicotomia entre companhias abertas e fechadas, centrada na concepção de que o acesso ao mercado era privativo das primeiras. Dessa forma, dar-se-á continuidade à tentativa de identificação dos novos caminhos e tendências no tocante à disciplina jurídica das companhias abertas *vis-à-vis* o objeto e a estrutura originais dessa disciplina examinados na Parte I.

3.1 Notas preliminares: mais uma vez, um problema de origem

3.1.1 Exceções ao sistema dual de registro

Como vimos, a Lei n. 6.385/1976 estabelece sistema dual de registro, fundado em duas regras gerais consagradas por aquele diploma: a primeira, de que “[s]omente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão” (artigo 21, §1º); e a segunda, de que “[n]enhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão” (artigo 19, *caput*)⁷²¹.

⁷²¹ Em paralelo, a Lei n. 6.404/1976 repete essas regras gerais ao dispor que “[s]omente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado

Uma vez examinados os contornos e as funções desse sistema de registros no Capítulo 1 desta Parte II, bem como seu posterior detalhamento no tocante à criação de categorias de registro, no Capítulo 2, interessam-nos agora duas situações em particular que se apresentam como *exceções* a esse sistema. Com isso queremos dizer que essas situações, ou institutos jurídicos, fogem à lógica de que o acesso ao mercado de valores mobiliários brasileiro estaria inteiramente circunscrito pelas duas regras gerais antes mencionadas, e, por conseguinte, necessariamente sujeito à disciplina jurídica incidente a partir da admissão à negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia.

Em comum, ambos esses institutos têm por fundamento principal normas adotadas no âmbito da reforma de 1976 ou que a precederam – motivo pelo qual são referidos como problemas de origem. Portanto, não são temas novos, e sim da época ou mesmo anteriores ao delineamento da disciplina jurídica da companhia aberta, com relevantes desdobramentos recentes.

Como veremos, esses institutos representam soluções que, por um lado, podem ser vistas sob certos ângulos como problemáticas, especialmente em se tratando da coerência e sistematicidade do arcabouço normativo sobre a companhia aberta. Por outro, não é menos verdade que tiveram por efeito prático permitir efetiva expansão do acesso ao mercado de valores mobiliários brasileiro. Essa expansão ocorreu em paralelo aos esforços de edificação de *fronteiras internas* analisados no Capítulo anterior, e tem relação próxima com o projeto de ampliação do mercado brasileiro a emissores de menor porte. Com efeito, a nosso ver, essa expansão ocorreu à margem (ou melhor, no entorno) da disciplina jurídica da companhia aberta, levando a um movimento quase que de *erosão* das *fronteiras externas* dessa disciplina, pelos motivos que exporemos a seguir.

3.1.2 Uma face do problema: dispensa de registro

Inicialmente, este Capítulo concentrar-se-á nas hipóteses de dispensa dos registros de emissor e de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de que tratam os artigos 21 e 19 da Lei n. 6.385/1976.

Como veremos a seguir, a possibilidade de dispensa de registro foi prevista na Lei n.

de valores mobiliários” (artigo 4º, §1º); e que “[n]enhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários” (artigo 4º, §2º).

6.385/1976, delegando-se à CVM a faculdade de conceder essa dispensa por meio da expedição de normas próprias.

Recentemente a CVM passou a aplicar essa dispensa de maneira mais frequente, em casos específicos, como naqueles das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos e das ofertas públicas de *crowdfunding* de investimento. Essas alternativas de acesso ao mercado têm demonstrado notória popularidade⁷²², consolidando a dispensa de registro como importante instrumento de política regulatória. Nesse contexto, a CVM passou a permitir o acesso ao mercado por companhias não previamente registradas como emissoras de valores mobiliários, em regime excepcional.

Contudo, a possibilidade de dispensa de registro foi prevista em lei sem maior detalhamento quanto aos seus efeitos. Notadamente, no tocante ao registro de emissor de valores mobiliários, o acesso ao mercado por companhias não registradas nas hipóteses em que esse registro é dispensado suscita discussão em torno de seu enquadramento sob a definição legal de companhia aberta.

Se, por um lado, a submissão dos respectivos emissores à disciplina jurídica da companhia aberta poderia comprometer a efetividade desses mecanismos, enquanto instrumentos de política regulatória a permitir a simplificação e a redução dos custos associados à promoção de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, por outro, a posição contrária desafia a lógica original do tratamento dicotômico de companhias abertas e fechadas, tornando ainda mais complexa essa taxonomia. Além disso, apresenta novos desafios no tocante à disciplina dessas companhias não registradas que acessam o mercado sob dispensa de registro.

Nesse cenário, impõe-se a indagação quanto a se essas companhias não registradas, que acessam o mercado de valores mobiliários brasileiro por meio de dispensa de registro, estão – ou deveriam estar – submetidas à disciplina jurídica da companhia aberta. A resposta *de lege data* pode levar a conclusão controversa *de lege ferenda*, sendo, de todo modo, importante que se promova segurança jurídica para o considerável número de companhias brasileiras que atualmente se encontram nessa situação.

⁷²² Vide Capítulo 3 da Parte I, item 3.4.

3.1.3 Outra face do problema: registro paralelo

Em seguida, este Capítulo dedicar-se-á à análise de situação diversa, porém também relacionada ao sistema dual de registros. Trata-se da disciplina das sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, aqui referidas como companhias incentivadas.

Como veremos a seguir, a origem do sistema de incentivos de que se valem as companhias incentivadas é anterior à promulgação da Lei n. 6.404/1976, que a elas dedicou tratamento tímido. A posterior disciplina do chamado mercado de títulos e valores mobiliários incentivados e a regulamentação do tema pela CVM instituíram, para essas companhias, um universo próprio, calcado em sistema de registro paralelo. Esse sistema coexiste – em convivência pouco harmoniosa, a nosso ver – com o sistema dual de registros das companhias abertas.

O registro de companhia incentivada atrai disciplina própria, da qual ficam excetuadas as companhias registradas como abertas. Tal como a dispensa de registro, apresenta questões interessantes. Isso porque, apesar de as normas sobre esse registro expressamente declararem que aquelas assim registradas não são consideradas companhias abertas, não são de fácil conciliação com as normas sobre o registro de companhia aberta.

Apesar de os números mais recentes referentes à participação das companhias incentivadas no mercado brasileiro apontarem para um retração desse universo, entendemos que ainda assim o tema merece análise, como dado histórico do esforço empreendido no sentido de admitir exposição restrita ao mercado sem a automática submissão à disciplina legal de companhia aberta, mais uma vez afastando-se da lógica original de tratamento dicotômico das companhias. A disciplina das companhias incentivadas torna ainda mais complexa essa taxonomia e oferece interessantes reflexões ao estudo das *fronteiras externas* da disciplina jurídica da companhia aberta, como veremos a seguir.

3.2 Disciplina das companhias que acessam o mercado sob dispensa de registro

3.2.1 Dispensa de registro (artigos 19, §5º e 21, §6º da Lei n. 6.385/1976)

Como vimos na Parte I deste trabalho, antes da promulgação da Lei n. 6.385/1976, a Lei n. 4.728/1965 determinava o registro, perante o BACEN, das pessoas jurídicas de direito

privado, como condição à negociação de valores mobiliários de sua emissão em bolsa de valores (artigo 19), assim como à distribuição pública de valores mobiliários (artigo 21).

Sob o regime anterior, atribuía-se ao CMN competência para expedir normas gerais sobre o registro das pessoas jurídicas de direito privado, inclusive sobre “*casos em que o Banco Central poderá recusar, suspender ou cancelar o registro*” (artigo 20, inciso III). E ainda, a própria Lei n. 4.728/1965 delimitava as hipóteses em que o BACEN poderia suspender ou proibir a distribuição de valores mobiliários (artigo 21, §3º). Não havia, contudo, no antigo diploma ou na Resolução n. 88/1968, que regulamentou o tema, menção à possibilidade de dispensa de registro⁷²³.

Esse quadro foi alterado com a reforma de 1976. Diz a Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/1976 que o conceito então inaugurado de companhia aberta se ajustava à Lei n. 4.728/1965⁷²⁴. Com efeito, manteve-se a exigência de registro sob sistema dual, com algumas distinções. Notadamente, e diferentemente da Lei n. 4.728/1965, a Lei n. 6.385/1976 passou a prever a possibilidade de dispensa de registro.

Nesse sentido, ao disciplinar o registro de distribuição pública de valores mobiliários, o artigo 19 da Lei n. 6.385/1976 atribuiu à CVM competência para expedir normas para a execução do disposto naquele artigo, podendo “*definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor*” (inciso I do §5º do artigo 19). A parte final do dispositivo parece denotar preocupação por parte do legislador com o futuro exercício dessa dispensa, tendo em vista a importância que o registro assume como mecanismo de proteção dentro do sistema da lei.

Semelhantemente, ao disciplinar o registro de emissor de valores mobiliários, o artigo 21 da Lei n. 6.385/1976 atribuiu à CVM competência para expedir normas para a execução do disposto naquele artigo, especificando “*casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados*” (inciso I do §6º do artigo 21)⁷²⁵. Apesar de não ter sido

⁷²³ Todavia, a Resolução n. 88/1968 permitia a dispensa e estabelecia procedimentos alternativos e simplificados para hipóteses excepcionais, de distribuições promovidas por empresas com sede e atividade em regiões consideradas pelo BACEN como afastadas dos centros de mercado de capitais e que não objetivassem sua transformação em sociedades anônimas de capital aberto. Nessas hipóteses, eram dispensados os procedimentos ordinários do registro de distribuição de valores mobiliários, e sua substituição por procedimento alternativo de comunicação (itens XVIII e XIX).

⁷²⁴ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

⁷²⁵ Adicionalmente, vale notar que, para André Pitta, o §2º do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976, segundo o qual “[o] registro do art. 19 importa registro para o mercado de balcão, mas não para a bolsa ou entidade de

repetida aqui a condicionante do dispositivo anterior, referente ao “*interesse do público investidor*”, entendemos que a atuação da CVM fica, todavia, condicionada às finalidades do artigo 4º da mesma lei no exercício dessa dispensa.

Ambos esses dispositivos constaram da redação original da Lei n. 6.385/1976, e foram mantidos nas reformas posteriores. Ou seja, o diploma inovou ao prever a possibilidade de dispensa desses registros, sem, contudo, explicitar as consequências da dispensa nessas situações. Os comentários à previsão legal de dispensa de registro costumam saudar a possibilidade de afastamento, pela CVM, do regime informacional ordinariamente aplicável, quando essa proteção não se fizer necessária, como uma demonstração de equilíbrio da Lei n. 6.385/1976⁷²⁶. Não obstante, como vimos, essa não é a única função atrelada ao registro. Em especial, não tratou a lei de esclarecer como a dispensa de registro se concilia com a definição legal de companhia aberta e se constitui ou não *admissão à negociação* para esse fim. Em essência, essa timidez da previsão legal de possibilidade de dispensa de registro está no cerne do problema analisado neste Capítulo.

3.2.2 Regulamentação da dispensa de registro pela CVM

3.2.2.1 Histórico regulatório

Nas primeiras décadas de vigência da Lei n. 6.385/1976, a dispensa de registro foi exercida de maneira meramente pontual pela CVM, sem maior repercussão prática. Somente passou a ser empregada de maneira mais intensa e sistemática a partir da edição da Instrução CVM n. 400/2004, no tocante à dispensa automática do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, e a partir da expedição das Instruções CVM n. 476/2009 e 480/2009,

mercado de balcão organizado”, deve ser entendido como uma hipótese legal de dispensa do registro de emissor, em acréscimo às demais hipóteses de dispensa de registro definidas pela CVM. (cf. PITTA, André Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 448)

⁷²⁶ “Mas a Lei n.º 6.385/76, em mais uma demonstração de seu festejado equilíbrio, estabeleceu que ambos os registros, cujo objetivo é atestar que as informações exigidas pela regulamentação foram prestadas na extensão e na qualidade desejada, podem ser objeto de dispensa pela CVM, justamente por reconhecer que, em determinadas situações, a proteção que se almeja conferir aos investidores por meio do registro pode ser obtida autonomamente, não justificando os custos da intervenção do Estado no processo de captação de recursos por meio do mercado de capitais” (REBELLO, Carlos. PITTA, André Grunspun. Instrução CVM 476 – Dez anos de liberdade com responsabilidade. In: *Jota*. Disponível em: https://www.jota.info/paywall/redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/instrucao-cvm-476-dez-anos-de-liberdade-com-responsabilidade-18022019. Acesso em: 05 set. 2019)

no tocante à dispensa automática do registro de emissor de valores mobiliários.

Antes disso, a Instrução CVM n. 88/1988 – posteriormente revogada pela Instrução CVM n. 400/2004 – previa a possibilidade de dispensa, pela CVM, do registro de distribuição pública secundária, em hipóteses específicas⁷²⁷. Além do mais, a CVM estabelecera certas hipóteses de dispensa do registro de emissor de valores mobiliários, como, por exemplo, no caso de colocação pública de notas promissórias, na forma da Instrução CVM n. 155/1991⁷²⁸, e para emissores de valores mobiliários objeto de certificados de depósitos de programa de BDR Patrocinado de Nível I e de Nível II da Instrução CVM n. 255/1996⁷²⁹. Soma-se a isso a

⁷²⁷ A Instrução CVM n. 88/1988 previa a possibilidade de dispensa de registro pela CVM de distribuição pública secundária para venda, promessa de venda, oferta à venda ou aceitação de pedido de venda de qualquer quantidade de ações, na hipótese de utilização de métodos de negociação que traduzissem esforço de venda superior ao normal em qualquer operação de intermediação no mercado secundário (artigo 2º, §3º). Sobre essa hipótese, dispunha a respectiva nota explicativa: “*No inciso IV enquadram-se as operações em bolsa ou balcão, cuja principal característica é a existência do esforço de venda, utilizando-se o sistema de distribuição, intermediários mais bem remunerados, procedimentos especiais e propaganda, no intuito de viabilizar a colocação dos valores ofertados.*” (cf. Nota Explicativa da Instrução CVM n. 88/1988, p. 2)

⁷²⁸ A Instrução CVM n. 155/1991 – posteriormente revogada pela Instrução CVM n. 566/2015 – estabeleceu procedimento simplificado para a distribuição pública de notas promissórias, dispensando o registro de companhia aberta para colocação pública de notas promissórias previsto no artigo 12 da Instrução CVM n. 134/1990 (artigo 1º, inciso II). Em contrapartida, estabeleceu certas restrições para esses emissores, como a vedação à utilização de material publicitário e a fixação de valor unitário mínimo, com a intenção declarada de destinar esses títulos a investidores mais qualificados. Explicou a CVM à época: “*O propósito da regulamentação de registro prévio na CVM é o de garantir ao investidor o acesso a um conjunto de informações suficientes para avaliação das possibilidades de investimento que lhe estejam sendo oferecidas, sempre ponderando os custos decorrentes com os benefícios auferidos pelos investidores. Assim, acreditando que investidores de grande porte detêm meios próprios de obter as informações necessárias à sua decisão de investimento, a CVM está dispensando do atendimento aos requisitos do registro da companhia emissora, bem como dos limites impostos pela regulamentação vigente às distribuições que sejam efetivadas sem esforço especial de divulgação e que tenham por objeto Notas Promissórias com valor mínimo de Cr\$ 100.000.000,00 (cem milhões de cruzeiros).*” (cf. Nota Explicativa da Instrução CVM n. 155/1991) O dispositivo que previa a dispensa desse registro foi revogado pela Instrução CVM n. 480/2009, que revogou também os artigos que disciplinavam esse registro da Instrução CVM n. 134/1990. Vale notar também que a Instrução CVM n. 422/2005 – também revogada pela Instrução CVM n. 566/2015 – disciplinou o registro de companhia emissora de NCA, previsto para a hipótese de companhia não registrada como aberta que pretendesse emitir exclusivamente NCA, e, nesse contexto, estabeleceu hipóteses específicas de dispensa daquele registro de emissor (cf. artigos 8º, 9º e 23 da Instrução CVM n. 422/2005, revogados pela Instrução CVM n. 480/2009). Esses dispositivos, também revogados pela Instrução CVM n. 480/2009, adotavam lógica muito semelhante àquela da norma sobre notas promissórias, tendo essa semelhança sido ressaltada no respectivo edital de audiência pública: “*Tais títulos são, por sua natureza, Notas Promissórias para distribuição pública, tendo sido adotada a nomenclatura de NCA para diferenciação da Notas Promissórias Comerciais, em razão dos distintos procedimentos de registro e das diversas características das condições dos títulos, melhor adaptados ao setor do agronegócio. (...) Propõe-se, em síntese, a dispensa do registro de companhia da emissora, do prospecto da distribuição e do relatório de agência classificadora de risco para emissões de Notas de valor unitário igual ou superior a R\$ 300 mil. A dispensa do registro de companhia exige que a NCA tenha prazo máximo de 270 dias, ou 9 meses.*” (cf. Edital de audiência pública n. 07/2005, p. 1) Ressalvava também a norma que a CVM poderia dispensar o respectivo registro de oferta pública e outros requisitos na forma da Instrução CVM n. 400/2003. Ao justificar a posterior revogação da Instrução CVM n. 422/2005 pela Instrução CVM n. 566/2015, comentou a CVM que ela não teve sucesso na prática, em grande parte devido às exigências daquela norma e ao procedimento nela estabelecido. (cf. Edital de audiência pública SDM n. 01/2015, p. 2)

⁷²⁹ A Instrução CVM n. 255/1996 – posteriormente revogada pela Instrução CVM n. 332/2000 – previu a dispensa de registro para companhias emissoras dos valores mobiliários objeto de certificados de depósitos

dispensa dos registros de emissor e da respectiva oferta pública de distribuição secundária em hipóteses específicas envolvendo a alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público nos termos da Instrução CVM n. 286/1998⁷³⁰.

A Instrução CVM n. 400/2003 passou a tratar da dispensa do registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de maneira mais sistemática, revogando a Instrução CVM n. 88/1988. Além de permitir a dispensa desse registro ou de requisitos específicos a critério da CVM⁷³¹, a Instrução CVM n. 400/2003 estabelece hipóteses de dispensa *automática*. Sobre o tema, Yazbek entende que as hipóteses de dispensa de registro ou de requisitos específicos da Instrução CVM n. 400/2003 – designadas como “*válvulas que permitem outorgar uma maior razoabilidade ao processo de registro de ofertas públicas de distribuição*” – se justificam “*porque nem sempre essa prestação de informações é essencial, tendo em vista as características de que uma oferta concreta pode revestir*”⁷³².

Foram originalmente beneficiadas com dispensa automática de registro as ofertas públicas de distribuição (i) de que tratava a referida Instrução CVM n. 286/1998; (ii) de lote único e indivisível de valores mobiliários⁷³³; e (iii) de valores mobiliários de emissão de empresas

BDR Patrocinado de Nível I e de Nível II (cf. artigo 3º, §1º, inciso I, (c) e inciso II, (b)). Ainda hoje, a Instrução CVM n. 332/2000 contempla dispensa de registro na primeira hipótese (cf. artigo 3º, §1º, inciso I, (c)).

⁷³⁰ A Instrução CVM n. 286/1998 – posteriormente revogada pela Instrução CVM n. 595/2018, que transferiu a disciplina do tema para as Instruções CVM n. 400 e 480/2009 – permitiu a dispensa de ambos os registros, de emissor e de oferta pública de distribuição secundária de valores mobiliários, em hipóteses específicas envolvendo a alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de Direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público, por meio de leilão especial, em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado. Aquelas dispensas não se aplicavam a ofertas voltadas à dispersão das ações junto ao público em geral (artigo 1º, § único), e ficavam sujeitas a requisitos específicos, inclusive a aprovação prévia do edital pela CVM (artigos 3º e 4º).

⁷³¹ Nesse ponto, permite o artigo 4º da Instrução CVM n. 400/2003 que a CVM dispense, a seu critério, o registro ou certos requisitos dessas ofertas (tais como divulgações, prazos e procedimentos), considerando as características da oferta e “*sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor*”. É curioso notar que a norma lista certas condições especiais que a CVM levará em consideração ao avaliar os pedidos de dispensa, e esse rol originalmente incluía “*a categoria do registro de companhia aberta (art. 4º, § 3º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976)*” (cf. artigo 4º, §1º, inciso I – revogado pela Instrução CVM n. 482/2010, em esforço de adequação ao regime da Instrução CVM n. 480/2009), e permite que, em caso de deferimento, a CVM imponha restrições à negociação dos valores mobiliários em mercados regulamentados (cf. artigo 4º, §5º – inserido pela Instrução CVM n. 482/2010). Isso posto, este Capítulo concentrar-se-á nas hipóteses de dispensa automática de registro instituídas pela CVM, especialmente nas duas hipóteses antes mencionadas (vide itens 3.2.2.2 e 3.2.2.3, a seguir), ressalva a possibilidade de dispensa de registro pela CVM em hipóteses outras, a seu critério, em vista do caso concreto.

⁷³² Cf. YAZBEK, Otavio. “Em busca de um regime para os private placements no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. In: BOTREL, Sérgio. BARBOSA, Henrique. (coords.) *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 176-177.

⁷³³ A CVM posteriormente limitou essa dispensa, ao estabelecer que não pode ser reutilizada pelo mesmo ofertante em relação a uma mesma espécie de valores mobiliários de um mesmo emissor dentro do prazo de

de pequeno porte e de microempresa. Contudo, como vimos, as microempresas e empresas de pequeno porte foram posteriormente excluídas desse rol⁷³⁴ e a disciplina da antiga Instrução CVM n. 286/1998 foi incorporada à Instrução CVM n. 400/2003⁷³⁵. De todo modo, as ofertas realizadas sob dispensa automática de registro na forma da Instrução CVM n. 400/2003 têm tido pouca representatividade no universo de ofertas públicas⁷³⁶.

A Instrução CVM n. 476/2009, examinada em maior detalhe adiante no item 3.2.2.2, instituiu as chamadas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos e beneficiou essa nova modalidade de oferta com dispensa automática de registro de distribuição. Permitiu-se a oferta e posterior negociação, sob determinadas restrições, de algumas espécies de valores mobiliários de emissores não registrados. Notadamente, uma das principais restrições a que essa modalidade de oferta fica sujeita diz respeito ao universo de destinatários, limitado a investidores profissionais, no que se pode notar certa semelhança com a lógica que pautou hipóteses de dispensa anteriores.

Por fim, a partir da Instrução CVM n. 480/2009, a CVM passou a dedicar capítulo próprio à dispensa automática do registro de emissor de valores mobiliários. O rol de emissores assim contemplados era originalmente composto por (i) emissores estrangeiros cujos valores mobiliários servissem de lastro para programas de certificados de depósito de valores mobiliários – BDR Nível I, patrocinados ou não; (ii) emissores de CEPAC; (iii) emissores de certificados de investimento relacionados à área audiovisual cinematográfica brasileira; (iv) microempresas; e (v) empresas de pequeno porte. Desde então, diversas foram as reformas promovidas à Instrução CVM n. 480/2009. Além da exclusão das microempresas e empresas de pequeno porte⁷³⁷, foram incluídos nesse mesmo rol (vi) os emissores de letras

quatro meses contados da data do encerramento da oferta (artigo 5º, §1º da Instrução CVM n. 400/2003). Esse limite foi introduzido pela Instrução CVM n. 482/2010, para harmonizar a Instrução CVM n. 400/2003 com a Instrução CVM n. 476/2009 (cf. Edital de audiência pública CVM n. 01/09).

⁷³⁴ Sobre o tema, ver item 2.3.1 do Capítulo 2 desta Parte II.

⁷³⁵ Consequentemente, o artigo 5º da Instrução CVM n. 400/2003 atualmente se refere às ofertas públicas de ações de propriedade da União, Estados, Distrito Federal, Municípios e demais entidades da administração pública que, cumulativamente, não objetivem colocação junto ao público em geral e sejam realizadas em leilão organizado por entidade administradora de mercado organizado, nos termos da Lei nº 8.666/1993.

⁷³⁶ Dados divulgados pela CVM indicam que nos últimos anos foram poucas e pouco representativas as ofertas públicas de distribuição realizadas sob dispensa de registro nos termos da Instrução CVM n. 400/2003, em comparação com as ofertas públicas de distribuição registradas nos termos da Instrução CVM n. 400/2003 e com as ofertas públicas com esforços restritos na forma da Instrução CVM n. 476/2009. No período de 2013 a 2019, há registro de apenas duas ofertas desse tipo em 2013 e três ofertas desse tipo em 2014, no volume total de R\$ 0.1 bilhões em cada ano. (cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020) Ainda sobre o tema: PITTA, André Grunspun. “Mercados de acesso: recentes evoluções”. In: BOTREL, Sérgio. BARBOSA, Henrique. (coords.) *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 422 *et seq.*

⁷³⁷ Sobre o tema, ver item 2.3.1 do Capítulo 2 desta Parte II.

financeiras distribuídas no âmbito de programa de distribuição contínua; (vii) os emissores de COE distribuídos sob dispensa de registro de oferta pública⁷³⁸; (viii) as sociedades cujas ações de propriedade da União, Estados, Distrito Federal e Municípios e demais entidades da Administração Pública sejam objeto de oferta pública de distribuição automaticamente dispensada de registro; e, por fim, (ix) as sociedades empresárias de pequeno porte emissoras de valores mobiliários distribuídos por meio de oferta pública em plataforma eletrônica de investimento participativo, de que trataremos no item 3.2.2.3, a seguir⁷³⁹.

Outras hipóteses de dispensa foram posteriormente estabelecidas por meio de normas paralelas⁷⁴⁰. Vale notar que, em diversos desses casos, a CVM, valendo-se da faculdade que lhe garante a Lei n. 6.385/1976, permite que os emissores cujo registro seja dispensado se organizem sob outras formas que não como sociedades anônimas⁷⁴¹.

Em comum, nota-se que as hipóteses de dispensa automática e não automática de registro de emissor e de oferta pública de distribuição de valores mobiliários revelam preocupação por parte da CVM com a não imposição de custos regulatórios desnecessários⁷⁴². Tal

⁷³⁸ Esses emissores foram inseridos no rol de dispensas automáticas da Instrução CVM n. 480/2009 por força da Instrução CVM n. 569/2015, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de COE realizada com dispensa de registro. Sobre o tema, declarou a CVM: “A CVM ponderou que as exigências emanadas dos normativos do CMN, em conjunto com a supervisão exercida pelo BACEN, focada na permanente avaliação da capacidade financeira do emissor dos certificados de honrar os compromissos assumidos com os investidores, possibilitam o estabelecimento de um regime de dispensa de registro do emissor de COE na CVM. (...) Em função da celeridade que é indispensável entre a estruturação e a venda desse tipo de produto, a CVM considerou adequada a aplicação do regime de distribuição similar ao atribuído às cotas dos fundos de investimento abertos regulados pela Instrução CVM nº 409, de 2004, por meio da dispensa do registro de distribuição (art. 2º da Minuta).” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 13/2014, p. 4)

⁷³⁹ Vale notar que o Regulamento de Listagem da B3, ao tratar da listagem de emissores sujeitos à Instrução CVM n. 480/2009, estabelece determinadas condições, inclusive que eles “obtenham, junto à CVM, o registro de emissor na categoria a ele aplicável, de acordo com os valores mobiliários de sua emissão a serem admitidos à negociação na B3, ou sejam expressamente dispensados desse registro” (cf. item 4.1, (b)). Além disso, permite que o Diretor Presidente da B3, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada, dispense o emissor do processo de listagem (cf. item 4.5 (b)) e admita à negociação valores mobiliários cujo emissor “seja listado na B3 ou expressamente dispensado da listagem pela B3, nos termos do Capítulo 4, ou listado em outra Entidade Administradora” (cf. item 6.1 (a)). As dispensas de registro da Instrução CVM n. 480/2009 são refletidas, ainda, no Manual do Emissor da B3, ao prever, por exemplo, a listagem de “Emissores de letras financeiras distribuídas no âmbito de Programa de Distribuição Contínua nos termos da Instrução CVM nº 400/03, dispensados de registro perante a CVM nos termos da Instrução CVM nº 480/09” (cf. item 3.1.3.1 (i) e 3.6.1).

⁷⁴⁰ Por exemplo, a Instrução CVM n. 602/2018, ao dispor sobre as ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro, estabelece para essas ofertas dispensa automática do registro de distribuição, observadas determinadas condições, bem como dispensa automática do registro de emissor de valores mobiliários para as sociedades operadoras de empreendimento hoteleiro que for exclusivamente emissora de CIC hoteleiro nos termos daquela norma (cf. artigos 28 e 29 da Instrução CVM n. 602/2018). Essas sociedades operadoras podem se organizar como sociedades anônimas ou sociedades limitadas (cf. artigo 30 da Instrução CVM n. 602/2018).

⁷⁴¹ Cf. artigo 2º, §3º, inciso I da Lei n. 6.385/1976.

⁷⁴² Nesse sentido, defende Eizirik: “Dada a feição instrumental do registro de oferta pública, a aplicação das normas não deve criar custos desnecessários para as companhias; não cabe à CVM impor o registro da oferta, com a consequente divulgação de informações, quando os seus destinatários, dada sua situação, simplesmente

preocupação nos parece de todo legítima. Contudo, o estudo desse histórico regulatório parece sugerir que essa preocupação se concentrou nos custos decorrentes do regime informacional atrelado ao registro, sem maior atenção com relação aos demais efeitos do registro de emissor, como explicaremos na sequência.

3.2.2.2 Ofertas públicas distribuídas com esforços restritos (Instrução CVM n. 476/2009)

3.2.2.2.1 Dispensa de registro

Em janeiro de 2009, a Instrução CVM n. 476/2009 instituiu as chamadas ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e disciplinou a negociação dos valores mobiliários assim ofertados em mercados regulamentados⁷⁴³.

não necessitam de proteção governamental. Deve-se evitar os chamados “custos regulatórios” desnecessários, que podem inibir a captação de recursos no mercado.” (cf. EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: *Direito societário. Estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, p. 2015. p. 432) Na mesma linha, Yazbek afirma, ao examinar as hipóteses de dispensa de registro, que, como regra geral, “o registro é dispensado nos casos em que se presume que os destinatários dos títulos a serem emitidos, seja pelo seu maior refinamento como investidores, seja pela existência de outros instrumentos de monitoramento das condições do emissor, não precisam de tal proteção”. (cf. YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 126)

⁷⁴³ A CVM fez constar da norma esclarecimento no seguinte sentido: “§2º Esta Instrução não se aplica às ofertas privadas de valores mobiliários.” (cf. artigo 1º, §2º, da Instrução CVM n. 476/2009) Afinal, as ofertas privadas, nos termos da Lei n. 6.385/1976, não dependem de prévio registro na CVM. Ao submeter a minuta de norma a audiência pública, afirmou a CVM que um de seus objetivos era justamente eliminar incertezas geradas pela amplitude do conceito de oferta pública, “fornecendo aos emissores, nas situações que especifica, a segurança de que estão dispensados de buscar o registro da CVM” (cf. Edital de audiência pública n. 05/2008, p. 1). Não obstante, a norma não fornece balizas definitivas quanto ao enquadramento das ofertas como públicas ou privadas. Além disso, essa modalidade de oferta é destinada a investidores mais sofisticados, sendo a sofisticação dos investidores um dos fatores apontados pela doutrina para distinguir as ofertas públicas e privadas, de modo que aquelas dirigidas unicamente a um número restrito de investidores sofisticados, pré-determinados, que dispensem a proteção estatal, se enquadrariam como privadas. Nesse sentido, afirma Eizirik: “A utilização dos elementos subjetivos ora comentados para definir a natureza de determinada oferta de venda de valores mobiliários é expressamente reconhecida em nosso ordenamento jurídico. Para a caracterização da oferta como pública ou privada, embora sejam relevantes os meios utilizados na colocação dos títulos, o elemento essencial e decisivo refere-se à situação dos ofertados. Independentemente dos meios utilizados no processo de oferta, determinada distribuição de valores mobiliários não deve ser considerada pública se os ofertados, além de pessoas certas ou determinadas, forem investidores qualificados e, em função de suas relações com a companhia emissora ou do fato de deterem “poder de barganha” perante esta, tiverem acesso ao mesmo tipo de informação que seria exigido em decorrência do registro.” (cf. EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: *Direito societário. Estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, p. 2015. p. 435) E ainda, como também entende Eizirik, a modalidade assim denominada parece encerrar uma contradição: “Ainda que se trate de expressão contraditória – havendo esforços restritos a oferta não é

Essa modalidade nasceu de um projeto da CVM de facilitar o acesso ao mercado de valores mobiliários, com foco maior nos instrumentos de renda fixa, mediante a redução dos custos incorridos para a realização de uma oferta pública. O projeto teve por inspiração instrumentos criados em outros países, especialmente o modelo norte-americano de isenção de registro de ofertas de valores mobiliários⁷⁴⁴.

Assim sendo, a CVM concedeu à nova modalidade dispensa *automática* do registro de oferta pública de distribuição⁷⁴⁵. E ainda, permitiu a negociação em mercado secundário, de balcão

pública – o instrumento tem se revelado útil para a captação de recursos junto a investidores qualificados.” (cf. EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: *Direito societário*. Estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, p. 2015. p. 435) Também nesse sentido, comenta-se que “*ao invés de admitir a natureza privada das ofertas descritas na Instrução CVM n. 476/2009 e reconhecer que elas não estariam sujeitas à obrigatoriedade de registro, preferiu qualificá-las como públicas e dispensá-las automaticamente da obtenção de registro perante a Autarquia.*” (cf. EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 159) Por esses e outros motivos, nos parece importante a promoção de segurança jurídica quanto a essa distinção.

⁷⁴⁴ Cf. Edital de audiência pública n. 05/2008, p. 1. Nesse sentido, Yazbek ressalta como funções mais diretas da norma aquelas de “*criar um mecanismo adequado para a distribuição de títulos menos típicos, quanto a facilitar o financiamento de novas empresas via mercado*”. E ainda, identifica como problemas mais remotos que motivaram também a edição da norma a indefinição em torno dos conceitos de oferta pública e privada, e a restrição a que certos investidores institucionais adquirissem valores mobiliários que não tivessem sido objeto de oferta pública. (cf. YAZBEK, Otavio. “Em busca de um regime para os private placements no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. In: BOTREL, Sérgio. BARBOSA, Henrique. (coords.) *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 180-184) Ainda sobre a influência do regime norte-americano (em especial, do “*Regulation D*” da SEC), ver: BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 & 20. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 403-406. Estratégias semelhantes são adotadas em diversos outros países: “*Consider first the mandatory disclosure threshold for securities offerings. All four core jurisdictions adjust the level of required disclosure – from minimal to extensive – according to the number and presumed sophistication of the investors to whom the securities are sold and the amount of the offering, in an effort to balance the costs and benefits of disclosure. While details vary across jurisdictions, all distinguish between private and public offerings of securities on the one hand, and sophisticated and unsophisticated investors on the other. Few, if any, rules apply to private (or smaller) offers and to offers made to sophisticated investors, the definition of private (and smaller) offers and of sophisticated investors being broadly similar across jurisdictions, especially after the U.S. relaxed its rules for primary offers with the JOBS Act of 2012.*” (cf. ENRIQUES, Luca. HERTIG, Gerald. KRAAKMAN, Reinier. ROCK, Edward. Corporate law and securities market. In: KRAAKMAN, Reinier. ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry. HERTIG, Gerald. HOPT, Klaus. KANDA, Hideki. PARGENDLER, Mariana. RINGE, Wolf-Georg. ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law*. 3^a ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 248-249) Entranto, de acordo com Pitta, a Instrução CVM n. 476/2009 apresenta diversas peculiaridades: “*Todavia, muito embora a CVM tenha declaradamente buscado inspiração no regamento norte-americano quando da elaboração de tal norma, a análise detida do conteúdo da Instrução CVM n. 476/09 revela significativas diferenças em comparação com a sistemática vigente naquele mercado, bem como no âmbito do mercado de valores mobiliários europeu.*” (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 387)

⁷⁴⁵ Cf. artigo 6º da Instrução CVM n. 476/2009. A norma exige apenas que o intermediário líder comunique à CVM o início e o encerramento da oferta (cf. artigos 7-A e 8º da Instrução CVM n. 476/2009, tendo o primeiro sido inserido pela Instrução CVM n. 551/2014). Além disso, o artigo 5º confirma que não se aplicam às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos a Instrução CVM n. 400/2003 – que, como já se viu, regulamenta o referido registro de distribuição – e demais normas da CVM relativas ao procedimento de distribuição de valores mobiliários, salvo quando previsto em contrário na própria Instrução CVM n. 476/2009. Nesse sentido,

organizado e não organizado, de valores mobiliários assim ofertados emitidos por emissores não registrados. Nesse sentido, diz o artigo 14 da Instrução CVM n. 476/2009 que “os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado e não organizado, mas não em bolsa, sem que o emissor possua o registro de que trata o art. 21 da Lei n.º 6.385, de 1976”⁷⁴⁶.

Ao fazê-lo, permitiu a CVM que emissores não registrados acessassem o mercado brasileiro por meio da distribuição pública de debêntures e outras espécies de valores mobiliários originalmente contempladas pela Instrução CVM n. 476/2009⁷⁴⁷. Para tais emissores não foi exigida nem mesmo a forma de sociedade anônima⁷⁴⁸.

o artigo 5-A prevê a aplicação às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos das regras referentes à distribuição parcial. Além disso, o artigo 12 da Instrução CVM n. 476/2009 estende às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos a aplicação das normas de conduta previstas no artigo 48 da Instrução CVM n. 400/2003, com exceção do inciso III. Essas normas determinam condutas que devem ser observadas por emissores, ofertantes, instituições intermediárias e pessoas que estejam com eles trabalhando ou os assessorando, antes e depois da divulgação ao mercado da oferta pública.

⁷⁴⁶ Cf. artigo 14, *caput*, da Instrução CVM n. 476/2009. Nesse sentido, o manual do emissor da B3 prevê a possibilidade de listagem de emissores sujeitos à Instrução CVM n. 476/2009 não registrados perante a CVM (item 3.1.3.1 (ii)) e a possibilidade de admissão à negociação de valores mobiliários de emissão de “[e]missores sujeitos à Instrução CVM n.º 476/09 não registrados perante a CVM, sendo que, nesse caso, a admissão à negociação de valores mobiliários será restrita ao mercado de balcão organizado” (item 3.1.3.2 (iv)).

⁷⁴⁷ A importância da dispensa de registro do emissor é destacada por Rebello e Pitta: “Na ausência dessa dispensa do registro de emissor, os valores mobiliários objeto das ofertas disciplinadas pela Instrução 476 não poderiam ser negociados no mercado secundário, retirando grande parte de sua atratividade para o investidor, que estaria obrigado a mantê-los indefinidamente (ou até o seu vencimento, na hipótese dos ativos representativos de dívida). Essa circunstância, por sua vez, elevaria o custo de captação para as companhias, em razão da iliquidez dos valores mobiliários ofertados.” (cf. REBELLO, Carlos. PITTA, André Grunspun. Instrução CVM 476 – Dez anos de liberdade com responsabilidade. In: *Jota*. Disponível em: https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/instrucao-cvm-476-dez-anos-de-liberdade-com-responsabilidade-18022019. Acesso em: 05 set. 2019)

⁷⁴⁸ Tanto assim que o respectivo edital de audiência pública ressaltava que “em princípio, não só as sociedades por ações, mas também outros tipos societários, como as sociedades limitadas e cooperativas, poderiam oferecer ao público, mediante esforços restritos de distribuição, valores mobiliários de sua emissão” (cf. Edital de audiência pública n. 05/2008, p. 3). A CVM solicitou comentários a respeito das vantagens e desvantagens de eventual limitação do alcance da norma às ofertas de valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas, ressaltando que ainda cogitava implementar uma tal limitação, “tendo em vista que a Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, contempla uma série de regras com as quais os agentes de mercado e investidores em geral já se acostumaram a contar depois de decorridos mais de 30 anos do início de sua vigência” (cf. Edital de audiência pública n. 05/2008, p. 3). Já o respectivo relatório de análise relata que foram apresentadas diversas manifestações favoráveis à não limitação do escopo da norma a valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas, especialmente porque a exclusão dos valores mobiliários emitidos por sociedades limitadas impediria que a maior parte das empresas brasileiras (inclusive empresas de médio e grande porte) tirasse proveito desse mecanismo de captação, contrariando a intenção da CVM de facilitar o acesso ao mercado de capitais. Considerando as manifestações recebidas, a SDM decidiu não restringir a realização de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos a um ou mais tipos societários, e ressaltou ainda que a forma de organização societária é irrelevante para a competência da CVM quanto à aplicação das penalidades estabelecidas na Lei n. 6.385/1976, dado que essa lei sujeita os emissores de valores mobiliários, bem como seus administradores e controladores, à mesma disciplina prevista para as companhias abertas (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 05/2008, p. 4-5). Posteriormente, em nova audiência pública, a CVM firmou entendimento de que as sociedades limitadas podem promover ofertas públicas com esforços restritos dos valores mobiliários que legalmente puderem emitir e que estiverem listados na Instrução CVM n.

Entretanto, quando a Instrução CVM n. 476/2009 foi reformada para permitir que fossem assim ofertadas também ações e outras espécies de valores mobiliários de capital, preferiu a CVM não dispensar o registro de emissor na categoria A, como explicaremos adiante.

Em contrapartida às dispensas de registro, a CVM submeteu essa modalidade de oferta e a posterior negociação dos valores mobiliários assim ofertados a uma série de restrições, especialmente quanto ao nível de sofisticação do público-alvo, detalhadas a seguir. Além disso, a CVM exigiu a intermediação das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos por integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, concentrando na figura do intermediário líder deveres típicos de *gatekeeper*⁷⁴⁹.

E ainda, como salvaguarda, a Instrução CVM n. 476/2009 exige que os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários forneçam declaração, por escrito, atestando que estão cientes de que a oferta não foi registrada na CVM, bem como que os valores mobiliários

476/2009. E ainda, que as sociedades limitadas não podem emitir debêntures, uma vez que essas são disciplinadas pela lei das sociedades anônimas e o regime societário das limitadas não é coerente com a emissão desses valores mobiliários. (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 39-40). Ainda sobre o tema: EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 3 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 158; PITTA, André Grunspun. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela lei das sociedades por ações. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). *Sociedade Limitada Contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 516 e 517.

⁷⁴⁹ Cf. artigo 2º, *caput*, e artigo 11 da Instrução CVM n. 476/2009. Por exemplo, são atribuídos ao intermediário líder os deveres de certificar-se de que os investidores têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar a qualidade e os riscos dos valores mobiliários ofertados, bem como que o investimento é adequado ao nível de sofisticação e ao perfil de risco dos investidores e que a oferta é direcionada exclusivamente a investidores profissionais (cf. incisos III, IV e XI do artigo 11). Sobre o papel atribuído ao intermediário líder, a CVM declarou na respectiva audiência pública que são os principais garantidores do acesso dos investidores às informações necessárias, de modo que não seria prudente dispensar o registro das ofertas sem impor deveres aos intermediários nesse sentido (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 05/2008, p. 12). E ainda, afirmou em posterior audiência pública: “*No contexto das ofertas com esforços restritos, que são dispensadas de registro perante a CVM, o papel do intermediário líder é fundamental para garantir que as obrigações contidas na regulamentação sejam obedecidas. Desse modo, esses agentes funcionam como gatekeepers da norma, com a função de acompanhar e garantir a regularidade de tais ofertas, de modo que os participantes de que trata a norma cumpram com seus deveres.*” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 05/2017, p. 25) Ainda sobre o tema: YAZBEK, Otavio. “Em busca de um regime para os private placements no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. In: BOTREL, Sérgio. BARBOSA, Henrique. (coords.) *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 188-190; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: fundamentos e desafios*. São Palo: Quartier Latin, 2018. p. 205 et seq. Essa concentração de funções na figura do intermediário tem recebido crítica: “*Outra diferença substancial em relação a alguns regimes estrangeiros, também com importante impacto potencial nos custos dessas transações, é a obrigatoriedade de as ofertas realizadas nos termos da Instrução CVM 476 contarem com a participação de intermediários sujeitos às mesmas obrigações e responsabilidades impostas nas ofertas públicas registradas perante a CVM (e que contam com a participação do público em geral). Tal requisito (que incluiu a responsabilidade pela verificação diligente das informações divulgadas) tende a encarecer essas transações, impondo custos que talvez não se justifiquem em um cenário em que os destinatários das operações dispõem de alto grau de sofisticação financeira.*” (cf. REBELLO, Carlos. PITTA, André Grunspun. Instrução CVM 476 – Dez anos de liberdade com responsabilidade. In: *Jota*. Disponível em: https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/instrucao-cvm-476-dez-anos-de-liberdade-com-responsabilidade-18022019. Acesso em: 05 set. 2019)

ofertados estão sujeitos às restrições de negociação, antes descritas⁷⁵⁰.

A realização de oferta pública sem registro na CVM, quando este for obrigatório, ou em descumprimento de determinados requisitos da Instrução CVM n. 476/2009, constitui infração grave e sujeita os infratores às penalidades da Lei n. 6.385/1976.

À época em que submeteu a audiência pública a minuta de norma que deu origem à Instrução CVM n. 476/2009, explicou a CVM que a dispensa de registro estava sendo proposta para hipóteses em que o registro era considerado menos necessário, por se tratar de ofertas dirigidas a investidores que teriam melhores condições de avaliar as informações prestadas e os riscos envolvidos⁷⁵¹. Ou seja, ao ponderar as finalidades que pautam a intervenção estatal nesse mercado, entendeu a CVM que a sofisticação dos investidores é fator que permite a flexibilização de medidas tradicionais de proteção, dispensando a atuação preventiva do regulador e permitindo a eliminação de certos custos regulatórios.

De modo geral, a Instrução CVM n. 476/2009 teve considerável êxito na missão de promover maior agilidade e redução de custos, facilitando o acesso ao mercado⁷⁵². A popularidade dessa modalidade de oferta é evidenciada pelos números, especialmente de companhias emissoras não registradas que dela passaram a se valer para o financiamento de suas atividades, especialmente por meio da distribuição pública de debêntures⁷⁵³. Isso faz com que hoje se ressalte a contribuição desse modelo quase como um mercado de acesso, que permite às companhias não registradas um primeiro contato com o mercado de valores mobiliários, e as submete a disciplina intermediária, contribuindo assim para a promoção de familiaridade com obrigações típicas de companhia aberta. Examinaremos essa disciplina no item 3.2.2.2.5, a seguir.

Não obstante, entende-se que a Instrução CVM n. 476/2009 apresenta também certas vulnerabilidades e deficiências que merecem ser ponderadas em futuro esforço de revisão.

⁷⁵⁰ Cf. artigo 7º da Instrução CVM n. 476/2009.

⁷⁵¹ Cf. Edital de audiência pública n. 05/2008, p. 1.

⁷⁵² Nesse sentido, elogiam Rebello e Pitta, por ocasião dos dez anos da edição da Instrução CVM n. 476/2009: “Os resultados obtidos com a flexibilização de regras para o financiamento do investimento produtivo por meio do nosso mercado de capitais se demonstraram alentadores e muito proveitosos para a economia e para o país. A introdução, no Brasil, desse tipo de mecanismo simplificado para a realização de ofertas – bastante comum em diversas jurisdições – foi uma decisão corajosa e acertada da CVM em 2009.” (cf. REBELLO, Carlos. PITTA, André Grunspun. Instrução CVM 476 – Dez anos de liberdade com responsabilidade. In: *Jota*. Disponível em: https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/instrucao-cvm-476-dez-anos-de-liberdade-com-responsabilidade-18022019. Acesso em: 05 set. 2019) Os mesmos autores ressaltam que o regime da Instrução CVM n. 476/2009 é positivo também sob uma perspectiva de política regulatória, na medida em que permite que a CVM concentre esforços e recursos no exame das ofertas dirigidas ao público em geral.

⁷⁵³ Vide Capítulo 3 da Parte I, item 3.4.

Concentrar-se-á aqui especificamente naquelas que dizem respeito aos efeitos da dispensa de registro e ao tratamento conferido aos emissores não registrados *vis-à-vis* a disciplina jurídica da companhia aberta.

3.2.2.2.2 **Contrapartida: esforços restritos**

As principais restrições estabelecidas pela Instrução CVM n. 476/2009 são comuns a todas as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos. As demais variam conforme a espécie de valores mobiliários ofertados, motivo pelo qual serão analisadas na sequência.

Como mencionado, as principais restrições estabelecidas pela Instrução CVM n. 476/2009 dizem respeito ao nível de sofisticação dos investidores. Essas restrições se apoiam na presunção de que investidores mais qualificados, com maior poder econômico ou conhecimento técnico, têm melhores condições de avaliar o mérito do investimento e os riscos envolvidos⁷⁵⁴. É essa a principal contrapartida à dispensa da proteção estatal conferida por meio do regime informacional atrelado ao registro.

Nesse sentido, determina o artigo 2º da Instrução CVM n. 476/2009 que as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos devem ser destinadas exclusivamente a investidores *profissionais*⁷⁵⁵. E ainda, estabelece o artigo 15 da Instrução CVM n. 476/2009 que a posterior negociação dos valores mobiliários assim ofertados, em mercado secundário, é restrita a investidores *qualificados* – restrição essa afastada caso o emissor tenha, ou venha a obter, registro⁷⁵⁶.

⁷⁵⁴ Cf. REBELLO, Carlos. PITTA, André Grunspun. Instrução CVM 476 – Dez anos de liberdade com responsabilidade. In: *Jota*. Disponível em: https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/instrucao-cvm-476-dez-anos-de-liberdade-com-responsabilidade-18022019. Acesso em: 05 set. 2019)

⁷⁵⁵ Cf. artigo 9-A da Instrução CVM n. 539/2013 (inserido pela Instrução CVM n. 554/2014): “Art. 9º-A São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes.”

⁷⁵⁶ Cf. artigo 15, *caput* e §1º, da Instrução CVM n. 476/2009 (com redação dada pela Instrução CVM n. 554/2014 e pela Instrução CVM n. 600/2018, respectivamente). São considerados investidores qualificados, nos termos do artigo 9-B da Instrução CVM n. 539/2013 (inserido pela Instrução CVM n. 554/2014): “Art. 9º-

A primeira restrição decorre de alteração promovida pela Instrução CVM n. 554/2014, antes da qual as ofertas públicas com esforços restritos podiam ser destinadas a investidores *qualificados*. A Instrução CVM n. 554/2014 resultou de esforço promovido pela CVM de revisão de seu arcabouço normativo para eliminação de regras que exigiam investimento ou valor unitário mínimo para aplicação em valores mobiliários, com vistas a aumentar a liquidez do mercado secundário e permitir maior diversificação das carteiras de valores mobiliários⁷⁵⁷. Instituiu-se então um regime de categorização dos investidores, associado a diferentes níveis de tutela regulatória. A Instrução CVM n. 554/2014 reformou o conceito de investidores qualificados na tentativa de adequá-lo à realidade econômica brasileira e criou a categoria de investidores profissionais. Além disso, revogou o artigo 4º da Instrução CVM n. 476/2009, que importava a definição de investidores qualificados do artigo 109 da Instrução CVM n. 409/2004, com algumas modificações⁷⁵⁸.

B São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.”

⁷⁵⁷ Cf. Edital de audiência pública SDM n. 03/2014, p. 1.

⁷⁵⁸ Dizia o artigo 109 da Instrução CVM n. 409/2004, revogada pela Instrução CVM n. 555/2014: “*Art. 109. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados: I – instituições financeiras; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I; V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VII – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios. (...)”* As modificações antes referidas eram previstas nos incisos I e II do revogado artigo 4º da Instrução CVM n. 476/2009: “*Art. 4º Para os fins desta Instrução, consideram-se investidores qualificados, os referidos no art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, observado que: I – todos os fundos de investimento serão considerados investidores qualificados, mesmo que se destinem a investidores não-qualificados; e II – as pessoas naturais e jurídicas mencionadas no inciso IV do art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 2004, deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).”* A adoção de critério patrimonial (i.e., volume individual de investimentos financeiros) para a categorização dos investidores pessoa física ou jurídica, apesar de mais objetivo, foi alvo de críticas na respectiva audiência pública. Ao final, optou a CVM por manter o critério patrimonial como *proxy* da sofisticação dos investidores, e acatar a sugestão recebida de participantes quanto à adoção de critério relacionado ao conhecimento técnico sobre esse mercado, representado por certificação de reconhecida qualidade (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 03/2014, p. 7). Assim sendo, enquadram-se como investidores profissionais, pelo critério de patrimônio, as pessoas jurídicas e naturais que possuam investimentos financeiros superiores a R\$ 10 milhões (sendo que a proposta originalmente submetida pela CVM a audiência pública era de R\$ 20 milhões), e, como investidores qualificados, aquelas que possuam investimentos financeiros superiores a R\$ 1 milhão. Esses valores nasceram de estimativas da CVM quanto ao patrimônio a partir do qual é racional o investidor médio dedicar parte relevante do seu tempo à administração de seus investimentos financeiros e, assim, passar a conhecer melhor o mercado de valores mobiliários; e o

Na visão da CVM, os investidores *profissionais* são pessoas que atuam cotidianamente no mercado ou que, por possuírem patrimônio elevado, podem contratar prestadores de serviço capazes de auxiliá-los em decisões de investimento⁷⁵⁹. Já a categoria de investidores *qualificados* abrange os investidores profissionais e outras pessoas que, também na visão da CVM, têm capacidade de analisar estruturas complexas de investimento⁷⁶⁰, mas dependem mais de tutela regulatória do que os investidores profissionais⁷⁶¹.

Adicionalmente, a Instrução CVM n. 476/2009 estabelece restrição quantitativa, do número de investidores-alvo dessas ofertas⁷⁶².

Nesse sentido, o artigo 3º da Instrução CVM n. 476/2009 permite que sejam abordados no máximo 75 investidores profissionais – antes das sucessivas reformas, o limite era de

patrimônio mínimo que permite ao investidor ter acesso a prestadores de serviço que o auxiliem na administração de seus recursos (cf. Edital de audiência pública SDM n. 03/2014, p. 1-3; Relatório de análise de audiência pública SDM n. 03/2014, p. 11-12). Reconheceu a CVM à época que a elevação do valor exigido para que o investidor não institucional e não registrado na CVM fosse considerado qualificado poderia reduzir a demanda por determinados valores mobiliários e restringir o universo de ativos disponíveis a alguns investidores. Concluiu, porém, que essa restrição se justificava pelo intuito de proteção do próprio indivíduo, no seu melhor interesse e no do mercado como um todo (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 03/2014, p. 10). De acordo com Yazbek, a reforma promovida pela Instrução CVM n. 554/2014 atendeu “*a algumas demandas de modernização que já há muito vinham se fazendo presentes. Uma das grandes dificuldades de barreiras, como a que é criada pelo conceito de investidor qualificado, reside no seu caráter arbitrário e na sua tendência a, com o tempo, ficarem superadas.*” (cf. YAZBEK, Otavio. “Em busca de um regime para os private placements no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. In: BOTREL, Sérgio. BARBOSA, Henrique. (coords.) *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 186)

⁷⁵⁹ Cf. Edital de audiência pública SDM n. 03/2014, p. 3.

⁷⁶⁰ Cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 03/2014, p. 14.

⁷⁶¹ Cf. Edital de audiência pública SDM n. 03/2014, p. 3.

⁷⁶² Essa restrição tem sido alvo de crítica: “*A norma estabelece, simultaneamente, limitações quantitativas (e.g. do número de investidores procurados e que efetivamente adquirem os valores mobiliários ofertados) e qualitativas (e.g. associadas à qualificação dos investidores que podem participar da operação). A combinação desses requisitos atualmente afasta a Instrução 476 dos regimes estrangeiros análogos, que usualmente utilizam limites quantitativos apenas em relação à participação de investidores comuns, não impondo qualquer tipo de limitação numérica em relação à participação de investidores especializados.*” (cf. REBELLO, Carlos. PITTA, André Grunspun. Instrução CVM 476 – Dez anos de liberdade com responsabilidade. In: *Jota*. Disponível em: https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/instrucao-cvm-476-dez-anos-de-liberdade-com-responsabilidade-18022019. Acesso em: 05 set. 2019) No mesmo sentido, ver PITTA, André Grunspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 382. Em paralelo, no âmbito de recente estudo sobre o mercado de dívida corporativa promovido pela CVM, foi formulada sugestão de ampliação desse limite: “*Ampliar os limites de destinatários e subscritores em ofertas com esforços restritos. Hoje as emissões de dívida estão fortemente concentradas em tal formato de oferta, assim, as restrições impostas afetam diretamente o potencial de liquidez dos valores mobiliários.*” (cf. CVM. *O mercado de dívida corporativa no Brasil: Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento*. 2019. p. 101. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_m_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019)

cinquenta investidores qualificados⁷⁶³ – e que os valores mobiliários assim ofertados sejam subscritos ou adquiridos por no máximo cinquenta investidores profissionais – antes das sucessivas reformas, esse limite era de vinte investidores qualificados⁷⁶⁴ –, observadas as regras específicas sobre o cômputo de investidores daquela Instrução⁷⁶⁵.

Há outras restrições gerais na Instrução CVM n. 476/2009, como, por exemplo, quanto à forma de abordagem de investidores potenciais⁷⁶⁶, além de prazo máximo para a subscrição ou aquisição dos valores mobiliários⁷⁶⁷ e prazo mínimo para a realização de nova oferta

⁷⁶³ Cf. artigo 3º, inciso I, da Instrução CVM n. 476/2009. A ampliação de cinquenta para setenta e cinco investidores qualificados foi promovida pela Instrução CVM n. 551/2014. No âmbito da audiência pública, certos participantes propuseram o aumento do número máximo de investidores consultados, ou mesmo a revogação desse limite. A CVM decidiu não acatar os pleitos de revogação desse limite, “*inclusive por se considerar que a introdução de valores mobiliários de capital demanda um período de adaptação, assim como foi feito à época da edição da Instrução CVM nº 476, de 2009*”. No entanto, tendo em vista as críticas de participantes à paridade entre o número de procurados e de adquirentes, a CVM optou por manter o patamar mais elevado então proposto, de até cinquenta adquirentes, ajustando o número potencial de investidores procurados para setenta e cinco (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 10). A redação desse dispositivo foi em seguida alterada pela Instrução CVM n. 554/2014 para substituir a referência a “investidores qualificados” por “investidores profissionais”.

⁷⁶⁴ Cf. artigo 3º, inciso II, da Instrução CVM n. 476/2009. A ampliação de vinte para cinquenta investidores qualificados foi promovida pela Instrução CVM n. 551/2014. Essa ampliação teve por objetivo permitir que todos os investidores consultados sobre a oferta pudessem dela participar, se assim desejassem, facilitando a colocação das ofertas junto ao mercado. (cf. Edital de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 3) A redação desse dispositivo foi em seguida alterada pela Instrução CVM n. 554/2014 para substituir a referência a “investidores qualificados” por “investidores profissionais”.

⁷⁶⁵ Nesse sentido, o §1º do artigo 3º da Instrução CVM n. 476/2009 determina que fundos de investimento e carteiras administradas de valores mobiliários cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor devem ser considerados como um único investidor para os fins dos limites previstos naquele artigo. E ainda, o §2º do mesmo artigo determina que os investidores que exercerem direito de prioridade ou preferência não serão considerados para os fins daqueles limites. A redação de ambos os dispositivos foi dada pela Instrução CVM n. 551/2014.

⁷⁶⁶ O artigo 2º, § único, da Instrução CVM n. 476/2009, veda a abordagem de investidores através de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores. Comentase que “*as ofertas restritas, na forma em que foram reguladas pela Instrução CVM n. 476/2009, possuem determinadas características que as aproximam das ofertas privadas, como o fato de serem realizadas sem a utilização de meios de comunicação de massa ou estabelecimentos abertos ao público em geral (elemento objetivo) e de serem destinadas exclusivamente a um número limitado de investidores qualificados (elemento subjetivo)*.” (cf. EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 158-159)

⁷⁶⁷ Por força do artigo 8-A da Instrução CVM n. 476/2009, as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos passaram a ficar sujeitas a prazo máximo para subscrição ou aquisição dos valores mobiliários de 24 meses. Esse dispositivo foi incluído pela Instrução CVM n. 601/2018, sendo que, antes disso, não havia prazo máximo para a conclusão de uma oferta pública distribuída com esforços restritos. Verificou a CVM, após analisar as ofertas realizadas e em andamento, que algumas foram mantidas abertas por longos períodos, mesmo sem atividade. Em vista disso, a CVM submeteu a audiência pública proposta de introdução de prazo máximo para essas ofertas, no intuito de facilitar o seu acompanhamento (cf. Edital de audiência pública SDM n. 05/2017, p. 6) Em resposta a comentários recebidos a esse ponto, manifestou-se nos seguintes termos: “*A CVM entende que a fixação de prazo máximo para realização de ofertas públicas com esforços restritos é salutar para evitar situações, verificadas na supervisão, de ofertas que permanecem abertas por tempo indeterminado, quando, na realidade, nenhum esforço de venda está se operando. Portanto, não se trata de uma situação que não traz malefícios para o mercado de valores mobiliários, pois em muitos casos trata-se de uma simulação.*” (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 05/2017, p. 27)

pública da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor⁷⁶⁸.

É importante observar, todavia, que não há restrição na Instrução CVM n. 476/2009 quanto ao volume dessas ofertas públicas – isto é, quanto à quantidade que pode ser assim ofertada e nem quanto ao volume financeiro que pode ser assim captado⁷⁶⁹.

3.2.2.2.3 Distribuição de valores mobiliários de dívida

Em seu formato original, a Instrução CVM n. 476/2009 permitia que fossem objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos as seguintes espécies de valores mobiliários: (i)

⁷⁶⁸ O artigo 9º da Instrução CVM n. 476/2009 (com redação dada pela Instrução CVM n. 601/2018) estabelece vedação à realização pelo ofertante de nova oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor no prazo de quatro meses contados do encerramento ou cancelamento da oferta, exceto se a nova oferta for submetida a registro perante a CVM, ressalvadas algumas situações excetuadas pela norma. Sobre o emprego do termo *espécie* nesse dispositivo, manifestou-se a CVM: “A CVM esclarece que o termo “espécie” no art. 9º da Instrução CVM nº 476, de 2009, deve ser interpretado tecnicamente. Como fica claro pela leitura da Lei nº 6.404, de 1976, e da Instrução CVM nº 400, de 2003, os valores mobiliários, em regra, podem ser classificados em tipos (ações, debêntures etc.) e espécies (por exemplo, ações ordinárias e preferenciais). A vedação do art. 9º aplica-se, portanto, a valores mobiliários da mesma espécie, podendo ser realizadas ofertas com esforços restritos de valores mobiliários de mesmo tipo do mesmo emissor dentro do prazo de 4 meses, desde que de espécies distintas.” (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 36) E ainda: “No entendimento da SRE, corroborado pela Procuradoria Federal Especializada, não havendo prescrição em lei ou norma regulamentar por meio da qual tenham sido criadas diferentes espécies de determinado valor mobiliário, tal como ocorre, por exemplo, com as ações (art. 15 da Lei nº 6.404/1976) e as debêntures (art. 58 da Lei nº 6.404/1976), a espécie será única e, assim, o disposto no art. 9º da Instrução CVM nº 476/2009 deve ser entendido como fazendo alusão a cada um dos valores mobiliários listados no art. 1º, §1º da Instrução.” (cf. Ofício-circular CVM/SRE n. 02/2019, p. 66-67)

⁷⁶⁹ Em resposta a sugestão formulada por participante no âmbito da respectiva audiência pública nesse sentido, manifestou-se a SDM: “A SDM entende que não se faz necessário estabelecer um montante máximo que poderia ser captado por meio das ofertas públicas reguladas pela instrução, uma vez que já existem limites para o número de investidores que podem ser procurados e para o número de investidores que podem subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 05/2008, p. 10) Esse aspecto foi também ressaltado pelo Colegiado da CVM, em resposta a consulta formulada por participantes do mercado, bem como no âmbito de posterior audiência pública, em que se discutiu o exercício de lote suplementar e de atividade de estabilização de preços nessas ofertas: “De fato, conforme manifestado pelo Colegiado no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2014/13261, não há limitação quanto à quantidade de valores mobiliários ofertados no âmbito das ofertas com esforços restritos, de modo que o emissor poderá aumentar a oferta de títulos, no caso de excesso de demanda no mercado primário, sem a necessidade de previsão de lote adicional (observando-se sempre as limitações relacionadas à qualificação do investidor como profissional e à quantidade máxima de investidores procurados e adquirentes, nos termos dos artigos 2º e 3º).” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 05/2017, p. 8); “5. De fato, extrai-se da leitura da Instrução CVM nº 476/2009 que o regime regulatório a que se sujeitam as Ofertas com Esforços Restritos é maleável no que tange à definição da quantidade de valores mobiliários a serem ofertados, conferindo-se, desse modo, às partes envolvidas na oferta liberdade para a escolha do arranjo que melhor atenda aos interesses do emissor e de seus investidores. 6. As restrições que recaem sobre as Ofertas com Esforços Restritos relacionam-se, entre outros aspectos, à qualificação do público-alvo (art. 2º), ao número de investidores alcançados (art. 3º) e à intensidade dos esforços de venda (art. 2º, parágrafo único). Não dizem respeito, portanto, à quantidade de valores a serem ofertados nem ao volume financeiro a ser alcançado por meio da oferta.” (cf. CVM. Processo CVM n. RJ2014/13261, julgado em 28 de junho de 2016. Diretor Relator Pablo Rentería)

notas comerciais; (ii) cédulas de crédito bancário que não fossem de responsabilidade de instituição financeira; (iii) debêntures não conversíveis e não permutáveis por ações; (iv) cotas de fundos de investimento fechados; e (v) certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio⁷⁷⁰.

Ao editar a norma, concluiu a CVM ser mais prudente restringir o seu alcance naquele momento inicial a determinados valores mobiliários bem difundidos no mercado, resguardando a possibilidade de avaliar a inclusão de outros valores mobiliários no futuro, após um período de familiarização com o novo regime⁷⁷¹. Com o passar do tempo, o amadurecimento do mercado com relação ao regime da Instrução CVM n. 476/2009, observado a partir do crescimento sólido do volume de ofertas públicas desse tipo já nos primeiros anos de vigência da norma, levou a CVM a ampliar gradativamente o seu alcance⁷⁷².

Posteriormente, esse rol foi ampliado para abranger também: (vi) letras financeiras (desde

⁷⁷⁰ Como antes mencionado, com o advento da Instrução CVM n. 605/2019, a oferta de certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio foram limitadas àqueles emitidos por companhia securitizadora registrada na CVM como companhia aberta. Essa recente limitação foi assim justificada: “A CVM considera que as companhias securitizadoras cumprem papel relevante perante os investidores numa emissão de certificados, aproximando-se da atuação de um administrador fiduciário e de um gestor de um fundo de investimento em relação ao monitoramento dos patrimônios em separado constituídos e à aquisição de novos direitos creditórios, nos casos de revolvência. Ademais, a análise sobre a aquisição de um certificado emitido por uma companhia securitizadora pouco ou nada se relaciona com o seu risco próprio de crédito, mas guarda, em vez disso, relação com os direitos creditórios que constituem o lastro do certificado. Em virtude dessas características, a CVM pretende iniciar os estudos para elaborar uma regulamentação específica para esse participante, que possui características únicas e particulares. Enquanto isso não ocorre, contudo, a CVM entende que não deve permitir que companhias securitizadoras não registradas realizem ofertas públicas com esforços restritos. (...) Como, atualmente, o regime de divulgação de informações dos certificados se encontra presente na regra aplicável às companhias securitizadoras registradas como emissores, os dispositivos de monitoramento e controle das carteiras dos certificados, incluindo os relatórios de acompanhamento do desempenho da carteira de direitos creditórios e o envio de tais documentos à CVM, não são exigíveis nas ofertas com esforços restritos, se realizadas por securitizadoras não registradas, trazendo prejuízo informacional ao mercado e à CVM e dificultando a supervisão dessas emissões, bem como dos patrimônios em separado constituídos.” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 03/2018, p. 4) Reconheceu a CVM, no âmbito da referida audiência pública, que essa medida instauraria assimetria no tratamento de companhias emissoras de valores mobiliários sob a Instrução CVM n. 476/2009. Quanto a esse ponto, comentou: “Entretanto, a CVM considera que tal assimetria encontra fundamento no papel que as companhias securitizadoras exercem no mercado de capitais, dado que todo processo de securitização de direitos creditórios guarda muitas especificidades. A emissão de um certificado de recebíveis é uma operação via de regra mais complexa que a emissão dos valores mobiliários mais tradicionais, tais como ações ou mesmo debêntures. Essa maior complexidade resulta em um rol diferenciado de atividades a serem desempenhadas pelas companhias securitizadoras no curso de suas atividades, nos termos da Lei nº 9.514, de 1997, norma essa que não é oponível a todos os emissores que acessam o mercado por meio da Instrução CVM nº 476, de 2009. Nesse sentido, é entendimento da Autarquia que as companhias securitizadoras atuam não só como emissores, mas como prestadores de serviço para os titulares dos certificados, aproximando-os dos administradores fiduciários de fundos de investimento.” (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 03/2018, p. 3-4)

⁷⁷¹ Cf. Relatório de análise da audiência pública n. 05/2008.

⁷⁷² Cf. Edital de audiência pública SDM n. 08/2011, p. 1.

que não relacionadas a operações ativas vinculadas, como depois passou a especificar); (vii) certificados de direitos creditórios do agronegócio; (viii) cédulas de produto rural financeiras que não sejam de responsabilidade de instituição financeira; (ix) *warrants* agropecuários; (x) certificados de operações estruturadas; bem como (xi) valores mobiliários de capital (desde que emitidos por emissor registrado na categoria A); e (xii) debêntures permutáveis por ações (emitidas por emissor registrado na categoria A); (xiii) certificados de depósito desses valores mobiliários; e (xiv) certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível I, Nível II e Nível III⁷⁷³.

Concentrar-nos-emos aqui nas normas pertinentes à oferta de debêntures e outros valores mobiliários de dívida emitidos por sociedades anônimas. Para esses valores mobiliários incide restrição quanto à posterior negociação em mercados regulamentados, vedada por período de noventa dias, contados de cada subscrição ou aquisição pelos investidores, salvo em hipóteses específicas⁷⁷⁴. Esse período de *lock-up* foi instituído na tentativa de impedir que a regra geral que limita o número de investidores dessas ofertas fosse facilmente elidida⁷⁷⁵.

Como mencionado, após esse período de vedação à negociação, os valores mobiliários em questão poderão ser negociados por investidores qualificados em mercado de balcão, organizado ou não organizado. Apenas em se tratando de emissor registrado, poderão ser negociados por investidores não qualificados, em mercado de balcão ou bolsa de valores⁷⁷⁶. A restrição à negociação em bolsa está também relacionada com a natureza desse mercado, que permite sejam atingidos grandes números de investidores⁷⁷⁷.

⁷⁷³ Cf. artigo 1º, §1º, da Instrução CVM n. 476/2009.

⁷⁷⁴ Cf. artigo 13 da Instrução CVM n. 476/2009. O inciso II do *caput* desse artigo ressalva a hipótese de lote objeto de garantia firme de colocação pelos coordenadores, nas ofertas públicas dos valores mobiliários descritos nos incisos I, III, V e VI do §1º do artigo 1º. Vale notar ainda que o manual do emissor da B3 reflete essa restrição, ao determinar que, uma vez deferido o pedido de admissão à negociação, os valores mobiliários passarão a ser negociados na B3 “a partir do dia útil subsequente ao término do prazo de 90 (noventa) dias a contar de sua subscrição ou aquisição pelos investidores nos termos da Instrução CVM nº 476/09” (cf. item 6.2.20 (iii)).

⁷⁷⁵ Cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 05/2008, p. 13; Relatório de análise de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 24.

⁷⁷⁶ Cf. artigo 14, *caput*, da Instrução CVM n. 476/2009. Recentemente, a CVM alterou a norma para permitir a dispensa da restrição à negociação pelo período de noventa dias para os títulos de dívida decorrentes do exercício de contrato de garantia firme (cf. Edital de audiência pública SDM n. 05/2017, p.1 e artigo 13, inciso II e parágrafo único, da Instrução CVM n. 476/2009).

⁷⁷⁷ Cf. 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, Sérgio. BARBOSA, Henrique. (coords.) *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 187. Ainda nesse ponto, destacou a área técnica da CVM no âmbito de recente julgado: “18. Ainda que não houvesse tal previsão na Instrução CVM 476, por força do disposto no § 2º do art. 21 da Lei 6.385, as Debêntures

Consequentemente, admite-se a negociação de debêntures e notas comerciais de emissão de companhias não registradas perante a CVM, distribuídas na forma da Instrução CVM n. 476/2009, ainda que sob determinadas restrições⁷⁷⁸. Contudo, essas restrições quanto aos mercados regulamentados em que podem ser negociados esses valores mobiliários e quanto à qualificação dos investidores que podem negociá-los, além do período de vedação a que ficam sujeitos, acabam por comprometer sua liquidez no mercado secundário⁷⁷⁹.

3.2.2.2.4 Distribuição de valores mobiliários de capital

Ao submeter a audiência pública a minuta de norma que deu origem à Instrução CVM n. 476/2009, a CVM solicitou manifestação sobre três questões principais, a primeira delas sendo a restrição quanto às espécies de valores mobiliários que poderiam ser objeto de

poderiam ser negociadas em mercado de balcão não organizado, uma vez que o registro de uma distribuição pública ou a sua dispensa pela CVM (nos termos do art. 19 da Lei 6.385), permite a negociação no mercado de balcão não organizado, como se pode observar no citado dispositivo: (...) 19. Isso significa que, uma vez tendo as Debêntures sido objeto de uma distribuição pública automaticamente dispensada de registro pela CVM, nos termos da Instrução CVM 476, elas podem, após o período de lockup de 90 dias, ser negociadas em mercado de balcão (organizado ou não), sem a necessidade de registro do emissor.” (cf. Memorando nº 12/2019-CVM/SRE/GER-2, de 3 de abril de 2019)

⁷⁷⁸ O manual do emissor da B3 confirma a possibilidade de a B3 admitir à negociação debêntures “*simples de emissão de Sociedades por Ações listadas na forma indicada no item 3.3 ou de Emissores sujeitos à Instrução CVM nº 476/09 não registrados perante a CVM*” (cf. item 6.7.2 (i)) e notas comerciais de emissão “*(i) Sociedades por Ações listadas na forma indicada no item 3.3; ou (ii) Emissores sujeitos à Instrução CVM nº 476/09 não registrados perante a CVM*” (cf. item 6.11.2). Com efeito, dados da CVM apontam que, entre 2014 e 2018, mais de 85% do volume financeiro de debêntures e CRI, e a totalidade das notas promissórias, foram distribuídos na forma da Instrução CVM n. 476/2009. (cf. CVM. O mercado de dívida corporativa no Brasil. 2019. p. 23. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_m_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019)

⁷⁷⁹ Nesse sentido, em estudo sobre o mercado secundário de debêntures brasileiro no período de janeiro de 2011 a junho de 2015, explicam economistas que a restrição quanto ao universo de investidores gera uma concentração que prejudica a formação de um mercado secundário ativo, inclusive porque as debêntures são em larga medida adquiridas pelos bancos coordenadores. E ainda, que muitas dessas debêntures não são oferecidas a mercado, pois operações concebidas como crédito bancário acabam sendo concretizadas sob a forma de emissão de debêntures. (cf. ALMEIDA, Carolina Amaral de. BAZILIO, Juliana Kramer. Liquidez do mercado secundário de debêntures: dinâmica recente, fatores determinantes e iniciativas. In: *Revista do BNDES*, n. 44, dezembro 2015. p. 182. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7083/1/RB%2044%20Liquidez%20do%20mercado%20secund%C3%A1rio%20de%20deb%C3%AAntures_P.pdf. Acesso em: 07 out. 2019) Diagnóstico semelhante foi apresentado em recente estudo publicado pela CVM, no sentido de que há uma alta frequência de ofertas de debêntures e notas promissórias realizadas com esforços restritos subscritas exclusivamente por um número reduzido de instituições financeiras e intermediárias, o que, a seu ver, sugere o uso dessa modalidade de oferta para concessão de crédito sem esforço de distribuição propriamente dito. (cf. CVM. O mercado de dívida corporativa no Brasil. 2019. p. 31. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_m_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019)

ofertas públicas distribuídas com esforços restritos⁷⁸⁰. Concluiu a CVM que para a inclusão de valores mobiliários de capital seriam necessários estudos adicionais⁷⁸¹. Consequentemente, a norma originalmente não permitia que fossem assim ofertados ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações – aqui referidos como valores mobiliários de capital.

Desde então, a Instrução CVM n. 476/2009 foi alterada por dez normas posteriores, para ampliar o seu alcance e adequar o seu regime. No ano de 2014 – ou seja, passados mais de cinco anos da edição da norma –, com a reforma promovida pela Instrução CVM n. 551/2014, a Instrução CVM n. 476/2009 passou a permitir que os seguintes valores mobiliários sejam objeto de oferta pública com esforços restritos, desde que emitidos por emissor registrado na categoria A: (i) ações; (ii) debêntures conversíveis em ações; (iii) bônus de subscrição (mesmo que atribuídos como vantagem adicional aos subscritores de debêntures); e (iv) debêntures permutáveis por ações⁷⁸². Na mesma ocasião, foram contemplados pela norma ainda os certificados de depósito de valores mobiliários nela listados e os certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível III (posteriormente ampliado, pela Instrução CVM n. 585/2017, para incluir também os programas de BDR Patrocinado Nível I e Nível II⁷⁸³).

⁷⁸⁰ Cf. Edital de audiência pública n. 05/2008, p. 3.

⁷⁸¹ Diz o respectivo relatório de análise que parte expressiva das manifestações recebidas era favorável à inclusão das ações e de valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis no rol de valores mobiliários a serem ofertados publicamente sob o amparo da nova Instrução. Argumentava-se que isso permitiria a criação de uma espécie de estágio preliminar, anterior à abertura de capital, em que emissores de menor porte poderiam iniciar relacionamentos com investidores e familiarizar-se com o ambiente regulado do mercado de valores mobiliários. E ainda, que isso beneficiaria também os emissores já registrados como companhias abertas, uma vez que passariam a dispor de um mecanismo mais ágil para a captação de recursos mediante oferta pública de capital. Não obstante, decidiu a SDM pela não inclusão daqueles valores mobiliários naquele momento: “No entender da SDM, a inclusão de ações e respectivos valores conversíveis ou permutáveis exigiria estudos e debates adicionais, sobretudo a respeito de questões complexas, tal como a possibilidade de exclusão do direito de preferência dos acionistas em ofertas públicas destinadas a um número pequeno de investidores. Após um período inicial de familiarização, por parte dos participantes do mercado, dos investidores e do próprio órgão regulador, com a aplicação prática da instrução, poderá ser reavaliada a conveniência de incluir tais valores mobiliários no âmbito das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 05/2008, p. 3-4)

⁷⁸² Cf. artigo 1º, §1º, incisos XI e XII da Instrução CVM n. 476/2009.

⁷⁸³ Essa ampliação foi assim justificada em audiência pública: “As alterações têm por finalidade aprimorar os instrumentos de acesso de emissores estrangeiros ao mercado de capitais brasileiro, viabilizando um potencial aumento da participação desses emissores no Brasil e, conseqüentemente, uma maior oferta de BDRs para investidores que desejem aumentar sua exposição a esses valores mobiliários. Nesse sentido, vale ressaltar que a participação desse tipo de emissor no Brasil ainda é baixa quando comparada aos mercados de capitais estrangeiros.” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 07/2016, p. 1) A impossibilidade de realizarem esforços de venda dos certificados de depósito de BDR Patrocinado Nível I e Nível II, sob o regime anterior, foi diagnosticada à época como um dos principais entraves à entrada de emissores estrangeiros. Diz ainda o referido edital que a solução encontrada se inseria no contexto da reforma iniciada pela Instrução CVM n.

Essa ampliação para a inclusão das ações no rol de valores mobiliários da Instrução CVM n. 476/2009 teve por objetivo principal o aprimoramento do ambiente regulatório para as empresas de menor porte, segundo proposta formulada à CVM pelo *Comitê Técnico de Ofertas Menores*⁷⁸⁴.

Não obstante, optou a CVM por não dispensar nessas situações o registro das companhias emissoras. Dessa forma, limitou o alcance da norma à oferta pública de valores mobiliários de capital de emissão de companhias registradas perante a CVM na categoria A, independentemente de seu porte. E ressaltou, ainda, que avaliaria oportunamente a conveniência de se criar regras distintas para ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários emitidos por empresas de pequeno e médio porte⁷⁸⁵.

Ao fazê-lo, instituiu a CVM regime próprio no âmbito da Instrução CVM n. 476/2009, distinto daquele aplicável às ofertas públicas com esforços restritos de valores mobiliários de dívida, salvo pelas restrições comuns antes descritas.

Notadamente, a negociação em mercados regulamentados de ações, bônus de subscrição, certificados de depósito de ações e certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível I, Nível II e Nível III é excetuada da regra que

551/2014: “No caso dos BDRs Nível II, essa inclusão é coerente com a justificativa adotada quando da elaboração da Instrução CVM n.º 551, de 2014, já que – tal como no caso dos BDRs Nível III – os emissores destes certificados de depósito devem ser registrados na categoria A. A CVM também considerou pertinente a permissão para oferta dispensada de registro de BDRs Patrocinados Nível I, cujos emissores não estão sujeitos a registro, por entender a regulamentação específica desses certificados de depósito permite uma ampliação de sua oferta sem acarretar riscos adicionais ao mercado de valores mobiliários brasileiro.” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 07/2016, p. 3)

⁷⁸⁴ Cf. Edital de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 1. Diz este documento que o *Comitê Técnico de Ofertas Menores* sucedeu o *Grupo de Trabalho de Ofertas Menores*, formado pela CVM e outras entidades do mercado, em novembro de 2012, com o objetivo de propor medidas para a promoção do acesso ao mercado de valores mobiliários como fonte de financiamento para empresas de pequeno e médio porte. O Comitê propôs a regulamentação de procedimento de oferta de ações com esforços restritos, direcionada a investidores qualificados, para ofertas iniciais e subsequentes (primárias ou secundárias), nos moldes do procedimento previsto para a oferta de debêntures na Instrução CVM n. 476/2009.

⁷⁸⁵ Cf. Edital de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 1. Segundo a CVM, de maneira geral, os participantes da audiência pública consideraram pertinente a limitação quanto ao prévio registro de emissor na categoria A, bem como a inexistência de limitação quanto ao seu porte financeiro (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 1). No entanto, houve quem reclamasse que a primeira restrição impediria que empresas de menor porte se beneficiassem dessa alternativa, sugerindo inclusive a criação de nova categoria para esses emissores, e ainda a ampliação dessa autorização para as companhias registradas na categoria B. A crítica nos parece pertinente. Nesse sentido, afirma Pitta: “A despeito dos propósitos declarados quando da inclusão de tais valores mobiliários no âmbito do regime especial prescrito pela Instrução CVM n. 476/09, inseridos no contexto de uma política regulatória voltada a incentivar a utilização do mercado primário de valores mobiliários por empresas de menor porte, o fato de a utilização de tal mecanismo estar restrito às companhias abertas registradas perante o regulador retira, evidentemente, 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.” (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 379-380)

estabelece vedação à negociação (*lock-up*) por período de noventa dias⁷⁸⁶. Além disso, por se tratar de emissores registrados, não incide a restrição quanto à negociação dos respectivos valores mobiliários em bolsa de valores⁷⁸⁷. Todavia, optou a CVM por impor, em certas hipóteses, a restrição quanto à negociação exclusivamente por investidores *qualificados*, não obstante tratar-se de valores mobiliários emitidos por emissores registrados⁷⁸⁸.

Nessa linha, no tocante às ações distribuídas com esforços restritos, a restrição quanto à negociação por investidores qualificados somente deixa de incidir se já tiver ocorrido ou vier a ocorrer o encerramento de oferta pública registrada na CVM para a distribuição de ações da mesma espécie e classe, ou tenha transcorrido o período de dezoito meses da data de admissão à negociação em bolsa de valores de ações da mesma espécie e classe⁷⁸⁹. Entendeu

⁷⁸⁶ Cf. artigo 13, inciso I, da Instrução CVM n. 476/2009. Segundo a CVM, essa exceção foi proposta a partir da ponderação entre o objetivo do *lock up* de limitar a possibilidade de elisão do limite quanto ao número de investidores e a dificuldade operacional das entidades administradoras de mercado de segmentar, em seu sistema, ações da mesma espécie e classe sujeitas ao *lock up* e aquelas de livre negociação. Não tendo vislumbrado prejuízo aos investidores – que, na maioria dos casos, poderiam adquirir valores mobiliários idênticos no mercado –, decidiu então a CVM propor exceção à regra do *caput* do período de vedação (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 24).

⁷⁸⁷ Cf. artigo 14, *caput*, da Instrução CVM n. 476/2009. Note-se que os BDR Patrocinados Nível I, cujos emissores não estão sujeitos a registro, são também excetuados dessa restrição à negociação, sendo, contudo, sua negociação regida por regulamentação específica (cf. artigo 14, §3º, da Instrução CVM n. 476/2009). Diz o edital da audiência pública que deu origem à Instrução CVM n. 585/2017: “*Os incentivos para o acesso das empresas patrocinadoras de programa de BDR Nível I são altos, quando comparados aos programas de BDR Nível II, já que elas poderão realizar esforço de venda de seus certificados em nosso mercado de valores mobiliários sem a necessidade de obtenção do registro de emissor. Cria-se, portanto, uma etapa intermediária para as empresas patrocinadoras que pretendem acessar o mercado brasileiro por meio de BDRs, mas ainda não desejam obter o registro na categoria A.*” (cf. Edital da audiência pública SDM n. 07/2016, p. 4)

⁷⁸⁸ Cf. artigo 15, *caput* e §1º, da Instrução CVM n. 476/2009. Essas restrições têm recebido crítica – a nosso ver, justificadas – por sua incompatibilidade com a disciplina aplicável a esses emissores: “*Assim, os benefícios decorrentes do regime especial aplicável às ofertas de ações se limitam à celeridade em relação à realização da transação (uma vez que não está sujeita ao registro prévio perante o regulador) e não representam uma efetiva flexibilização no que diz respeito às obrigações e aos custos impostos aos emissores. E não obstante a obrigatoriedade do registro, a negociação das ações ofertadas nos termos da Instrução CVM 476 está sujeita a certas restrições, a despeito de os respectivos emissores cumprirem integralmente com todos os requisitos regulatórios (inclusive e principalmente informacionais) exigidos para a negociação de seus valores mobiliários em mercado. Essa circunstância é incompatível com a lógica intrínseca ao arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro, que, como regra geral, condiciona a livre negociação de valores mobiliários em mercado ao cumprimento com o regime informacional obrigatório, em consonância com o princípio do full disclosure.*” (cf. REBELLO, Carlos. PITTA, André Grunspun. Instrução CVM 476 – Dez anos de liberdade com responsabilidade. In: *Jota*. Disponível em: https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/instrucao-cvm-476-dez-anos-de-liberdade-com-responsabilidade-18022019. Acesso em: 05 set. 2019). Também no sentido de que a Instrução CVM n. 476/2009 demonstra excessiva rigidez no que diz respeito às restrições à negociação das ações assim ofertadas, ver PITTA, André Grunspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 403-407.

⁷⁸⁹ Cf. artigo 15, §1º e §3º, da Instrução CVM n. 476/2009. O mesmo se aplica às ofertas públicas com esforços restritos de bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis por ações, certificados de depósito desses valores mobiliários e de ações e certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível II e Nível III (cf. artigo 15, §6º, da Instrução CVM n. 476/2009). Considerando que a negociação de BDR Patrocinado Nível I é restrita a investidores qualificados e empregados, esses não foram incluídos no regime do artigo 15 (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 07/2016, p. 14).

a CVM que, no primeiro caso, a restrição não teria sentido, dada a fungibilidade entre as ações previamente distribuídas por oferta registrada e aquelas que viessem a ser distribuídas com esforços restritos, e, no segundo, que dezoito meses seria um prazo adequado para garantir um período mínimo de prestação de informações e acompanhamento pelo mercado⁷⁹⁰. Restrições ainda mais severas são impostas às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos tendo por objeto ações de emissores em fase pré-operacional⁷⁹¹.

Por fim, foi necessário dedicar tratamento específico ao exercício do direito de preferência nessas hipóteses e à proteção dos antigos acionistas contra diluição, em atenção ao inciso I do artigo 172 da Lei n. 6.404/1976⁷⁹². Passou então a Instrução CVM n. 476/2009 a autorizar a realização de oferta pública de distribuição primária, com esforços restritos, de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis em ações ou certificados de depósito desses valores mobiliários, com exclusão do direito de preferência ou com prazo para exercício de

⁷⁹⁰ Cf. Edital de audiência pública SDM n. 01/14, p. 4. Essa restrição recebeu críticas no âmbito da respectiva audiência pública, ao que respondeu a CVM: “A sugestão de exclusão do §3º do art. 15 não foi considerada pertinente. A CVM entende conveniente que sejam estabelecidas regras adicionais para permitir a negociação por investidores não qualificados neste momento inicial da inclusão de ações e debêntures conversíveis ou permutáveis em ações emitidas por emissores registrados na categoria A, e outros títulos de renda variável, no regime de distribuição pública com esforços restritos, resguardada a possibilidade de a CVM vir a analisar em momento posterior a revisão dessas regras.” (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 27)

⁷⁹¹ Para os fins da Instrução CVM n. 476/2009, uma companhia será considerada pré-operacional enquanto não tiver apresentado receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM (cf. artigo 15, §7, da Instrução CVM n. 476/2009). Na hipótese de oferta pública distribuída com esforços restritos tendo por objeto ações de emissor em fase pré-operacional, essa restrição somente deixa de incidir quando a companhia se tornar operacional e, cumulativamente, com o decurso dos prazos de dezoito meses do encerramento da oferta e de dezoito meses da admissão à negociação das ações em bolsa de valores (cf. artigo 15, §1º e §4º, da Instrução CVM n. 476/2009). O mesmo se aplica às ofertas públicas com esforços restritos de bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis por ações, certificados de depósito desses valores mobiliários e de ações e certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível II e Nível III (cf. artigo 15, §6º, da Instrução CVM n. 476/2009). Não obstante, excetuam-se desse regime os casos de companhias que tenham realizado a primeira oferta pública de ações com registro na CVM e tenham cumprido a restrição imposta na oferta registrada (cf. artigo 15, §5º, da Instrução CVM n. 476/2009). Essa regra foi inserida pela Instrução CVM n. 551/2014 para formalizar prática que, segundo a CVM, já vinha sendo adotada pelo mercado brasileiro, de direcionar as ofertas públicas iniciais de companhia em fase pré-operacional para investidores qualificados, e porque a CVM considerou importante limitar o acesso de investidores não qualificados a ofertas públicas de valores mobiliários de emissores pré-operacionais, em função da maior dificuldade de projeção do fluxo de caixa futuro dessas companhias (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 30; 32-33). Nesse sentido, na visão da CVM, o período de dezoito meses permite a formação de um histórico razoável de informações divulgadas pelo emissor após a captação de recursos, e, portanto, viabiliza uma melhor avaliação sobre seu desempenho e o resultado de suas operações (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 32-33).

⁷⁹² Diz o referido dispositivo (com redação dada pela Lei n. 10.303/2001): “Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública;”

direito de preferência inferior a cinco dias, desde que seja concedida prioridade aos acionistas para subscrição dos valores mobiliários, ou se a realização da oferta sem a garantia de prioridade for aprovada por acionistas que representem 100% do capital social do emissor⁷⁹³.

Apesar de facilitar e agilizar a realização de ofertas públicas de valores mobiliários de capital – especialmente as ofertas de *follow-on*, para as quais esse modelo teve considerável sucesso⁷⁹⁴ –, parecem mais limitados os benefícios do regime de oferta pública distribuída com esforços restritos nessas situações. Notadamente, as emissoras seguem sujeitas aos custos e prazos associados à obtenção de registro de companhia aberta e à disciplina jurídica que incide a partir desse registro. Em vista disso, cabe indagar se seria oportuna a ampliação dessa autorização a emissores não registrados, assim como perquirir os motivos pelos quais a CVM não liberou de início, para companhias não registradas, a alternativa de captação por meio de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos de valores mobiliários de capital.

3.2.2.2.5 Disciplina do emissor (não registrado)

No âmbito da Instrução CVM n. 476/2009, a dispensa do registro de emissor não equivale a um total afastamento das obrigações aplicáveis aos emissores registrados. Melhor dizendo, a Instrução CVM n. 476/2009 estabelece disciplina própria para os emissores não registrados cujos valores mobiliários sejam distribuídos nos termos daquele diploma, composta por obrigações tipicamente aplicáveis às companhias abertas.

Na minuta de norma submetida a audiência pública que deu origem à Instrução CVM n. 476/2009, a CVM incluiu, nas palavras do respectivo edital, “*obrigações informacionais*

⁷⁹³ Cf. artigo 9-A da Instrução CVM n. 476/2009, inserido pela Instrução CVM n. 551/2014 e cujo inciso I do *caput* foi alterado pela Instrução CVM n. 601/2018 para ressaltar o disposto no §1º do artigo 5-B daquela norma. Sobre o tema, manifestou-se a CVM em audiência pública, nos seguintes termos: “*De fato, nos casos em que o estatuto social prevê a possibilidade de redução do prazo para o exercício do direito de preferência, também se justifica a criação de mecanismos de proteção contra a diluição. Uma vez que a oferta pública com esforços restritos é destinada a um universo restrito de investidores, nos casos em que o estatuto estabeleça prazo exíguo para o exercício da preferência, não existe aqui a mesma alternativa presente para os acionistas na oferta regulada pela Instrução CVM nº 400, de 2003, de participação na subscrição pública. Assim, na proposta definitiva de instrução, estabeleceu-se que, nos casos em que o prazo previsto no estatuto para o exercício do direito de preferência for inferior a 5 dias úteis, o emissor deve oferecer prioridade aos acionistas pelo tempo necessário para o complemento do prazo de 5 dias úteis.*” (cf. Relatório de análise de audiência pública SDM n. 01/2014, p. 19)

⁷⁹⁴ Cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 457.

mínimas” para os emissores não registrados, “*sobretudo quanto à verificação da veracidade, consistência e suficiência das informações fornecidas aos investidores*”⁷⁹⁵. A observância desse regime foi imposta como condição a que os valores mobiliários distribuídos por meio de oferta pública com esforços restritos fossem admitidos a negociação em mercado de balcão organizado e não organizado⁷⁹⁶. No âmbito da audiência pública, a CVM solicitou comentários sobre a necessidade de se impor tais exigências, especialmente quanto à divulgação de fato relevante. Propunha ponderação quanto a se os investidores qualificados necessitam ou desejam esse tipo de proteção, ou se essas regras imporiam custos desnecessários aos emissores. A CVM posteriormente se convenceu da conveniência e necessidade de proteção desses investidores por meio de disciplina própria, “*tendo em vista, especialmente, a possibilidade de distribuição com esforços restritos de valores mobiliários de emissão de companhias fechadas*”⁷⁹⁷.

A Instrução CVM n. 476/2009 então estabeleceu regime composto pelas obrigações concentradas em seu artigo 17, sem prejuízo do disposto em regulamentação específica (ou seja, esse regime não se sobrepõe às obrigações impostas por normas especiais aos diferentes emissores, inclusive aqueles registrados). Como reforço, prevê a Instrução CVM n. 476/2009 que somente poderão ser negociados em mercados regulamentados os valores mobiliários cujos instrumentos jurídicos reproduzam essas obrigações impostas aos emissores⁷⁹⁸.

As obrigações impostas aos emissores sob o artigo 17 da Instrução CVM n. 476/2009 incluem (i) a preparação de demonstrações financeiras de encerramento de exercício e, se for o caso, demonstrações consolidadas, em conformidade com a Lei n. 6.404/1976 e com as regras emitidas pela CVM; (ii) a auditoria de suas demonstrações financeiras por auditor registrado na CVM; (iii) a divulgação das demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e do relatório dos auditores independentes, relativas aos 3 (três) últimos

⁷⁹⁵ Cf. Edital de audiência pública n. 05/2008, p. 2.

⁷⁹⁶ Cf. Edital de audiência pública n. 05/2008, p. 4.

⁷⁹⁷ Cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 05/2008, p. 6. Diz o relatório que a maior parte das manifestações recebidas era favorável à fixação de obrigações informacionais mínimas, inclusive quanto à divulgação de fato relevante.

⁷⁹⁸ Cf. artigo 17, §1º, da Instrução CVM n. 476/2009. Diz ainda o §2º, inciso I, que as obrigações do *caput* não se aplicam aos emissores de valores mobiliários que não possam ser negociados em mercados regulamentados, nos termos do §1º. O mesmo parágrafo estabelece hipóteses adicionais de exceção ao regime do artigo 17. Nesse sentido, são excetuados desse regime de informação os BDR Patrocinados Nível I, apesar de seus emissores não estarem sujeitos a registro, uma vez que a Instrução CVM n. 332/2000 estabelece regime próprio de prestação de informações para as empresas patrocinadoras de programas de BDR (cf. artigo 17, §2º, inciso III da Instrução CVM n. 476/2009).

exercícios sociais encerrados, até o dia anterior ao início das negociações, exceto quando o emissor não as possua por não ter iniciado suas atividades previamente ao referido período; (iv) a divulgação de demonstrações financeiras subsequentes, acompanhadas de notas explicativas e relatório dos auditores independentes, dentro de três meses contados do encerramento do exercício social; (v) a observância das disposições da Instrução CVM n. 358/2002 no tocante ao dever de sigilo e às vedações à negociação; (vi) a divulgação de fatos relevantes nos termos do artigo 2º da Instrução CVM n. 358/2002; (vii) o fornecimento de informações solicitadas pela CVM; e (viii) a divulgação de relatório anual e demais comunicações enviadas pelo agente de notas promissórias de longo prazo e pelo agente fiduciário na mesma data do seu recebimento⁷⁹⁹.

Como se pode ver, o regime informacional imposto como contrapartida à limitação do esforço de prospecção da Instrução CVM n. 476/2009 é mais brando em comparação com aquele ordinariamente aplicável aos emissores registrados⁸⁰⁰. Aliás, há quem reclame que esse regime é brando demais e não estabelece grau de transparência adequado⁸⁰¹.

A Instrução CVM n. 476/2009 reforça a responsabilidade atribuída aos administradores do emissor pelo cumprimento das obrigações impostas ao ofertante⁸⁰². Especificamente com relação ao regime do artigo 17, estabelece que os controladores e os administradores do emissor são responsáveis pelo cumprimento daquelas obrigações⁸⁰³. E ainda, que o descumprimento do artigo 17 constitui infração grave e sujeita o emissor, seus controladores

⁷⁹⁹ Cf. artigo 17, *caput*, incisos I a VIII, da Instrução CVM n. 476/2009. Determina o §3º do mesmo artigo que o emissor deve divulgar as informações referidas nos incisos III, IV e VI do *caput* em sua página na rede mundial de computadores, mantendo-as disponíveis pelo período de três anos, e em sistema disponibilizado pela entidade administradora de mercados organizados onde os valores mobiliários estejam admitidos à negociação. Vale notar que o Manual do Emissor da B3 também confere tratamento específico aos emissores não registrados perante a CVM sujeitos à Instrução CVM n. 476/2009. Exige o referido manual que esses emissores encaminhem à B3 (i) suas demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e parecer dos auditores independentes, no prazo de três meses contados do encerramento do exercício social; e (ii) a ocorrência de fato relevante, nos termos do artigo 2º da Instrução CVM n. 358/2002 (cf. item 5.5.1).

⁸⁰⁰ Cf. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 & 20. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 403.

⁸⁰¹ Cf. ALMEIDA, Carolina Amaral de. BAZILIO, Juliana Kramer. Liquidez do mercado secundário de debêntures: dinâmica recente, fatores determinantes e iniciativas. In: *Revista do BNDDES*, n. 44, dezembro 2015. p. 182. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7083/1/RB%2044%20Liquidez%20do%20mercado%20secund%C3%A1rio%20de%20deb%C3%A1ntures_P.pdf. Acesso em: 07 out. 2019)

⁸⁰² Cf. artigo 10-B da Instrução CVM n. 476/2009 (inserido pela Instrução CVM n. 601/2018). Vale lembrar que o artigo 12 da Instrução CVM n. 476/2009 importa às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos a incidência das normas de conduta do artigo 48 da Instrução CVM n. 400/2003, com exceção do inciso III. Essas normas determinam condutas que devem ser observadas não apenas pelos emissores, mas também por ofertantes, instituições intermediárias e pessoas que estejam com eles trabalhando ou os assessorando, antes e depois da divulgação da oferta pública ao mercado.

⁸⁰³ Cf. artigo 17, §4º, da Instrução CVM n. 476/2009.

e administradores, às sanções da Lei n. 6.385/1976⁸⁰⁴.

Já para os emissores registrados perante a CVM, a Instrução CVM n. 476/2009 apenas ressalta o dever que lhes é aplicável de divulgar, de maneira abrangente, equitativa e simultânea, para todo o mercado, as informações fornecidas aos investidores procurados⁸⁰⁵.

3.2.2.3 Ofertas públicas de *crowdfunding* de investimento (Instrução CVM n. 588/2017)

3.2.2.3.1 Dispensa de registro

A Instrução CVM n. 588/2017 disciplinou as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizadas por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo – isto é, aquelas voltadas ao chamado *crowdfunding* de investimento, como mencionado no item 2.3.1 do Capítulo 2 desta Parte II.

Trata-se de nova modalidade que permite que essas empresas captem recursos por meio da oferta pública de títulos que garantam aos investidores direito de participação, parceria ou remuneração, normalmente consubstanciados em contratos de investimento coletivo⁸⁰⁶. Em função disso, atraem a competência da CVM, nos termos do artigo 2º da Lei n. 6.385/1976.

No intuito de facilitar o recurso a essa modalidade de oferta, que vem se consolidando como importante instrumento de captação para as chamadas *startups*, a Instrução CVM n. 588/2017 concedeu-lhes dispensa *automática* do registro de oferta pública, observadas

⁸⁰⁴ Cf. artigo 18, inciso II, da Instrução CVM n. 476/2009.

⁸⁰⁵ Cf. artigo 10, §2º, da Instrução CVM n. 476/2009 (inserido pela Instrução CVM n. 551/2014). Esse dispositivo foi inserido pela Instrução CVM n. 551/2014 para reforçar a regra geral de que o emissor não pode realizar divulgação seletiva de informações, consagrada pelo artigo 16 da Instrução CVM n. 480/2009 (cf. Edital de audiência pública n. 05/2008, p. 6)

⁸⁰⁶ Cf. CVM. *Crowdfunding de investimento*. Rio de Janeiro: CVM, 2019. p. 9. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: 06 out. 2019). Esse estudo estima que atualmente o modelo mais usual seja a oferta de títulos representativos de dívida conversível em participação. De todo modo, essa modalidade comporta tanto a oferta de valores mobiliários que garantam participação societária (*equity crowdfunding*), quanto de outros valores mobiliários (*investment-based crowdfunding*). Sobre as ofertas de *crowdfunding* de investimento e situações que podem gerar dúvida quanto à sua qualificação como oferta pública, ver TERRA, Aline de Miranda Valverde. *Notas sobre o crowdfunding no direito brasileiro*. Revista Eletrônica do Curso de Direito da UFSM, Santa Maria, RS, v. 13, n. 3, p. 1144-1145, dez. 2018. em: <https://periodicos.ufsm.br/revistadireito/article/view/31176>. Acesso em: 28 dez. 2019. Ainda sobre o tema, incluindo amplo panorama das abordagens regulatórias norte americana e europeia, ver PITTA, André Grünspan. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 411-426.

determinadas condições⁸⁰⁷.

Em contrapartida, com vistas a assegurar a proteção dos investidores dessa modalidade de oferta, foram estabelecidas uma série de restrições e procedimentos obrigatórios, analisados em maior detalhe na próxima seção.

Adicionalmente, as plataformas eletrônicas de investimento participativo foram reguladas de modo a funcionar como *gatekeepers* desse segmento de mercado⁸⁰⁸. Entendeu a CVM que as funções desempenhadas pelas plataformas, especialmente seu papel essencial na aproximação de empreendedores de pequeno porte e uma ampla gama de investidores, são características da atuação dos participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Por isso, tornou a intermediação de ofertas públicas de *crowdfunding* de investimento atividade privativa dessas plataformas, delas passando a exigir registro próprio e nelas concentrando diversos deveres e responsabilidades com respeito à orientação dos investidores e à verificação e divulgação de informações a respeito dos emissores e da oferta, dentre outros⁸⁰⁹.

Além disso, a Instrução CVM n. 588/2017 concedeu também dispensa *automática* de registro para as sociedades empresárias de pequeno porte emissoras de valores mobiliários assim ofertados. Mais do que isso, tornou a inexistência desse registro condição obrigatória

⁸⁰⁷ Cf. artigo 3º, *caput*, da Instrução CVM n. 588/2017. Consequentemente, não se aplica a essa modalidade de oferta a disciplina geral sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (cf. artigo 1º, §1º). Nesse ponto, entendeu a CVM que: “*Para que o investment-based crowdfunding possa desempenhar um papel efetivo na redução dos gargalos do financiamento de empresas em estágio inicial, faz-se necessário que algumas características sejam observadas neste tipo de oferta. Por exemplo, o empreendedor de pequeno porte não deve ficar assoberbado com exigências regulatórias, os custos devem ser os mais baixos possíveis e deve haver celeridade nas ofertas. Assim, é claro para a CVM que o regime de dispensa automática de registro é o mais adequado para esta atividade, tendo em vista, ainda, os baixos valores envolvidos.*” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 06/2016, p.15) A Instrução CVM n. 588/2017 estabelece apenas obrigações de envio à CVM de formulário com dados sobre cada oferta, na data de início, e de relatório anual. Essas obrigações são menos onerosas e não se confundem ou produzem os mesmos efeitos do registro de oferta pública para os fins do artigo 19 da Lei n. 6.385/1976.

⁸⁰⁸ De acordo com a norma, a plataforma eletrônica de investimento participativo (doravante designada simplesmente plataforma) deve ser: “*pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores*” (cf. artigo 2º, *caput*, inciso II). O edital da respectiva audiência pública confirma o papel que a CVM pretendeu lhes atribuir: “*Ao considerar a possibilidade de atuação da plataforma no âmbito do sistema de distribuição de valores mobiliários durante a elaboração da Minuta, a CVM entendeu necessário que esse participante cumpra o papel de gatekeeper, assumindo um conjunto de responsabilidades perante os investidores e a CVM. Essa função é de grande relevância, posto que as ofertas serão conduzidas em regime de dispensa automática de registro e, portanto, não haverá qualquer apreciação prévia por parte das áreas técnicas da CVM.*” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 06/2016, p. 14)

⁸⁰⁹ Cf. artigo 3º, §1º, da Instrução CVM n. 588/2017. A autorização necessária ao funcionamento das plataformas e seus deveres são regulados especialmente nos artigos 12 a 17 da Instrução CVM n. 588/2017.

ao enquadramento como sociedade empresária de pequeno porte para os fins daquela norma, de modo que somente sociedades não registradas perante a CVM podem se valer dessa modalidade de oferta. A norma exige, ainda, para o enquadramento sob essa classificação, que a sociedade empresária seja constituída no Brasil e registrada no registro público competente, e tenha apurado receita bruta anual de até R\$ 10 milhões no exercício social encerrado no ano anterior à oferta⁸¹⁰. Não há restrição quanto à forma societária da sociedade emissora, tampouco quanto à espécie de valores mobiliários ofertados⁸¹¹. Ou seja, a CVM

⁸¹⁰ Cf. artigo 2º, inciso III, da Instrução CVM n. 588/2017. De acordo com o §4º do mesmo artigo, na hipótese de a sociedade empresária de pequeno porte ser controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento, a receita bruta consolidada anual do conjunto de entidades que estejam sob controle comum não pode exceder R\$ 10 milhões no exercício social encerrado no ano anterior à oferta. Sobre esse limite, diz o respectivo edital de audiência pública: “Com o limite proposto, a CVM tem em vista empresas que estejam em seus estágios iniciais de desenvolvimento de ideias, protótipos ou provas de conceito, bem como startups de variado porte. A regulamentação proposta leva em conta a premissa que o investment-based crowdfunding pode contribuir para a criação de negócios, podendo desempenhar um papel estratégico para os países em desenvolvimento.” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 06/2016, p. 10) Esse limite recebeu críticas no âmbito da audiência pública, rebatidas pela CVM nos seguintes termos: “A CVM entende que o valor proposto é adequado para esse primeiro momento de consolidação do crowdfunding de investimento no Brasil. A proposta apresentada na Minuta vai além da mera atualização monetária do valor de R\$ 3,6 milhões, estabelecido pela Lei Complementar nº 139, de 10 de novembro de 2011, que modificou a Lei Complementar nº 123, de 2006, que resultaria num montante atualizado de R\$ 5,02 milhões (correção pelo IPCA-E desde dezembro de 2011 até julho de 2016, data do edital de audiência pública SDM nº 06/16). A Minuta apresentou, inclusive, um limite de receita bruta anual equivalente ao dobro deste valor. (...) A Minuta, no entender da CVM, atende integralmente o comando constitucional, pois o limite de receita anual proposto, que é base do critério de elegibilidade para as dispensas automáticas de registro da emissão e do emissor, não é mais restritivo do que o limite máximo de receita bruta encontrado nas definições atribuídas às microempresas e empresas de pequeno porte na Lei Complementar nº 123, de 2006 - Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Entretanto, se a CVM estendesse por demasiado esse critério, permitindo o usufruto das mesmas dispensas por empresas com receitas anuais muito superiores, ou a participação de grupos econômicos com elevadas receitas, a intenção do constituinte seria ferida, pois haveria uma competição desigual por recursos, diminuindo as chances de sucesso de legítimos empreendedores de pequeno porte.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 12) Além disso, quanto a essas e outras exigências, o relatório ressalva que a CVM optou por uma abordagem inicial mais cautelosa para a inauguração do *crowdfunding* de investimento e poderá rever certas exigências no futuro, com o amadurecimento desse mercado. (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 10-11) Por fim, vale notar que a CVM inseriu esse tema – “*crowdfunding*” – em sua agenda regulatória para o ano de 2020, de modo que mudanças poderão ser promovidas a esse regime no futuro próximo. (cf. CVM. *Regime Informacional e Ofertas Públicas estão na Agenda Regulatória CVM 2020*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/index.html>. Acesso em: 08 jan. 2020)

⁸¹¹ No caso de emissor não constituído como sociedade anônima, devem as informações essenciais sobre a oferta conter alerta quanto à inexistência de obrigação de transformação nesse tipo societário e descrição das implicações da não transformação para o titular dos valores mobiliários. E ainda, a norma exige que as informações essenciais da oferta esclareçam se: o valor mobiliário confere ao portador direito de crédito perante a sociedade empresária de pequeno porte e as condições de remuneração; é título representativo de dívida conversível em participação; confere participação no capital; confere direito de voto e, especialmente, se há quaisquer restrições a este direito; e é passível de livre cessão ou transferência, ou quais são as limitações a estes direitos. Vale notar que a minuta originalmente submetida a audiência pública impunha requisito de integralização do capital social e vedação à oferta de quotas. Porém, esses requisitos foram excluídos no âmbito da audiência pública, tendo a CVM concluído não ser conveniente exigir a transformação do emissor em sociedade anônima por ocasião da conversão dos títulos: “A razão para isso é ele pode não ter ainda o porte adequado para tanto e a própria conversão mandatória ser prejudicial a ele e, conseqüentemente, aos investidores. Nesse sentido, caberá aos investidores decidir acerca da conveniência de se realizar a conversão,

restringiu o alcance dessa dispensa – na verdade, dessa modalidade de oferta – a sociedades empresárias, de pequeno porte, não registradas.

Uma distinção fundamental deve ser ressaltada quanto ao alcance da dispensa de registro nas ofertas públicas de *crowdfunding* de investimento. A Instrução CVM n. 588/2017 não tem, e não pretendeu ter, o alcance de permitir a realização de ofertas secundárias sob essa dispensa de registro, quanto menos de facilitar a posterior negociação dos valores mobiliários assim ofertados em mercados regulamentados⁸¹². A consequente restrição de liquidez dos valores mobiliários assim ofertados no mercado secundário é uma deficiência que a norma reconhece, e não busca solucionar⁸¹³. Tanto assim que o tratou tão somente com um alerta aos potenciais investidores, que deve necessariamente constar do material da oferta, justamente quanto à inexistência de mercado secundário regulamentado para a negociação de valores mobiliários adquiridos no âmbito de oferta dispensada de registro nos termos da Instrução CVM n. 588/2017⁸¹⁴.

Além disso, as plataformas são obrigadas a disponibilizar material didático e a alertar potenciais investidores quanto ao fato de que as sociedades empresárias de pequeno porte e as respectivas ofertas estão automaticamente dispensadas de registro na CVM, bem como que a CVM não analisa previamente as ofertas e não há garantia de veracidade das informações prestadas ou de adequação à legislação vigente, nem tampouco julgamento sobre a qualidade dos valores mobiliários ofertados por parte da CVM.

Exige ainda a norma que todos os investidores firmem termo de adesão e ciência de risco, declarando estarem cientes inclusive “*do risco associado às dificuldades que possa enfrentar para vender valores mobiliários de sociedade empresária de pequeno porte não registrada na CVM e que não são admitidos à negociação em mercados regulamentados*”,

considerando os riscos de se ingressar no capital de uma sociedade limitada, de um lado, e suas perspectivas de crescimento e geração de resultados, de outro.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 44-45)

⁸¹² Com efeito, a Instrução CVM n. 588/2017 proíbe as plataformas, seus sócios, administradores e funcionários, de realizar atividades de intermediação secundária de valores mobiliários (artigo 28, inciso X).

⁸¹³ A pesquisa conduzida pela CVM antes da submissão da norma a audiência pública sobre diferentes abordagens regulatórias do tema revelou preocupação no cenário internacional com a falta de liquidez dos valores mobiliários objeto dessa modalidade de oferta. Aponta, inclusive, que esse teria sido o fator de risco considerado mais sério pela European Securities Markets Authority (ESMA). (cf. Edital de audiência pública SDM n. 06/2016, p. 8; Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 23) Para um resumo sobre a abordagem do tema na União Europeia, ver ESMA. *Investment-based crowdfunding: insights from regulators in the EU*. 2015. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856_ann_1_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu_-_crowdfunding_survey.pdf. Acesso em: 19 dez. 2019.

⁸¹⁴ Cf. Anexo 8 da Instrução CVM n. 588/2017, seção 6 (h).

bem como “*de que a sociedade empresária de pequeno porte não é registrada na CVM e que pode não haver prestação de informações contínuas pela sociedade após a realização da oferta*”.

Esse risco de liquidez é um problema relevante que merece atenção em futura revisão da norma. Não obstante, essa nova modalidade de oferta e nova alternativa de investimento vem ainda assim demonstrando considerável sucesso, ilustrado pelo aumento consistente do número de plataformas eletrônicas em atividade e de investidores participantes, bem como do montante total assim captado⁸¹⁵.

Por outro lado, vale lembrar que, simultaneamente à introdução do novo diploma, foram revogadas as dispensas automáticas de registro para microempresas e empresas de pequeno porte de que tratamos no item 2.3.1 do Capítulo 2 desta Parte II⁸¹⁶. Em comparação com o regime de dispensas anterior, apesar da ampliação do universo de emissores e do aumento do limite anual de captação, a Instrução CVM n. 588/2017 promoveu ao mesmo tempo certas restrições, inclusive quanto ao volume máximo de aplicação por investidor nessa modalidade de oferta, como veremos a seguir.

Portanto, a despeito do objetivo declarado da CVM de ampliar e aprimorar as alternativas de financiamento para empresas com dificuldade de acesso a crédito em função de seu porte com a edição da Instrução CVM n. 588/2017, essa norma não resolve por completo as dificuldades enfrentadas por essas empresas. Tanto assim que estudo recente da própria CVM aponta para a existência de um conjunto de pequenas e médias empresas que ainda acessam pouco ou não conseguem acessar o mercado de valores mobiliários por meio de ofertas públicas de valores mobiliários de dívida, e recomenda o fomento de “*captações de renda fixa e variável voltadas a PMEs em ambientes de negociação segmentados e com*

⁸¹⁵ De acordo com a CVM, entre 2016 e 2018, o número de investidores aumentou 716%, de 1.099 para 8.966; o número de ofertas fechadas com sucesso aumentou de 24 para 46; o valor médio de captação por oferta aumentou de R\$ 347.621,82 para R\$ 1.000.137,83; o número médio de investidores por oferta aumentou de 46 para 195; o número de plataformas aumentou de 4 para 14. (cf. CVM. Notícias. “*Número de investidores em crowdfunding cresce após regulamentação*”. 29 de abril de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190429-1.html>. Acesso em: 25 ago. 2019)

⁸¹⁶ Na visão da própria CVM, o arcabouço anterior conseguira acomodar apenas “*parte da demanda desse mercado de crowdfunding de investimento, em especial a dos emissores enquadrados no conceito legal de micro e pequena empresa, em emissões realizadas abaixo do limite estabelecido, mas não solucionava a questão*”. Entendeu a CVM que as particularidades dessa nova forma de captação demandavam regulamentação específica, “*como a melhor determinação do porte das empresas que estariam aptas a captar recursos nessa modalidade*” e do perfil do investidor. (cf. CVM. *Crowdfunding de investimento*. Rio de Janeiro: CVM, 2019. p. 13. Disponível em: <http://www.investidor.gov.br> Acesso em: 06 out. 2019) Ainda sobre essa fase inicial de desenvolvimento do *crowdfunding* de investimento no Brasil, ver POTENZA, Guilherme Perez. OLIVEIRA, Alexandre Edde Diniz. Regulando a inovação: o *crowdfunding* e o empreendedorismo brasileiro. In: *Revista de Direito Empresarial*. Vol. 15/2016. p. 69-107. Mai - Jun/2016.

*arcabouço regulatório próprio, sobretudo as emissões não contempladas pelo crowdfunding*⁸¹⁷.

3.2.2.3.2 Contrapartida: novas restrições

Como adiantado, a Instrução CVM n. 588/2017 estabelece uma série de restrições em contrapartida e como condição à dispensa automática de registro no âmbito dessa modalidade de oferta, para além das limitações antes referidas quanto aos emissores (sociedades empresárias de pequeno porte) e ao meio de distribuição (plataformas eletrônicas de investimento participativo)⁸¹⁸.

Notadamente, a norma impõe limite quanto ao volume das ofertas públicas de *crowdfunding* de investimento – diferentemente das ofertas regidas pela Instrução CVM n. 476/2009, não sujeitas a restrição em termos de volume, como vimos – e quanto ao prazo de captação. Nesse caso, o valor alvo de captação não pode ser superior a R\$ 5 milhões e o prazo de captação não pode ser superior a 180 dias, sendo que ambos devem ser definidos antes do início da oferta⁸¹⁹.

⁸¹⁷ Cf. CVM. O mercado de dívida corporativa no Brasil. 2019. p. 30; 101. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_m_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019.

⁸¹⁸ Sobre os traços gerais da abordagem regulatória do tema, afirma Pitta: “*Não obstante o enorme receio de essas operações revestirem, em verdade, esquemas fraudulentos de captação de recursos – bastante evidenciado no contexto das discussões regulatórias havidas ao redor do mundo em realção à regulamentação aplicável – observa-se que, guardadas as diferenciações de cada modelo regulatório, que serão sucintamente apresentados a seguir, o investment-based crowdfunding vem sendo regulamentado a partir de alguns pressupostos comuns, incluindo: (i) limitação do valor das ofertas que podem ser realizadas nesse contexto; (ii) limitação do valor do investimento que podem ser realizados em transações dessa natureza por investidores comuns; (iii) imposição de um conjunto informacional mínimo a ser divulgado no contexto da oferta e posteriormente, em bases eventuais ou periódicas; e (iv) atribuição às plataformas eletrônicas especializadas que atuam na intermediação de tais operações o papel de efetivos gatekeepers em relação a essas transações, sujeitas a um regime regulatório inspirado naquele que se aplica aos intermediários que tradicionalmente atuam no mercado de valores mobiliários.*” (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 416-417)

⁸¹⁹ Cf. artigo 3º, inciso I, da Instrução CVM n. 588/2017. De acordo com o §3º do mesmo artigo, caso já tenha sido previamente utilizada no ano-calendário a dispensa de registro de oferta pública nos termos daquela Instrução, por meio da mesma ou de outra plataforma registrada, o somatório do valor total de captação da oferta atual com os montantes captados anteriormente pela sociedade empresária de pequeno porte não poderá exceder o valor de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais). Em resposta às críticas recebidas quanto a esse limite no âmbito da respectiva audiência pública, declarou a CVM: “*A CVM entende que o regime de dispensa de registro deve ser utilizado com parcimônia e que não é desejável que uma oferta pública dispensada de registro tenha um valor significativo a ponto de causar um impacto negativo no mercado e na situação financeira de inúmeros investidores de varejo. Dessa forma, considerando que o valor até então disposto na Instrução CVM nº 400, de 2003, era de R\$ 2,4 milhões e que a média dos montantes ofertados pelas*

A Instrução CVM n. 588/2017 estabelece ainda restrições quanto à destinação dos recursos captados⁸²⁰ e determina a adoção de procedimentos nela detalhadamente descritos⁸²¹.

Merece destaque também o limite imposto quanto ao volume individual de aplicação em valores mobiliários ofertados nos termos da Instrução CVM n. 588/2017, de R\$ 10.000,00 por ano calendário, dele ficando excetuados os investidores líderes de sindicato de investimento participativo e os investidores qualificados⁸²². Permite-se, todavia, a ampliação desse limite para o investidor que tenha renda bruta anual ou montante de investimentos financeiros superior a R\$ 100.000,00, para até 10% do maior desses valores por ano-calendário. Com isso, a norma buscou evitar que uma parcela relevante da poupança de investidores não qualificados fosse alocada em ativos assim ofertados, considerados de alto risco⁸²³. A norma se apoia no pressuposto de que essa modalidade de investimento costuma atrair universo relevante de participantes sem prévia experiência ou que não participam

plataformas de crowdfunding de investimento no Brasil se encontra na faixa de R\$ 400 mil, a CVM entende que o valor proposto está adequado.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 24)

⁸²⁰ Cf. artigo 3º, incisos I e V, da Instrução CVM n. 588/2017. Os recursos captados não podem ser utilizados para fusão, incorporação, incorporação de ações e aquisição de participação em outras sociedades; aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores mobiliários de emissão de outras sociedades; ou concessão de crédito a outras sociedades. Sobre o tema, manifestou-se a CVM ao encerramento da audiência pública: “A CVM considera que as destinações dos recursos elencadas nas alíneas (a) a (c) do inciso V não se coadunam com as dispensas de registro da oferta e do emissor que estão sendo concedidas, pois o investidor estaria investindo indiretamente em outras sociedades que não a emissora, e sem quaisquer elementos para analisar tais empresas, suas estruturas societárias, suas operações, risco de crédito, etc., algo que demandaria um nível de sofisticação e diligência por parte do investidor que não é esperado neste tipo de oferta. Portanto, as condições para a concessão da dispensa foram mantidas e o inciso V do art. 3º não foi alterado.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 34)

⁸²¹ Em particular, exige que seja garantido ao investidor a faculdade de desistência da oferta, por prazo mínimo de sete dias contados da confirmação do investimento, sem a incidência de multa ou penalidade. (cf. artigo 3º, inciso II e III, da Instrução CVM n. 588/2017)

⁸²² Cf. artigo 4º da Instrução CVM n. 588/2017. O edital da respectiva audiência pública comenta que a imposição de um limite individual de investimento é medida comum no contexto internacional para a proteção de investidores não qualificados. E ainda, justifica que: “Tal limitação faz-se necessária ante o elevado risco de insucesso do empreendedor, a falta de liquidez do valor mobiliário adquirido, a ausência de um prospecto completo e de qualquer análise por parte da Comissão sobre as informações da oferta.” O edital explica que a flexibilização desse limite conforme a renda ou o patrimônio do investidor teve também inspiração em abordagens regulatórias adotadas em outros países, bem como que a CVM, ao adotar essa medida, levou em consideração o fato de que é comum que pessoas do círculo familiar ou de amigos dos empreendedores invistam nesses negócios. (cf. Edital de audiência pública SDM n. 06/2016, p. 7; 10-11)

⁸²³ Cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 47. Sobre o tema, manifestou-se a CVM: “A CVM entende que o valor mobiliário objeto das ofertas públicas realizadas por meio do crowdfunding de investimento possui riscos adicionais quando comparados a outros investimentos existentes no mercado de capitais e que demandariam uma qualificação do investidor. Contudo, a própria natureza do crowdfunding não se coaduna com a exigência de qualificação, na medida em que se pressupõe que o financiamento será provido pela multidão, cada um contribuindo com um pouco. A CVM respeitou a natureza do produto e não restringiu um valor mobiliário de uma sociedade empresária de pequeno porte, sem liquidez, a investidores qualificados. Contudo, o estabelecimento de limites individuais de investimento é uma regra de ouro para permitir essa flexibilização de inclusão de investidores não considerados qualificados e segue a lógica regulatória da ampla maioria dos países que já regulamentou o tema.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 46-47) Não obstante, podem as plataformas estabelecer limites mais restritivos.

regularmente do mercado de capitais.

Em suma, não há restrição quanto ao nível de sofisticação dos investidores que podem participar dessa modalidade de oferta – diferentemente do regime da Instrução CVM n. 476/2009 –, e sim, tão somente, restrição quanto ao volume de aplicação por investidores não qualificados e que não sejam investidores-líderes de sindicato, que varia conforme seu perfil de renda e patrimônio.

Aliás, a regulamentação dos chamados sindicatos de investimento participativo foi impulsionada justamente pelo desafio, verificado nessa modalidade de investimento, de assimetria informacional e maior dificuldade de avaliação pelos investidores não qualificados. Os sindicatos funcionam como grupos de investidores, apoiados por um investidor-líder, com experiência prévia, que compartilha com os demais sua tese de investimento pessoal. Entretanto, as plataformas podem ou não admitir esse tipo de estrutura.

Outra contrapartida à dispensa de registro determinada pela CVM diz respeito à determinação para que as ofertas dessa modalidade sejam realizadas exclusivamente por meio eletrônico. A norma impõe diversas restrições às plataformas, vedando, por exemplo, a busca de investidores e a utilização de material publicitário fora de seu ambiente eletrônico⁸²⁴.

Por fim, a norma estabelece prazo mínimo, contado do encerramento de oferta que tenha logrado êxito, para a realização de nova oferta com dispensa de registro pela mesma sociedade empresária de pequeno porte, através da mesma ou de outra plataforma⁸²⁵.

3.2.2.3.3 Disciplina da sociedade empresária de pequeno porte

O Anexo 8 da Instrução CVM n. 588/2017 lista as informações mínimas que devem ser

⁸²⁴ A CVM considerou que qualquer esforço de venda fora do ambiente da plataforma seria uma ameaça à correta prestação de informações e dificultaria a supervisão da adequação do conjunto informacional da oferta. (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 84) Outras restrições são elencadas no artigo 28 da Instrução CVM n. 588/2017.

⁸²⁵ Cf. artigo 3º, §4º, da Instrução CVM n. 588/2017. A mecânica dessa restrição repete aquela empregada no âmbito da Instrução CVM n. 476/2009: “A CVM estabeleceu o prazo de 120 (cento e vinte) dias, em linha com o estabelecido na Instrução CVM nº 476, de 2009, para impedir que um emissor extrapole o valor de R\$ 5 milhões ao lançar duas ofertas em períodos muito próximos, no final de um ano e no início do ano subsequente. Além disso, não parece razoável para a correta avaliação dessa sociedade empresária de pequeno porte que ele volte ao mercado em períodos muito curtos após a sua captação, pois se torna difícil uma análise do mercado quanto à utilização dos recursos e os reflexos na operação da empresa.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 40)

prestadas na página da plataforma por ocasião de uma oferta. Essas são as informações – sobre a sociedade emissora, o valor mobiliário ofertado, e mais – consideradas essenciais pela CVM a permitir que se tome uma decisão de investimento devidamente informada⁸²⁶. Com isso, pretendeu a CVM uniformizar o conjunto informacional das ofertas de *crowdfunding* de investimento e garantir que suas principais características e riscos sejam corretamente divulgados⁸²⁷.

Além das informações essenciais, a plataforma deve disponibilizar um pacote de documentos jurídicos, incluindo cópia do contrato ou estatuto social da sociedade empresária de pequeno porte, cópia da escritura de debêntures ou do contrato de investimento que represente o valor mobiliário ofertado, conforme o caso, e outros documentos considerados relevantes à tomada de decisão de investimento.

A sociedade empresária de pequeno porte é responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações fornecidas à plataforma, porém esta fica ainda assim incumbida da verificação dessas informações⁸²⁸.

Essencialmente, a isso se restringe a disciplina do emissor não registrado da Instrução CVM n. 588/2017. Melhor dizendo, esse diploma não estabelece regime próprio de prestação de informações contínuas para momento posterior ao período da oferta – diferentemente da Instrução CVM n. 476/2009, que, como vimos, submete os emissores não registrados a regime informacional específico. Isso decorre da preocupação que teve a CVM com o custo potencialmente excessivo de um regime informacional mais intenso para esses emissores⁸²⁹.

⁸²⁶ As informações exigidas sobre a sociedade emissora incluem dados sobre a sua forma societária, setor de atuação, patrimônio líquido e capital social, principais executivos e controladores, e demonstrações contábeis elaboradas de acordo com a legislação vigente (cf. Anexo 8 da Instrução CVM n. 588/2017).

⁸²⁷ Cf. Edital de audiência pública SDM n. 06/2016, p. 12.

⁸²⁸ Cf. artigos 10 e 19, inciso I, (b) da Instrução CVM n. 588/2019. Além disso, a Instrução CVM n. 588/2017 ressalta o dever dos administradores da sociedade emissora de zelar, dentro de suas competências, pelo cumprimento de suas obrigações.

⁸²⁹ Sobre o tema, manifestou-se a CVM na respectiva audiência pública: “A Comissão concorda com os participantes que devem ser fornecidas informações que propiciem aos investidores o acompanhamento das atividades das sociedades empresárias de pequeno porte. Contudo, em função de sua experiência com o fornecimento de informações de companhias abertas, a CVM compreende que um regime informacional mais descritivo e robusto muitas vezes representa um custo desproporcional para os emissores menores e demanda um nível de estrutura, organização e controles internos que, na maioria das vezes, não é encontrado nas sociedades que serão objeto das ofertas promovidas por meio do mecanismo de *crowdfunding* de investimento. Adicionalmente, a Comissão avalia que empresas em diferentes estágios de desenvolvimento serão destinatárias da norma e seria inconveniente estabelecer um parâmetro que poderia ser alto para muitos e baixo para outros. Nesse momento, portanto, considerando os custos regulatórios envolvidos na prestação mandatória das informações sugeridas e que as informações relevantes relativas a determinado emissor estarão sendo definidas a cada oferta em função de suas particularidades, a Autarquia entende que endereçou o regime de proteção mínimo para os investidores e opta uma abordagem menos impositiva, preferindo manter

Tanto assim que um dos alertas necessários nesse tipo de oferta diz respeito justamente ao fato de a sociedade empresária de pequeno porte não ser registrada na CVM, de modo que pode não haver prestação de informações contínuas após a realização da oferta.

Nessa linha, a Instrução CVM n. 588/2017 tampouco impõe às sociedades empresárias de pequeno porte obrigações típicas de companhia aberta no que diz respeito a informações financeiras. A ausência de obrigatoriedade de apresentação aos investidores de demonstrações contábeis e de auditoria independente das mesmas é mais um dos alertas obrigatórios para potenciais investidores desse tipo de oferta.

Ao contrário, a Instrução CVM n. 588/2017 deixa ao âmbito privado a definição das informações contínuas que a emissora se compromete a divulgar (como, por exemplo, indicadores de desempenho, informações financeiras, desenvolvimento de novos produtos, mudanças de equipe, etc.). A norma exige apenas que o contrato entre plataforma e sociedade empresária de pequeno porte estipule o alcance e a periodicidade dessas informações, bem como a data-limite para sua disponibilização à plataforma, sendo certo que a periodicidade mínima deve ser semestral e que o acesso às informações deve ser equitativo⁸³⁰.

Portanto, as obrigações de prestação de informação da sociedade empresária de pequeno porte serão aquelas que ela voluntariamente assumir perante a plataforma e os investidores, além daquelas previstas em lei, conforme seu tipo societário.

Por fim, vale notar que a CVM optou por delegar a fiscalização do cumprimento dessa obrigação à plataforma. Além disso, estabeleceu como punição a eventuais descumprimentos a vedação à utilização dessa modalidade de captação⁸³¹. Assim sendo, a

a redação proposta de deixar a cargo desses emissores, no momento da oferta, a determinação de quais informações serão prestadas para os investidores em função de seu estágio de desenvolvimento e ramo de atuação.” (Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 75) E ainda, em resposta a sugestão recebida de participante de compatibilização com a Instrução CVM n. 476/2009, afirmou: “A CVM entende que a proposta de equiparar a divulgação de informações dos emissores das plataformas de crowdfunding, sociedade empresária de pequeno porte, àquelas previstas na Instrução CVM n.º 476/09, seria uma imposição desproporcional para essas sociedades e a sugestão não foi acatada.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 119)

⁸³⁰ Cf. artigo 20, inciso I, da Instrução CVM n. 588/2017. A norma exige ainda que as informações essenciais sobre a oferta descrevam as informações periódicas que a sociedade emissora se compromete a divulgar e sua periodicidade, para que os potenciais investidores possam levar isso em consideração ao tomar sua decisão de investimento.

⁸³¹ Cf. artigo 3º, §6º, da Instrução CVM n. 588/2017. Sobre esse ponto, declarou a CVM: “Nesse sentido, a CVM não pretende ter para esse participante um nível de acompanhamento e supervisão típicos de um emissor registrado, o que inclui, naturalmente, o controle do recebimento e a cobrança de multa cominatória pelo não envio das informações. Optou-se por uma abordagem menos rigorosa e a punição pela não entrega das informações é a impossibilidade de utilizar-se novamente do mecanismo de crowdfunding de investimento. Cabe às plataformas controlar o recebimento de tais informações e, ainda, divulgar publicamente a lista de

responsabilidade da plataforma se restringe ao controle do recebimento e à divulgação das informações contínuas por ela recebidas do emissor após o período de oferta, bem como, em caso de inadimplência, à inclusão do respectivo emissor em lista pública de inadimplentes⁸³². O emissor, por sua vez, fica impedido de realizar nova oferta se estiver inadimplente em relação à obrigação de prestação de informações contínuas. Trata-se, portanto, de abordagem regulatória também por isso bastante diferente daquela tradicionalmente adotada, inclusive para os emissores dispensados de registro sob a Instrução CVM n. 476/2009.

3.2.3 Considerações finais

3.2.3.1 Acesso ao mercado por companhia não registrada: antinomia aparente?

De um lado, temos a regra geral de que *“a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”*, sendo certo que *“[s]omente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários”*⁸³³.

De outro, temos os *“casos em que os registros podem ser dispensados”*⁸³⁴, regulamentados pela CVM de modo a permitir a distribuição pública de valores mobiliários emitidos por companhias não registradas. No caso da Instrução CVM n. 476/2009 – que, aliás, se refere especificamente a *“obrigações do emissor dos valores mobiliários admitidos à negociação nos termos do art. 14 desta Instrução”* – permite-se até mesmo sua posterior negociação em mercado regulamentado⁸³⁵.

Essas normas parecem apontar para uma situação conflitante, de antinomia.

inadimplentes para que a sociedade empresária de pequeno porte não possa se esquivar da proibição por meio de outra plataforma. A apuração da inadimplência é, portanto, uma atividade das plataformas e a CVM entende que, por meio da autorregulação, poderá ser disciplinada a melhor forma das plataformas se comunicarem para facilitar o cumprimento dessa obrigação.” (Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 41)

⁸³² Cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 06/2016, p. 41.

⁸³³ Cf. artigo 4º, *caput* e §1º, da Lei n. 6.404/1976, com correspondência no artigo 22, *caput*, e artigo 21, §1º, da Lei n. 63.85/1976.

⁸³⁴ Cf. artigo 21, §6º, inciso I, da Lei n. 6.385/1976.

⁸³⁵ Cf. artigo 14, *caput*, e artigo 17 da Instrução CVM n. 476/2009. Já a Instrução CVM n. 588/2019 fala em *“valores mobiliários de sociedade empresária de pequeno porte não registrada na CVM e que não são admitidos à negociação em mercados regulamentados”* (artigo 19, IV, (e)).

Não nos referimos tão somente ao conflito entre a proibição ao acesso ao mercado sem prévio registro e a permissão para dispensa desse mesmo registro, mas também, e especialmente, a como essas normas se relacionam com a definição legal de companhia aberta e sua disciplina jurídica. Enquanto o conflito inicial parece se resolver mais facilmente pelo critério da especialidade, esse aprofundamento exige maior esforço de interpretação, como veremos a seguir.

Notadamente, ao prever a possibilidade de dispensa do registro de emissor, a lei não detalhou os efeitos dessa exceção ao comando geral. Por um lado, essa exceção parece ter por função a subtração de casos específicos da disciplina legal da companhia aberta e sua submissão a regime próprio, e assim vem a CVM tratando a matéria em sede regulamentar. Por outro, o confronto com a literalidade da definição legal de companhia aberta traz incerteza quanto ao alcance dessa dispensa, agravada pela *admissão à negociação* dos valores mobiliários distribuídos mediante dispensa de registro segundo norma expedida pela própria CVM.

Portanto, fica a indagação: como conciliar a norma que enquadra como abertas todas as companhias cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação, com a consequente atração de sua disciplina legal, com a norma que admite a distribuição pública, e por vezes até mesmo a posterior negociação, de valores mobiliários sob dispensa de registro? Como resultado, ficam as companhias que acessam o mercado sob dispensa de registro excetuadas da disciplina legal (societária) de companhia aberta, ou tem a dispensa alcance limitado ao regime regulamentar (informacional)?

Trata-se, em nossa visão, de antinomia aparente, solúvel a partir da cuidadosa interpretação das normas pertinentes, *de lege data*. Não obstante, a insegurança que esse quadro gera – ilustrada pela existência de divergência doutrinárias sobre o tema, como veremos a seguir – faz com que a questão mereça maior reflexão, *de lege ferenda*.

3.2.3.2 A dispensa de registro, *de lege data*

Concentremo-nos no conflito inicial entre as normas que, de um lado, proíbem, e, de outro, permitem o acesso ao mercado sem o competente registro. Como adiantado, nos parece que esse conflito se resolve pelo critério da especialidade.

Nesse sentido, vale notar que o comando geral de que “[s]omente os valores mobiliários

emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão” e a autorização para que a CVM especifique “*casos em que os registros podem ser dispensados*” são consagrados por normas contemporâneas e hierarquicamente equivalentes, inauguradas pela Lei n. 6.386/1976⁸³⁶.

Contudo, a dispensa de registro claramente configura exceção ao comando geral, conclusão essa corroborada pela disposição das normas naquele diploma, bem como pelo exame de suas funções. As funções do registro obrigatório de emissor, examinadas no Capítulo 1 desta Parte II, não se restringem ao seu caráter instrumental, de operacionalização do regime informacional imposto aos emissores; ao contrário, em nossa opinião, tal registro corresponde ao requisito de *admissão à negociação* de que trata a definição legal de companhia aberta e configura marco de incidência de sua disciplina legal.

Já a dispensa de registro parece ter por função principal permitir que casos específicos sejam subtraídos do regime ordinariamente aplicável sob o comando geral, para submetê-los a regime próprio. Com isso, parecia o legislador antever a possibilidade de, na prática do mercado, emergirem situações para as quais o regime ordinariamente aplicável sob o comando geral merecesse ser dispensado, e confiou à CVM a apreciação dessas situações e o efetivo exercício da dispensa em sede regulamentar⁸³⁷.

Portanto, pelo critério da especialidade, é possível conciliar as duas normas, sob o pressuposto de que a dispensa de registro é norma derogatória, que fundamenta a subtração de parte da matéria – casos específicos, excepcionais – do regime comum, para submissão a regime diverso (*lex specialis derogat generali*). Como ensina Bobbio, essa passagem de uma norma mais abrangente (“*que abrange um certo genus*”) para uma norma derogatória (“*que abrange uma species do genus*”) “*corresponde a uma exigência fundamental de justiça, (...) a um processo natural de diferenciação das categorias, e a uma descoberta gradual, por parte do legislador, dessa diferenciação*”⁸³⁸.

⁸³⁶ Cf. artigo 21, §1º e §6º, inciso I, da Lei n. 6.385/1976.

⁸³⁷ Sobre os pressupostos regulatórios de mecanismos para formação semipública de capital, de que são exemplo as ofertas públicas com esforços restritos, comenta Pitta: “*A criação de regimes especiais e, sobretudo, menos onerosos para a realização de determinadas ofertas de valores mobiliários está comumente associada à valorização da função alocativa do mercado de valores mobiliários e ao fomento de sua utilização para a formação de capital por parte das empresas.*” (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 329)

⁸³⁸ Cf. BOBBIO, Norberto. *Teoria de Ordenamento Jurídico*. 10ª ed. Brasília: Universidade de Brasília, 1999. p. 96. Prossegue o autor: “*Entende-se, portanto, por que a lei especial deva prevalecer sobre a geral: ela representa um movimento ineliminável do desenvolvimento de um ordenamento. Bloquear a lei especial frente à geral significaria paralisar esse desenvolvimento.*”

Cumpra então perquirir o alcance dessa supressão, em atenção ao fato de que a possibilidade de dispensa de registro é prevista em lei – notadamente, na Lei n. 6.385/1976, e não na Lei n. 6.404/1976 –, porém exercida em sede regulamentar.

A nosso ver, a dispensa de registro repercute para além da disciplina do mercado de valores mobiliários, e tem o alcance de afastar a incidência da disciplina societária imposta à companhia aberta pela Lei n. 6.404/1976, pelos motivos expostos a seguir.

Em primeiro lugar, entendemos que a *admissão à negociação* de que trata a definição legal de companhia aberta corresponde ao registro de emissor⁸³⁹. É esse o marco para a incidência da disciplina que dedica às companhias abertas a Lei n. 6.404/1976. Por conseguinte, na ausência de registro, enquadrar-se-á a companhia como fechada, e não como aberta.

Em segundo lugar, essa é a interpretação que melhor parece se coadunar com a sistemática das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976. Como vimos no Capítulo 3 da Parte I, a definição legal de companhia aberta foi adotada de maneira instrumental, para distingui-la das companhias fechadas e designar as normas que lhe são próprias. Essas normas, por sua vez, visam a proteger os respectivos investidores, sob a concepção de que *“toda companhia que faz apelo – por mínimo que seja – à poupança pública, cria, ao ingressar no mercado de capitais, relações que não existem na companhia fechada, e que exigem disciplina própria para proteção da economia popular e no interesse do funcionamento regular e do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários”*⁸⁴⁰. O registro é instrumento desse regime de proteção. A possibilidade de sua dispensa, por sua vez, parece atender à preocupação com casos em que essa proteção porventura não se faça necessária, inobstante a distribuição e eventual negociação pública de valores mobiliários, de modo que sua imposição acarretaria custos desnecessários e injustificáveis para o emissor.

Em outras palavras, a definição legal de companhia aberta constrói uma ponte entre as Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, e pressupõe a disciplina do registro. Sob essa sistemática, o registro de emissor tem dupla função, de modo que sua dispensa afasta não apenas o regime informacional, mas também a disciplina societária que a partir dele ordinariamente incide.

Entendimento contrário, no sentido de que a dispensa de registro não tem o condão de afastar a disciplina societária, representaria restrição relevante de seus efeitos, a ponto de potencialmente criar uma situação incoerente e impedir que funcionasse como instrumento

⁸³⁹ Nesse sentido, perfilhamos a corrente formal de interpretação, em oposição à corrente material, ambas comentadas no Capítulo 1 desta Parte II.

⁸⁴⁰ Cf. Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/1976.

efetivo de justiça. Produzir-se-ia assim situação semelhante àquela comentada no Capítulo 2 desta Parte II, no tocante ao alcance limitado da autorização para criação de diferentes categorias de registro de companhia aberta.

Não se olvida que a própria CVM, ao regulamentar a dispensa de registro, autoriza a negociação dos valores mobiliários distribuídos por companhias não registradas em regime de esforços restritos, inclusive empregando a expressão *admitidos à negociação*. Com efeito, a Instrução CVM n. 476/2009 admite a posterior negociação em mercado secundário, de balcão, dos valores mobiliários assim ofertados (artigo 14). Nesse sentido, são eles *admitidos à negociação* na forma da Instrução CVM n. 476/2009⁸⁴¹. Entretanto, pelos motivos antes expostos, entendemos que nem por isso são eles *admitidos à negociação* para os fins da Lei n. 6.404/1976. Melhor dizendo, apesar de ser admitida a posterior negociação desses valores mobiliários em mercado secundário sob condições específicas, entendemos que ainda assim não se enquadram seus emissores como companhias abertas, por faltar-lhes o registro.

Merece nota a existência de divergência a respeito do tema. Nesse sentido, há quem entenda que a admissão à negociação dos valores mobiliários, mesmo sob dispensa de registro, faz incidir a disciplina societária de companhia aberta da Lei n. 6.404/1976.

Nesse sentido, entende Pitta que a dispensa de registro não evita que a companhia adquira o status de aberta e fique sujeita à correspondente disciplina societária. Isso porque, apesar da dispensa de registro, seus valores mobiliários estarão aptos a negociar (ou seja, *admitidos à negociação*) nos termos da Instrução CVM n. 476/2009, preenchendo assim o requisito do artigo 22, *caput*, da Lei n. 6.385/1976 e do artigo 4º, *caput*, da Lei n. 6.404/1976. De acordo com Pitta, para o enquadramento como companhia aberta é determinante a *admissão à negociação* dos valores mobiliários, sendo o registro um requisito para tanto, que pode ser

⁸⁴¹ Com efeito, no âmbito da audiência pública da norma que deu origem à Instrução CVM n. 476/2009, a CVM foi indagada por participantes a respeito desse tema. Em resposta, ressaltou a área técnica da CVM o seguinte: “*BMA e Lobo De Rizzo solicitaram a posição da CVM com relação a possível contradição entre, de um lado, o comando contido no art. 14 da Minuta que autoriza a negociação de valores mobiliários de emissão de companhias fechadas no mercado de balcão organizado e, de outro, o disposto no §1º do arts. 4º da Lei nº 6.404 e 21 da Lei nº 6.385, de 1976 no qual se determina que “somente valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários”. A SDM entende que as normas acima referidas não devem ser interpretadas isoladamente, desconectadas de outras disposições que integram a ordem jurídica. Em particular, a questão deve ser examinada à luz do disposto nos arts. 21, §6º, e 19, §5º da Lei nº 6.385, de 1976, que outorgam à CVM competência para dispensar quer o registro de companhia aberta quer o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, devendo-se levar em consideração ainda a norma contida no art. 2º, §2º, que equipara quaisquer emissores de valores mobiliários a companhias abertas para os fins da legislação e regulamentação do mercado de capitais.*” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 05/2008, p. 14-15)

dispensado pelo regulador. Assim sendo, as companhias não registradas que promovam oferta pública de distribuição de valores mobiliários de sua emissão sob a Instrução CVM n. 476/2009 enquadrar-se-iam como abertas, e não como fechadas⁸⁴².

Por outro lado, para Tannous, por exemplo, às companhias que realizam ofertas públicas de valores mobiliários de dívida sob o regime de esforços restritos de colocação, sem a obtenção do registro de emissor de valores mobiliários, não se aplicam as normas da lei societária destinadas às companhias abertas. E isso porque o elemento distintivo reside na obtenção do registro de companhia aberta (e não na admissão dos valores mobiliários à negociação no mercado)⁸⁴³.

⁸⁴² “Entretanto, em que pese o registro referido no artigo 21 da Lei n. 6.385/76 ser tradicionalmente referido como o registro de companhia aberta, é equivocado entender que apenas o aludido registro possui o condão de conferir o status de companhia aberta para determinada sociedade por ações, de modo que as companhias não registradas perante a CVM serão, necessariamente, companhias fechadas. Isso porque, nos termos do artigo 4º, caput, da Lei n. 6.404/76, determinada companhia será aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, e apesar do registro do emissor, os termos do artigo 21 da Lei n. 6.385/76 e do artigo 4º, §1º da Lei n. 6.404/1976, ser requisito geral para a negociação de determinado valor mobiliário em mercado organizado, o mesmo pode ser apto a negociar nesses mercados em virtude do enquadramento em hipótese de dispensa de registro de emissor definida pela CVM, conforme autorizado pelo artigo 21, §6º, I da Lei n. 6.385/76. Nessa hipótese, a ausência do registro não evita que a companhia adquira o status de companhia aberta, uma vez que valores mobiliários de sua emissão estão igualmente aptos a negociar no mercado regulamentado de valores mobiliários, enquadrando-se, portanto, na definição de companhia aberta contida no artigo 4º, caput, da Lei n. 6.404/76, e sujeitando-o ao regime societário especial a elas aplicável (...). Portanto, a qualificação de uma determinada companhia como aberta ou fechada está associada a um critério absolutamente formal, consubstanciado em uma autorização administrativa para a admissão à negociação de seus valores mobiliários em mercados regulamentados, dependente, por sua vez, (i) da concessão do registro referido no artigo 21 da Lei n. 6.385/76; ou (ii) do enquadramento em uma das hipóteses taxativas em que esse registro é dispensado. Exemplificativamente, as companhias que realizam ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, nos termos da Instrução CVM n. 476/09, e que, portanto, podem ter seus valores mobiliários negociados no mercado de balcão organizado ou não organizado, entre investidores qualificados, sem a necessidade de obtenção do registro a que alude o artigo 21 da Lei n. 6.385/76, não são, a contrário do tradicionalmente afirmado, companhias fechadas, mas sim companhias abertas (por força do previsto no artigo 4º, caput, da Lei n. 6.404/76) expressamente dispensadas de registro, sujeitas, portanto, ao regime societário e regulatório das companhias abertas (com exceção apenas das obrigações que se originam como efeito do registro de emissor, nos termos da Instrução CVM n. 480/09) e ao poder regulatório da CVM, responsável, portanto, pela sua supervisão.” (cf. PITTA, André Grünspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 449) Também nesse sentido: PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 188-191. Em função disso, conclui o autor: “Entretanto, essas importantes válvulas de escape existentes no arcabouço legal 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 tenham por consequência a atração integral da disciplina societária e regulatória aplicável às típicas companhias abertas – não encontram similar por aqui.” (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 186; 189-191; 460)

⁸⁴³ Cf. TANNOUS, Thiago Saddi. *Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 115-116. Além disso, aparentemente na mesma linha, Eizirik afirma: “Assim, a inexigibilidade do registro do emissor permite que emissores não registrados como companhias abertas – tais como sociedades anônimas fechadas e sociedades limitadas – utilizem o instrumento. Podem ser objeto de

Por fim, cumpre notar que o dispositivo ora em comento contempla autorização para o afastamento de norma *específica*. Apesar de sintético, entendemos ser fundamento suficiente ao exercício da dispensa pela CVM. Em outras palavras, o exercício da dispensa não invade a competência do Poder Legislativo, na medida em que foi por ele especificamente autorizado⁸⁴⁴. Adicionalmente, tem a CVM competência para regular os emissores que não sejam companhia aberta sob os §§2º e 3º do artigo 2º da Lei n. 6.385/1976. Não se trata aqui de autorização genérica para que a CVM dispense quaisquer das obrigações previstas em lei para as companhias abertas, em função de uma ou outra característica da emissora – como no caso das iniciativas examinadas no Capítulo 2 desta Parte II –, e sim de permitir que aprecie situações específicas e as excetue da disciplina jurídica de companhia aberta como um todo, quando entender que a proteção garantida por essa disciplina não se justifica no caso concreto, sempre atenta ao interesse do público investidor.

3.2.3.3 A dispensa de registro, *de lege ferenda*

Diante do acima exposto, algumas considerações adicionais se fazem necessárias a respeito da dispensa de registro.

Em primeiro lugar, considerando a falta de explicitação na lei dos efeitos da dispensa de registro, o esforço de interpretação exigido para superar a aparente antinomia e a existência

uma oferta com esforços restritos, por exemplo, notas promissórias emitidas por uma sociedade limitada e debêntures emitidas por sociedade anônima fechada.” (cf. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2ª ed. Vol. I. Quartier Latin: São Paulo, 2015. p. 76)

⁸⁴⁴ Com efeito, como aponta Ross ao tratar na regra convencional de interpretação conhecida como *lex superior*, “*a instância legislativa superior pode ser competente para autorizar a inferior a ditar regras que tenham força derogatória com relação a normas de um nível imediatamente superior*”. (cf. ROSS, Alf. *Direito e Justiça*. Bauru: Edipro, 2003. p. 161) A nosso ver, foi isso que fez o legislador de 1976, ao autorizar a dispensa de registro pela CVM em sede regulamentar, por meio do §6º, inciso I, do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976. Registre-se, contudo, que a discussão sobre a delegação de poderes à CVM é extensa, para além do ponto específico aqui examinado. Defende a doutrina tradicional que a delegação de poderes legislativos para órgãos da administração deve ser interpretada em sentido estrito, visto que a lei é fonte primária e o regulamento é fonte secundária. Para um exame das diferentes correntes sobre o tema, ver LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 143 et seq.; CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura. COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 87-96. Não obstante, mais recentemente passou-se a admitir a existência de poderes *quasi-legislativos*: “*Contudo, o tratamento da disciplina do mercado de capitais no contexto da teoria da regulação implica uma adaptação de teorias antigas a novas realidades. Com efeito, fala-se hoje em atuações quase-legislativas e quase-judicantes das agências reguladoras e não apenas na delegação de parcelas de funções estatais.*” (cf. EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 268)

de divergência doutrinária ilustram o quadro de insegurança que com isso se instaura.

A dispensa de registro tem evidente mérito enquanto instrumento de política regulatória – e de promoção de justiça, na mencionada concepção de Bobbio –, ao permitir que a CVM aprecie situações em que o registro mereça ser dispensado e efetivamente exerça essa dispensa em sede regulamentar. Essa delegação de competência à CVM nos parece consistente com a sistemática da Lei n. 6.385/1976 e com a flexibilidade que a disciplina demanda.

Todavia, o silêncio da lei e a falta de consenso quanto ao alcance da dispensa de registro colocam os emissores que acessam o mercado sob dispensa em situação de considerável insegurança, o que poderia comprometer a atratividade desses regimes excepcionais⁸⁴⁵.

Notadamente, no tocante à Instrução CVM n. 476/2009, além de essa questão aparentemente não ter sido objeto de esclarecimentos mais abrangentes no âmbito da respectiva audiência pública, a referência da norma a valores mobiliários *admitidos à negociação*, e a aplicação para os emissores não registrados de obrigações típicas de companhia aberta, podem à primeira vista pode contribuir para esse quadro de incerteza quanto ao enquadramento da

⁸⁴⁵ Diante de sua relevância prática, essa questão parece merecer maior atenção da doutrina, contribuindo assim para sua mais ampla disseminação e discussão. No Brasil, importante contribuição nesse sentido foi dada por Pitta, que promove amplo exame de diferentes mecanismos para formação semipública de capital e seus pressupostos regulatórios, inclusive ofertas desse tipo existentes no Brasil e em outros países, e explica, quanto à classificação da companhia como “aberta” ou “fechada”: *“Entretanto, conforme mencionado, 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. E grande parte da atratividade desses regimes alternativos de formação de capital, especialmente no tocante ao incentivo ao acesso ao mercado de valores mobiliários por sociedades em estágios menos avançados de desenvolvimento (empresas nascentes, empresas iniciantes e empresas emergentes), está justamente em permitir que a sociedade empresária se beneficie dos instrumentos e mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários – por meio, por exemplo, de ofertas limitadas ou restritas 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) aplicável, seja em relação às obrigações informacionais que dele decorrem. Tal artifício tem por objetivo, via de regra, justamente reduzir os custos inerentes ao acesso ao mercado de valores mobiliários e permitir que tais sociedades mantenham estruturas societárias mais enxutas, flexíveis e compatíveis com seu porte, atividades e estágio de desenvolvimento. Por esse motivo, e de modo a verificar em que medida isso é uma alternativa no âmbito do ordenamento jurídico brasileiro, é essencial analisar como se dá, no direito estrangeiro e por aqui, a aquisição do status de companhia aberta, do qual resulta a atração de um regime societário especial, em que, como dito, é patente o predomínio de normas cogentes. (...) Entretanto, sob uma perspectiva jurídica, essa definição há de ser absolutamente precisa, considerando que a consequência da qualificação de uma determinada sociedade por ações como aberta, como mencionado, é a sua submissão a um regime societário diferenciado e a atração de um regime regulatório próprio, incluindo, em algumas jurisdições (como a brasileira) a sua sujeição a um regulador especializado.”* (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 171-173)

companhia emissora⁸⁴⁶. Além disso, ao reformar a norma para permitir que fossem assim ofertados valores mobiliários de capital, optou a CVM por exigir o registro de companhia aberta, assim traçando clara distinção com relação aos valores mobiliários de dívida. Portanto, parecem merecer ponderação os motivos para a CVM ter assim procedido. Além disso, se futuramente vier a reformar a norma para admitir que sejam assim ofertados valores mobiliários de capital de emissores não registrados, ainda mais importante será que se aprofunde a presente discussão para a promoção de segurança jurídica.

Em segundo lugar, parece-nos haver certo descompasso entre o caráter excepcional da dispensa de registro e sua efetiva utilização, o que talvez denote um problema mais amplo e estrutural. Referimo-nos à popularidade dos regimes de dispensa de registro, ilustrada pelos dados compilados no Capítulo 3 da Parte I e pelas demais informações apontadas neste Capítulo. Os números revelam a predominância, em termos de quantidade e volume financeiro, das ofertas públicas com esforços restritos, em comparação com as ofertas registradas, direcionadas ao público geral⁸⁴⁷. E ainda, mostram que boa parte dessas ofertas públicas com esforços restritos tem por objeto debêntures de emissores não registrados, de capital fechado. Por fim, a crescente popularidade das ofertas públicas de *crowdfunding* de investimento é também um dado importante nesse contexto.

É notória a ausência em nosso ordenamento jurídico de uma definição sedimentada que

⁸⁴⁶ Uma situação distinta, mas comparável, é aquela das companhias investidas por Fundos de Investimento em Participação (FIP). Esses fundos, constituídos sob a forma de condomínios fechados, são direcionados a investidores qualificados. Como o investidor direto nesse caso é o fundo, fica ele sujeito a regulamentação específica. Exige-se inclusive que o fundo participe do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. Esses fundos podem investir em companhias abertas ou fechadas. Contudo, em se tratando de companhia fechada, a Instrução CVM n. 578/2016 impõe a observância de determinadas práticas de governança, como que estendendo a essas companhias investidas obrigações típicas de companhia aberta. Notadamente, impõe às companhias investidas: (i) vedação à emissão de partes beneficiárias; (ii) estabelecimento de mandato unificado, de até dois anos, para o conselho de administração, quando houver; (iii) disponibilização aos acionistas de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opção de aquisição de ações ou outros valores mobiliários de emissão da companhia; (iv) resolução de conflitos societários por arbitragem; e (v) auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM. Mais ainda, caso obtenha registro de companhia aberta na categoria A, obriga a companhia investida a aderir a segmento especial de listagem que assegure no mínimo essas mesmas práticas de governança (artigo 8º). Ou seja, a Instrução CVM n. 578/2016 cuida não apenas da governança no âmbito do fundo, mas também da companhia investida, impondo regime especial àquelas não registradas como abertas. Apesar de fugir ao escopo deste trabalho, visto não haver nesse caso dispensa de registro ou registro paralelo, ou elementos que gerem insegurança quanto ao *status* da companhia investida, também aqui a imposição de regime especial às companhias fechadas a partir da importação de obrigações tipicamente impostas às companhias abertas parece contribuir para o distanciamento da antiga dicotomia entre companhias abertas e fechadas.

⁸⁴⁷ Vide item 3.4 do Capítulo 3 da Parte I. Vale lembrar que, em 2018, foram realizadas 991 ofertas com esforços restritos, no valor total de R\$ 243,6 bilhões, e 76 ofertas registradas, no valor total de R\$ 33,5 bilhões. Até novembro de 2019, foram realizadas 964 ofertas com esforços restritos, no valor total de R\$ 309,5 bilhões, e 108 ofertas registradas, no valor total de R\$ 82,4 bilhões. (cf. CVM. Boletim de Mercado, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020)

distinga as ofertas públicas e privadas. A doutrina discute os critérios que devem ser empregados para essa distinção, dentre eles o nível de sofisticação dos potenciais investidores e de proteção que eles demandam. Com efeito, para alguns, as ofertas públicas com esforços restritos melhor se enquadrariam como ofertas privadas, tendo em vista as restrições a que ficam sujeitas⁸⁴⁸.

Fato é que o crescimento do mercado de valores mobiliários brasileiro vem se concentrando nesses regimes de dispensa de registro – à margem, portanto, da disciplina jurídica da companhia aberta. Isso produz um movimento quase que de *erosão das fronteiras externas* dessa disciplina, com a conseqüente redução de seu campo de incidência *vis-à-vis* o universo de emissores que efetivamente acessam o mercado de valores mobiliários.

Mais ainda, esse quadro nos leva a questionar a adequação do objeto e da estrutura que pautaram a disciplina original da companhia aberta em 1976, frente à realidade atual. Em particular, o sistema dual de registro parece perder espaço para os regimes de dispensa, contribuindo para o afastamento da antiga dicotomia entre companhias abertas e fechadas, sob a qual somente as primeiras acessavam o mercado. Esse movimento parece sugerir uma paulatina migração em sede regulamentar dessa antiga estrutura para uma menos rígida, que se assemelha mais ao regime norte-americano de *safe harbours*, a partir do exercício da dispensa de registro⁸⁴⁹.

⁸⁴⁸ Cf. EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 159. Além disso, como diagnosticado pela própria CVM: “*Há uma alta frequência de ofertas de debêntures e notas promissórias realizadas com esforços restritos (ICVM 476) subscritas exclusivamente por um número reduzido de instituições financeiras e intermediárias, o que sugere o uso do instrumento para concessão de crédito sem esforço de distribuição propriamente dito.*” (cf. CVM. *O mercado de dívida corporativa no Brasil: uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento*. 2019. p. 31-32 Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cv_m_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019)

⁸⁴⁹ Nesse ponto, ressaltando o pragmatismo das soluções adotadas, explica Pitta: “*E 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 e requisitos impostos pelo regulador ou a determinados critérios específicos de enquadramento (no contexto, por exemplo, daquilo que se convencionou chamar de safe-harbours, no âmbito do mercado norte-americano), sem que seja necessário adentrar, para efeitos dessa definição, no pantanoso campo da distinção entre ofertas de natureza pública ou privada.*” (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 330-331) Mais especificamente, sobre os *safe harbours* do regime norte-americano, explica Pitta: “*Tal abordagem (conhecida, como dito, nos Estados Unidos, como a instituição de um safe-harbour) busca efetivamente circunscrever quais operações estão dispensadas do cumprimento dos requisitos aplicáveis às ofertas públicas previstos no Securities Act de 1933, sem a necessidade de perquirições mais profundas sobre a sua natureza (pública ou privada), que, como mencionado, embute um grau de subjetividade altamente incômodo para os operadores e aplicadores da*

De todo modo, parece-nos haver certa contradição entre a proporção que os regimes de dispensa assumiram em nosso mercado e o seu caráter excepcional na Lei n. 6.385/1976. Esse quadro evoluiu de tal maneira que a simples leitura da lei brasileira hoje talvez não permita a adequada compreensão de nossa realidade. Não pretendemos com isso sugerir que a CVM tenha excedido sua competência no exercício dessa dispensa, desrespeitando seu caráter excepcional, e sim perquirir se a concentração em torno desses institutos na prática representa sintoma de um problema mais amplo, decorrente ou relacionado com as opções que originalmente pautaram a disciplina legal da companhia aberta. Diante do acima exposto, entendemos que a dispensa de registro merece reflexão, à luz do quanto antes exposto, *de lege ferenda*.

3.3 Disciplina das companhias incentivadas

3.3.1 Origem

Como mencionado no Capítulo 2 da Parte I, na segunda metade do século XX – especialmente nas décadas de 1960 e 1970 –, houve intensa utilização de incentivos fiscais como instrumento de fomento da economia brasileira. Passaram a ser direcionados recursos decorrentes de incentivos fiscais, como a dedução de parcelas do imposto de renda de pessoa jurídica, para empresas consideradas aptas a receber tais incentivos por agências de desenvolvimento regional ou setorial, por meio da subscrição de valores mobiliários de sua emissão⁸⁵⁰.

norma.” (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 340) A nosso ver, essas ponderações merecem consideração em futura revisão do arcabouço normativo sobre ofertas públicas de distribuição pela CVM, que inseriu o tema em sua agenda regulatória de 2019 e, naquela de 2020, passou a indicar a intenção de promover audiência pública sobre o tema. (cf. CVM. *Regime Informacional e Ofertas Públicas estão na Agenda Regulatória CVM 2020*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/index.html>. Acesso em: 08 jan. 2020)

⁸⁵⁰ O Decreto-lei n. 1.376/1974 reformou esse regime de incentivos com a instituição de Fundos de Investimento (Fundo de Investimentos do Nordeste - FINOR, Fundo de Investimentos da Amazônia - FINAM e Fundo de Investimentos Setoriais - Fiset) por intermédio dos quais tais aplicações passaram a ser processadas. De acordo com a respectiva Exposição de Motivos, o sistema de incentivos fiscais, desde a década de 1960, revelara-se um poderoso instrumento de aceleração do Norte, do Nordeste, do Espírito Santo, do turismo, da pesca e do reflorestamento, e proporcionara valiosos recursos à EMBRAER e ao MOBIL. Ainda, a mecânica de aplicação dos incentivos fiscais apresentava distorções, que o novo diploma pretendia eliminar. A nova sistemática previa a conversão dos certificados de aplicação no FINOR, Fiset, FINAM e EMBRAER em quotas dos respectivos fundos ou em ações da EMBRAER, e a subsequente conversão dessas quotas em ações pertencentes às carteiras dos fundos. Destaca a Exposição de Motivos, como uma das

Esse sistema de incentivos fiscais propunha maior integração entre a atuação governamental e a do setor privado, e tinha duplo objetivo. Além de impulsionar o desenvolvimento econômico e a integração social de regiões e setores carentes, visava também a promover o fortalecimento do mercado de capitais, mediante a capitalização e a dispersão do capital das empresas beneficiárias⁸⁵¹.

De modo geral, essas sociedades foram assim beneficiadas por estarem localizadas em regiões de especial interesse econômico ou por produzirem bens ou prestarem serviços em setores específicos da economia – e não necessariamente por terem interesse particular em participar do mercado de capitais. Contudo, passaram a ficar expostas a esse mercado, particularmente porque a disciplina desse sistema de incentivos fiscais passou a prever a

vantagens do sistema proposto: “4) *Mantem-se a integral liberdade de escolha do setor privado quanto às regiões, setores e projetos em que aplicarão as suas deduções do imposto de renda. Para os contribuintes que possuam projeto próprio, essa liberdade de escolha é assegurada pela sistemática especial prevista no artigo 18 do projeto, a qual assegura a pronta permuta dos certificados de aplicação por ações do projeto, pelos respectivos valores nominais. Os contribuintes que não possuírem projeto próprio poderão, a qualquer tempo, converter as suas quotas por títulos pertencentes às carteiras dos Fundos, de acordo com as respectivas cotações. (...) A pronta conversibilidade de quotas em ações, adicionada ao fato de que as quotas adquiridas pela União serão inconversíveis, afasta qualquer possibilidade de estatização dos incentivos pela nova sistemática proposta dos Fundos;*” (cf. Exposição de Motivos n. 21-CDE, de 11 de dezembro de 1974) Essa sistemática foi alterada e complementada por atos posteriores. Em especial, a Lei n. 8.167/1991 reestabeleceu os incentivos regionais por aplicação de parcela do imposto de renda de pessoa jurídica e estabeleceu novas condições operacionais para os fundos de investimento. Diz a respectiva Exposição de Motivos: “3 - *Como se recorda, a instituição dos incentivos do FINOR-FINAH-FUNRES, através do Decreto-Lei n. 1.376, de 12.12.74, foi fundamentada na necessidade de se reduzir as disparidades regionais, através do alcance dos seguintes objetivos: contribuir para a criação de um parque produtivo diversificado e tecnologicamente atualizado e estimular o processo de pulverização da propriedade do capital das empresas. (...) 6 - Assim, é de se concluir que esses instrumentos devem ser profundamente repensados, no sentido de se constituir em meio mais eficiente para a indução do desenvolvimento regional e de responder, de forma mais positiva, aos recursos fiscais pertinentes. (...) 8 - O incluso Projeto de Lei Complementar reformula drasticamente as condições de aplicação dos referidos recursos e, ao mesmo tempo, cria meios para que tais Fundos possam prescindir das renúncias do Imposto de Renda, no prazo de dez anos, em que é prevista a cessação dos incentivos.*” O artigo 5º desse diploma limitou a aplicação pelos fundos de investimento à subscrição de debêntures, conversíveis ou não em ações, de emissão das companhias incentivada – exigência essa posteriormente restrita às debêntures conversíveis em ações pela Medida Provisória n. 2.199-14/2001. De acordo com a respectiva Exposição de Motivos, a nova regra de que “*as aplicações de recursos somente serão realizadas contra a emissão de debêntures, conversíveis ou não em ações, por parte da empresa beneficiária, sendo que a conversão só se dará quando o projeto receber o certificado de implantação e apresentar rentabilidade*” tinha o objetivo de evitar “*que os Fundos mantenham ações de projetos inviáveis, preservando o seu patrimônio de manobras irregulares. Adicionalmente, determina que o montante a ser aplicado pelos Fundos em debêntures inconversíveis não poderá ser inferior a 40% do orçamento anual dos Fundos, sendo que, no caso de empresas fechadas, fica estabelecido que as aplicações de recursos obedecerão, no mínimo, à contrapartida de 50% em debêntures inconversíveis, com o duplo objetivo de garantir retorno de recursos aos Fundos, visando à sua independência financeira, e estimular a abertura de capital das empresas. Para projetos de ampliação, modernização e diversificação, dado que geralmente são empreendimentos que já vêm funcionando normalmente e já passaram do estágio crítico de se afirmarem como empresas, também serão aplicados recursos apenas contra a emissão de debêntures inconversíveis.*” (cf. Mensagem n. 877, de 6 de dezembro de 1990)

⁸⁵¹ Cf. Exposição de Motivos n. 379, de 3 de dezembro de 1986. Nota-se, assim, sua conexão com os objetivos que pautaram a política fiscal no tocante às sociedades anônimas de capital aberto, analisadas no Capítulo 2 da Parte I.

possibilidade de valores mobiliários de sua emissão serem negociados no âmbito de leilões especiais promovidos junto às bolsas de valores. Diante disso, passou-se a exigir o registro dessas sociedades e a dedicar-lhes disciplina própria, como veremos a seguir⁸⁵².

Não se pretende traçar aqui um relato a história desse sistema de incentivos fiscais, mas tão somente pontuar que ele antecede a promulgação das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, e nasce de um esforço de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, concentrado na promoção de abertura de capital. Por conseguinte, a origem das sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, aqui referidas como *companhias incentivadas*, é anterior à criação da CVM e à inauguração da atual disciplina jurídica da companhia aberta.

3.3.2 Tratamento lateral na reforma de 1976 (artigo 299 da Lei n. 6.404/1976)

A Lei n. 6.404/1976 tratou do tema lateralmente em seu artigo 299, limitando-se a dispor o seguinte:

“Art. 299. Ficam mantidas as disposições sobre sociedades por ações, constantes de legislação especial sobre a aplicação de incentivos fiscais nas áreas da SUDENE, SUDAM, SUDEPE, EMBRATUR e Reflorestamento, bem como todos os dispositivos das Leis n.ºs. 4.131, de 3 de dezembro de 1962, e 4.390, de 29 de agosto de 1964.”

Esse dispositivo meramente confirma que continuariam válidas as disposições já então em vigor sobre o tema, no aparente intuito de afastar a eventual interpretação de que teriam sido

⁸⁵² Nos termos do artigo 14 da Resolução n. 1.660/1989, do CMN, somente poderão ser colocados em leilão os valores mobiliários de emissão de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais que mantiverem registro atualizado junto à CVM. Essa norma revogou a Resolução n. 381/1976, que antes exigia dessas sociedades registro especial perante o BACEN, e determinava ainda o seguinte (artigo 21, §2º): “Será obrigatório o registro previsto nas Resoluções n.ºs 88 e 214, de 30 de janeiro de 1968 e 2 de fevereiro de 1972, respectivamente, quando os títulos de emissão das referidas sociedades passarem a ser normalmente negociados em Bolsa de Valores ou no caso de oferta pública de títulos e valores mobiliários de emissão dessas sociedades.” Além disso, o artigo 21, §1º, inciso I, da Lei n. 8.167/1991 dispensa o registro perante a CVM de empresas beneficiárias de incentivos fiscais que tenham patrimônio líquido igual ou inferior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais). Esse dispositivo foi incluído por Medida Provisória continuamente reeditada até a Medida Provisória n. 2.199-14/2001, dispensando-se também a realização de auditoria independente de suas demonstrações financeiras e o envio de cópia das demonstrações financeiras à CVM (artigo 21, §1º, incisos II e III, da Lei n. 8.167/1991). Esse diploma estabeleceu ainda certas condições para o leilão especial em bolsa de valores mobiliários de emissão de companhias incentivadas que se valham da faculdade de dispensa de registro na CVM.

tacitamente revogadas por incompatibilidade com o regime da Lei n. 6.404/1976⁸⁵³.

Contudo, não detalha ou promove qualquer tentativa de conciliação desse regime especial com a disciplina societária superveniente, notadamente com relação à divisão então instaurada entre companhias abertas e fechadas. Isso passou a suscitar dúvidas e impulsionou a promulgação de um novo diploma, para conferir tratamento separado ao tema.

3.3.3 Disciplina do mercado de títulos e valores mobiliários incentivados (Decreto-lei n. 2.298/1986)

Veio então o Decreto-lei n. 2.298/1986 a regular o chamado mercado de títulos e valores mobiliários incentivados. Esse diploma garante à CVM competência para “*fiscalizar e disciplinar as sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais para a aplicação em participações societárias*”, permitindo que a própria CVM especifique os títulos e valores mobiliários sujeitos ao regime daquele diploma⁸⁵⁴.

Diz a respectiva Exposição de Motivos que, inobstante o objetivo de promover o fortalecimento do mercado de capitais, a legislação anterior não havia dado a devida ênfase à tutela dos novos investidores dessas companhias, bem como que a utilização desse mercado como fonte de financiamento ficara relegada a segundo plano em função da insuficiência da legislação anterior e da falta de adequada fiscalização⁸⁵⁵. Destaca ainda a Exposição de Motivos que, com o advento das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, as distorções nesse sentido se agravaram diante da disciplina conferida às companhias abertas,

⁸⁵³ Contudo, como pontuou Eizirik, estando tais disposições previstas em leis especiais, não havia necessidade de sua inclusão na lei societária (cf. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2ª ed. Quartier Latin: São Paulo, 2015. p. 554).

⁸⁵⁴ Cf. artigo 1º, inciso I, e artigo 4º do Decreto-lei n. 2.298/1986. O inciso II do artigo 1º confere ainda à CVM competência para “*regulamentar a negociação e a intermediação de títulos e valores mobiliários, emitidos pelas sociedades de que trata o item anterior*”.

⁸⁵⁵ Cf. Exposição de Motivos n. 379/1986: “*Contudo, a legislação não tem dado adequada ênfase ao tratamento a ser dispensado aos novos sócios dessas sociedades. Prevalece, na prática, o objetivo de fortalecimento econômico das regiões e setores considerados como carentes, atenuando-se os desníveis existentes. A utilização do mercado de capitais como fonte permanente de captação de recursos, devido à insuficiência da legislação editada e à inexistência de uma adequada fiscalização, ficou, de fato, relegada a segundo plano. Assim sendo, os cuidados, hoje existentes, quando da emissão e valores mobiliários que recorrem à poupança pública, tais como ampla divulgação de informações e garantia plena dos direitos de novos acionistas, até por não fazerem parte da cultura e da legislação da época, não foram convenientemente contemplados. Ao contrário, as falhas da legislação aplicável acabaram por acarretar distorções, de cunho estrutural, que comprometeram a eficácia do sistema, sobretudo em relação ao mercado de capitais, distorções agravadas após a edição das Leis n. 6.385, de 7-12-76 e 6.404 de 15-12-76, que dispõem, respectivamente, sobre a Comissão de Valores Mobiliários e as Sociedades por Ações.*”

reservando-se a essas companhias a negociação pública de valores mobiliários. Isso porque as companhias incentivadas eram, à época, em sua maioria companhias fechadas (isto é, não registradas como companhias abertas perante a CVM) e, a despeito da vedação legal, era significativo o volume de valores mobiliários de sua emissão negociados no mercado de balcão – por meio de negociações “*efetivadas ao total desamparo das leis vigentes*”, como acusa a referida Exposição de Motivos⁸⁵⁶.

Foi para solucionar esse problema que se propôs a promulgação de um novo diploma, que atribuísse à CVM, no tocante às companhias incentivadas, competências ajustadas à Lei n. 6.385/1976. Não obstante, como ressalta a respectiva Exposição de Motivos, a proposta não consagrava a equiparação das companhias fechadas beneficiárias de recursos incentivados às companhias abertas, e sim a “*criação de um mercado e de uma regulamentação especiais que significarão, de fato, um estágio ao acesso pleno ao mercado de valores mobiliários, que a regulamentação a ser editada pela Comissão de Valores Mobiliários deverá propiciar*”⁸⁵⁷. Pretendia-se, com isso, evitar “*que aquelas companhias tenham que, de imediato, arcar com todas as obrigações legais próprias às companhias abertas*”, ao mesmo tempo propiciando maior transparência nesse mercado⁸⁵⁸.

Em síntese, o desenquadramento superveniente das companhias incentivadas, a partir da entrada em vigor da atual disciplina legal da companhia aberta, foi justamente o que motivou essa reforma, e a solução encontrada – a nosso ver, de duvidosa coerência – foi a criação de um espaço paralelo, ou intermediário, em relação à dicotomia da lei entre companhias abertas e fechadas, para o seu suposto reenquadramento. De todo modo, a iniciativa revela a preocupação da época com a tutela dos investidores de valores mobiliários de emissão de companhias incentivadas não registradas como abertas perante a CVM.

Com efeito, é notável o paralelismo entre a Lei n. 6.385/1976 e o Decreto-lei n. 2.298/1986.

⁸⁵⁶ Cf. Exposição de Motivos n. 379/1986. Prossegue a Exposição de Motivos: “*A problemática da negociabilidade dos valores mobiliários emitidos por empresas beneficiárias de incentivos fiscais concretiza-se a partir do enquadramento dessas empresas como “abertas” ou “fechadas”, nos termos da Lei n. 6.404/76. Aquelas que já se encontram na situação de companhias abertas não apresentam, no presente contexto, qualquer problema, posto que lhes é facultado acesso tanto ao mercado de bolsa, quanto ao de balcão. Urge, em consequência, assegurar, às companhias fechadas beneficiárias dos recursos incentivados, eficiente acesso ao mercado de valores mobiliários, como forma de atingir um dos objetivos primordiais expressos na política governamental de incentivos fiscais regionais ou setoriais e de eliminar as distorções e irregularidades já há muito identificadas no sistema em vigor, bem como de evitar que o mesmo ocorra no sistema relativo ao setor de informática. Com base nessa constatação, e considerando a demanda dos agentes do mercado e os órgãos oficiais que administram o sistema, é que se propõe, no anexo projeto de decreto-lei, uma solução que visa a adequar a situação de fato, atualmente, existente aos ditames da legislação em vigor.*”

⁸⁵⁷ Cf. Exposição de Motivos n. 379/1986.

⁸⁵⁸ Cf. Exposição de Motivos n. 379/1986.

Por exemplo: o artigo 2º do Decreto-lei n. 2.298/1986 lista os fins que devem pautar o exercício das atribuições da CVM previstas naquele decreto e, similarmente ao artigo 4º da Lei n. 6.385/1976, orienta a CVM, de um lado, a assegurar condições de acesso ao mercado de títulos e valores mobiliários incentivados e, de outro, a proteger os titulares de títulos e valores mobiliários incentivados e os investidores desse mercado, bem como a assegurar a observância de práticas comerciais equitativas e o acesso a informações sobre as companhias emissoras e os títulos e valores mobiliários negociados.

A partir de sistemática semelhante, o Decreto-lei n. 2.298/1986 delega à CVM a regulamentação de diversas matérias, como o regime de informações a serem prestadas e a elaboração e auditoria das demonstrações financeiras⁸⁵⁹, bem como os procedimentos, métodos e práticas que devem ser observados no mercado secundário de títulos e valores mobiliários incentivados⁸⁶⁰. O Decreto-lei n. 2.298/1986 outorga à CVM competência para expedir normas sobre o registro de companhia incentivada e o registro de distribuição primária ou secundária e de operações especiais de títulos e valores mobiliários incentivados⁸⁶¹.

Também em linha com a Lei n. 6.385/1976, o Decreto-lei n. 2.298/1986 autoriza a CVM a sancionar infrações não apenas àquele decreto, como também à Lei n. 6.404/1976, às normas expedidas pela CVM e outras cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, aplicando, em todos esses casos, as penalidades previstas na Lei n. 6.385/1976⁸⁶².

⁸⁵⁹ Cf. artigo 3º, inciso I, (c) e (d) do Decreto-lei n. 2.298/1986. Note-se, quanto às demonstrações financeiras, que o artigo 21, *caput*, da Lei n. 8.167/1991 obriga as companhias incentivadas a remeterem à CVM e aos bancos operadores dos respectivos fundos, em cada exercício, cópias das demonstrações financeiras devidamente auditadas por auditores independentes. Ficam dispensadas da realização de auditoria independente das demonstrações financeira e do envio de cópia destas à CVM as companhias incentivadas com patrimônio líquido igual ou inferior a R\$ 10 milhões, desde que não tenham valores mobiliários disseminados no mercado, nos termos dos §§1º e 3º do referido dispositivo.

⁸⁶⁰ Cf. artigo 3º, inciso I, (e) e (f) do Decreto-lei n. 2.298/1986.

⁸⁶¹ Cf. artigo 3º, inciso I, (a) e (b), do Decreto-lei n. 2.298/1986.

⁸⁶² Cf. artigo 3º, inciso III, do Decreto-lei n. 2.298/1986. Ainda nesse tema, vale notar que a Lei n. 7.940/1989, que trata da taxa de fiscalização do mercado de valores mobiliários, tornou obrigatória a contribuição pelas companhias incentivadas obrigadas a registro na CVM nos termos do artigo 2º do Decreto-lei n. 2.298/1986, ainda que em valor inferior àquele cobrado das companhias abertas (artigo 3º e Tabela A da Lei n. 7.940/1989). Dado que tal tributo federal tem por fato gerador o exercício do poder de polícia legalmente atribuído à CVM, entendeu-se merecerem as companhias incentivadas ser incluídas no rol de contribuintes, tendo em vista o regime de fiscalização a que lhes submeteu o Decreto-lei n. 2.298/1986. Todavia, o artigo 31 da Lei n. 10.522/2002 estabelece exceção, dispensando “a constituição de créditos da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, a inscrição na sua Dívida Ativa e o ajuizamento da respectiva execução fiscal, bem assim cancelados o lançamento e a inscrição relativamente: I - à taxa de fiscalização e seus acréscimos, de que trata a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, devida a partir de 1º de janeiro de 1990 àquela autarquia, pelas companhias fechadas beneficiárias de incentivos fiscais; II - às multas cominatórias que tiverem sido aplicadas a essas companhias nos termos da Instrução CVM nº 92, de 8 de dezembro de 1988. § 1º O disposto

3.3.4 Disciplina das companhias incentivadas (Instrução CVM n. 265/1997)

Atualmente, a CVM disciplina o registro de companhias incentivadas por meio da Instrução CVM n. 265/1997, sendo certo que a elas não se aplica a Instrução CVM n. 480/2009⁸⁶³. Adicionalmente, a Instrução CVM n. 427/2006 disciplina o cancelamento e a suspensão, de ofício, desse mesmo registro⁸⁶⁴.

A Instrução CVM n. 265/1997 revogou a Instrução CVM n. 92/1988, que dispunha sobre o registro e a fiscalização de companhias incentivadas e sobre a negociação em bolsa de valores mobiliários de sua emissão, bem como a Instrução CVM n. 211/1994, que disciplinava a dispensa e o cancelamento de registro de companhia incentivada. Vale notar que a antiga Instrução CVM n. 92/1988 foi acompanhada de nota explicativa, segundo a qual a CVM vinha há longo tempo examinando o tema e pretendia criar “*um início de integração ao mercado de valores mobiliários*” para as companhias incentivadas que ainda fossem fechadas, “*evitando-se, ademais, que essas empresas tenham que, de imediato, arcar com a totalidade das obrigações legais próprias às companhias abertas*”⁸⁶⁵. O resultado esperado era uma ampliação do mercado de valores mobiliários, com a integração de mais de três mil novas companhias⁸⁶⁶.

Reiterando os termos da Exposição de Motivos do Decreto-lei n. 2.298/1986, dizia ainda a referida nota explicativa que a possibilidade de negociação pública dos valores mobiliários emitidos por companhias incentivadas “*concretizar-se-ia a partir da classificação dessas empresas como abertas, nos termos da Lei nº 6.404/76, ou pela criação de uma nova sistemática intermediária, abrangendo as chamadas "companhias entre-abertas", e*

neste artigo somente se aplica àquelas companhias que tenham patrimônio líquido igual ou inferior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), conforme demonstrações financeiras do último exercício social, devidamente auditadas por auditor independente registrado na CVM e procedam ao cancelamento do seu registro na CVM, mediante oferta pública de aquisição da totalidade desses títulos, nos termos do art. 20 e seguintes da Instrução CVM nº 265, de 18 de julho de 1997, caso tenham ações disseminadas no mercado, em 31 de outubro de 1997. (...)”

⁸⁶³ Cf. artigo 1º, §3º da Instrução CVM n. 480/2009.

⁸⁶⁴ Em acréscimo aos diplomas dedicados às companhias incentivadas, a CVM a elas estende a aplicação de algumas normas previstas em atos normativos diversos para as companhias abertas. Por exemplo: a Instrução CVM n. 323/200, que define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle e de infração grave, prevê o seguinte: “§2º Para os efeitos desta Instrução, equiparam-se às companhias abertas as sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais registradas na CVM, e as demais sociedades cujas ações sejam admitidas à negociação nas entidades do mercado de balcão organizado, nos termos da Instrução CVM nº 243, de 1º de março de 1996.” O mesmo diz o artigo 1º, §2º, da Instrução CVM n. 319/1999.

⁸⁶⁵ Cf. Nota explicativa da Instrução CVM n. 92/1988.

⁸⁶⁶ Cf. Nota explicativa da Instrução CVM n. 92/1988.

*constituindo um verdadeiro mercado de acesso*⁸⁶⁷. Foi à disciplina desse regime *sui generis* que se dedicou a Instrução CVM n. 92/1988.

A Instrução CVM n. 265/1997 dirige-se às sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais previstos no Decreto-lei n. 1.376/1974⁸⁶⁸, excepcionando expressamente aquelas que possuam registro de companhia aberta⁸⁶⁹. Mais do que isso, a Instrução CVM n. 265/1997 declara que “[a] sociedade registrada nos termos desta Instrução não será considerada companhia aberta”⁸⁷⁰. Nessa linha, determina ainda que, se a companhia incentivada pretender realizar distribuição pública de valores mobiliários, deverá obter o registro de companhia aberta de que trata o artigo 21 da Lei n. 6.385/1976⁸⁷¹.

Para as companhias incentivadas contempladas pela Instrução CVM n. 265/1997

⁸⁶⁷ Cf. Nota explicativa da Instrução CVM n. 92/1988.

⁸⁶⁸ A Instrução CVM n. 265/1997 se aplica ainda às sociedades que receberam recursos nos termos da legislação referida nas alíneas “c” a “e” do parágrafo único do artigo 1º do Decreto-Lei nº 1.376/74 (cf. artigo 1º, § 1º, da Instrução CVM n. 265/1997).

⁸⁶⁹ Cf. artigo 1º, *caput* e § 3º, (a), da Instrução CVM n. 265/1997. Esse regime exclui também as sociedades que, em contrapartida aos recursos recebidos de Fundos de Investimento regionais, emitam exclusivamente debêntures simples (cf. artigo 1º, *caput* e § 3º, (c), da Instrução CVM n. 265/1997, alterado pela Instrução CVM n. 556/2015 para acrescentar a esse rol as sociedades que tenham emitido debêntures conversíveis em ações, cujo prazo para conversão tenha se expirado), bem como as sociedades que tenham patrimônio líquido igual ou inferior a R\$ 10 milhões, conforme demonstrações financeiras do último exercício social, devidamente auditadas por auditor independente registrado na CVM (cf. artigo 1º, *caput* e § 3º, (d), da Instrução CVM n. 265/1997). Nesse ponto, alinha-se ao artigo 21, § 1º, inciso I, da Lei n. 8.167/1991, com redação dada pela Medida Provisória n. 2.199-14/2001, antes mencionado. Merece atenção a interpretação adotada pelo Colegiado da CVM a respeito do alcance dessa norma. Notadamente, no âmbito de julgamento de processo que versava sobre o regime da Lei n. 8.167/1991, ressaltou o Diretor Otávio Yazbek que o registro de companhias incentivadas perante a CVM não tem por objetivo tutelar os interesses dos Fundos de Investimento regionais que subscrevem privadamente os valores mobiliários daquelas companhias, e sim, tão somente, resguardar os investidores que tenham adquirido, em mercado, valores mobiliários de emissão de companhia incentivada regularmente registrada na CVM. Naquela ocasião, o Colegiado da CVM, acompanhando o voto apresentado pelo relator, deliberou que: “*i) as companhias que apenas tenham tido seus valores mobiliários adquiridos por fundos de investimento regional por meio de subscrição privada, independentemente do valor de seu patrimônio líquido, não precisam, em razão de tal fato, obter registro na CVM; ii) as companhias que, na forma do art. 21 da Lei 8.167/91, (a) tenham patrimônio líquido igual ou inferior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais); e (b) ainda não tenham valores mobiliários disseminados em mercado, estão dispensadas da exigência de obtenção do registro na CVM previamente à distribuição das ações incentivadas por meio de leilões especiais. Destacou-se que, de acordo com o art. 21, § 3º, do mesmo diploma legal, deverá constar dos editais de leilão especial: (i) a condição de empresa beneficiária de incentivos fiscais não registrada e não fiscalizada pela CVM; e (ii) a advertência de que os valores mobiliários ofertados não são negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão, e que os seus adquirentes somente poderão negociá-los em transações privadas; e (iii) as demais companhias incentivadas, que não se enquadrem nas condições estabelecidas pelo art. 21 da Lei 8.167/91, só poderão ter seus títulos e valores mobiliários ofertados por meio de leilões especiais caso, antes da realização destes, obtenham o devido registro na CVM, exigido pelo art. 2º da Instrução 265/97.*” (cf. CVM. Processo RJ2009/1254, julgado em 13 de outubro de 2009. Diretor Relator Otávio Yazbek) Decorre desta interpretação o entendimento, confirmado no âmbito de audiência pública, de que a companhia incentivada com registro cancelado (de ofício ou não) poderá ter ações de sua emissão negociadas em leilões especiais desde que não estejam disseminadas no mercado e, ainda, que a companhia possua patrimônio líquido igual ou inferior a R\$ 10 milhões, conforme o disposto no art. 21, §§ 1º a 4º, da Lei nº 8.167/1991. (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 09/2011, p. 2)

⁸⁷⁰ Cf. artigo 35 da Instrução CVM n. 265/1997.

⁸⁷¹ Cf. artigo 33 da Instrução CVM n. 265/1997.

estabeleceu-se obrigatoriedade de registro perante a CVM nos termos daquele diploma⁸⁷². Ao mesmo tempo, a Instrução CVM n. 265/1997 prevê a possibilidade de dispensa ou cancelamento desse registro pela CVM, mediante comprovação de que a totalidade das ações pertencem aos controladores ou a realização de oferta pública para a aquisição da totalidade das ações em circulação⁸⁷³.

A norma ainda exige, como requisito à obtenção desse registro, a apresentação de declaração de bolsa de valores ou mercado de balcão organizado de deferimento do pedido de *admissão à negociação* dos valores mobiliários da companhia incentivada, condicionado apenas à obtenção de registro perante a CVM⁸⁷⁴. Ou seja, nesse ponto a Instrução CVM n. 265/1997 reflete a orientação anterior das regras sobre registro de companhia aberta, revertida quando este foi desvinculado do registro de distribuição pública de valores mobiliários⁸⁷⁵. Nessa linha, determina ainda a norma que as companhias incentivadas devem requerer a admissão à negociação dos valores mobiliários de sua emissão em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, podendo a respectiva entidade autorreguladora estabelecer requisitos

⁸⁷² Cf. artigo 2º da Instrução CVM n. 265/1997.

⁸⁷³ Cf. artigo 2º da Instrução CVM n. 265/1997. A oferta pública para dispensa ou cancelamento de registro de companhia incentivada é disciplinada nos artigos 20 a 31 da Instrução CVM n. 265/1997. Sob essa sistemática, a dispensa ou o cancelamento de registro deve ser previamente aprovado em assembleia geral, na qual caberá ao acionista controlador declarar sua intenção de promover oferta pública e informar aos acionistas presentes o preço a ser ofertado e as condições de pagamento. Confirma a CVM que essa oferta pública somente é obrigatória para o cancelamento de registro de companhia incentivada que possua ações disseminadas no mercado, excluídas as ações de emissão de companhia incentivada que sejam de propriedade de seus controladores ou de fundos fiscais de investimento (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 09/2011, p. 3).

⁸⁷⁴ Cf. artigo 3, inciso I, da Instrução CVM n. 265/1997.

⁸⁷⁵ Vide Capítulo 1 da Parte II. Em audiência pública, um participante propôs a alteração do inciso I do artigo 3º da Instrução CVM n. 256/1997 para que as companhias incentivadas pudessem obter registro na CVM sem sua listagem ou a admissão à negociação em mercados organizados, sob o argumento de que essa medida mitigaria custos para essas companhias, dado que seus valores mobiliários não costumam contar com liquidez no mercado. Em resposta, disse a CVM: “*Não obstante o custo adicional que a exigência de listagem impõe às companhias, a CVM acredita que a listagem das companhias incentivadas em mercados organizados de valores mobiliários é um elemento importante para a supervisão e o acompanhamento destas sociedades, como também ocorre com as companhias abertas.*” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 02/2014, p. 10). Entendemos que esse tratamento assimétrico, e mais rigoroso, adotado para as companhias incentivadas, em comparação com o tratamento conferido às companhias abertas, merece ponderação. Aliás, ressaltou o atual Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, no âmbito de julgamento recente, que: “*6. Outro subproduto da regulação das companhias incentivadas que seria, em tese, interessante, é a obrigação que têm tais companhias de requerer a admissão à negociação de seus valores mobiliários em entidade autorreguladora autorizada a funcionar pela CVM. Entretanto, a listagem forçada de valores mobiliários de uma companhia em mercado de bolsa ou balcão não tem, como mostra a experiência, o condão de agregar volume ao mercado. 7. Muito pelo contrário. O que se vê, isso sim, é a criação de custo regulatório às companhias que usufruem de incentivos fiscais e o aumento das atribuições da CVM sem que se produza a esperada contrapartida de interesse público, qual seja, o desenvolvimento do mercado com a inserção de mais companhias emissoras.*” (cf. CVM. Processo CVM SP 2015/0208, julgado em 24 de outubro de 2017. Diretor Relator Henrique Machado. Voto proferido pelo Presidente Marcelo Barbosa)

próprios para tanto⁸⁷⁶. Ademais, quanto à negociação pública dos valores mobiliários incentivados, ordena que somente poderá ser realizada na modalidade à vista e será regida pelas normas da CVM sobre operações com valores mobiliários de companhias abertas⁸⁷⁷.

A partir do registro como companhia incentivada, a Instrução CVM n. 265/1997 submete tais companhias a regime próprio de prestação de informações periódicas e eventuais⁸⁷⁸. Esse regime inclui, por exemplo, a divulgação de fatos relevantes, aplicando-se àquelas companhias as normas específicas sobre o tema, e de demonstrações financeiras (e demonstrações consolidadas, se for o caso), acompanhadas de relatório da administração e de relatório do auditor independente registrado na CVM. Em caso de descumprimento do prazo para entrega de informações periódicas, incide multa cominatória – em valor inferior àqueles aplicáveis às companhias registradas nas categorias A e B⁸⁷⁹ –, sem prejuízo da eventual suspensão da negociação de seus valores mobiliários, da responsabilização dos administradores nos termos do Decreto-lei n. 2.298/1986 e de eventuais penalidades a serem aplicadas pelo Ministério da Integração Nacional ou por bancos operadores⁸⁸⁰.

⁸⁷⁶ Cf. artigo 16 da Instrução CVM n. 265/1997. O Manual do Emissor da B3 permite a listagem de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais registradas perante a CVM nos termos da Instrução CVM n. 265/1997 (cf. item 3.1.3.1, inciso (iii)), desde que satisfaçam condições mínimas e cumpram as regras estabelecidas no Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários e os procedimentos aplicáveis ao respectivo processo de listagem, em especial aqueles previstos no seu item 3.7. Diz o item 3.7.2 do Manual do Emissor: “3.7.2 Os valores mobiliários emitidos por Emissor caracterizado como sociedade beneficiária de recursos oriundos de incentivos fiscais poderão ser negociados apenas por meio de leilões, não sendo admitida a sua negociação contínua.”

⁸⁷⁷ Cf. artigos 15 e 36 da Instrução CVM n. 265/1997.

⁸⁷⁸ Em 2014, foram promovidas alterações pontuais ao regime informacional das companhias incentivadas no intuito de aprimorar a capacidade de supervisão da CVM e o acesso a informações pelo público investidor. As propostas abrangiam a modernização desse regime para prever o envio de informações eventuais e periódicas por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores. (cf. Edital de audiência pública SDM n. 02/2014) No âmbito da audiência pública, a CVM chegou a receber sugestão de participante para que as regras de divulgação então propostas fossem estendidas aos emissores dispensados de registro de emissor de valores mobiliários, tais como as microempresas e empresas de pequeno porte então referidas no artigo 7º da Instrução CVM n. 480/2009, com a criação de uma nova categoria de emissor. (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 02/2014, p. 2)

⁸⁷⁹ A multa diária aplicável às companhias incentivadas em virtude do descumprimento dos prazos para entrega de informações periódicas previstos na Instrução CVM n. 265/1997 é de R\$ 100,00. De acordo com o respectivo edital de audiência pública, a CVM adotou como parâmetro para a fixação desse valor, aquele da multa de pessoa natural prevista na Instrução CVM n. 510/2011, que dispõe sobre o cadastro de participantes do mercado de valores mobiliários. Declarou, ainda, que o valor da multa era inferior àquele previsto na Instrução CVM n. 480/2009 “*tendo em vista o porte menor das companhias incentivadas em relação àquele das companhias abertas registradas na CVM*” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 02/2014). Recentemente, a Instrução CVM n. 607/2019 listou como infrações de menor complexidade as hipóteses de descumprimento de prazos para apresentação de informações periódicas e eventuais e realização da assembleia geral ordinária por administrador de companhia beneficiária de recursos oriundos de incentivos fiscais, ressalvada a hipótese de comunicação sobre ato ou fato relevante (cf. Anexo 73, artigo 1º, inciso II).

⁸⁸⁰ O artigo 3º, §3º, da Instrução CVM n. 427/2006 reitera que o descumprimento das disposições relativas à apresentação de informações periódicas e eventuais da Instrução CVM n. 265/1997 sujeita os administradores de companhias incentivadas às penalidades do artigo 11 da Lei n. 6.385/1976.

Por fim, a Instrução CVM n. 427/2006 nasceu de um esforço empreendido pela CVM para promover acompanhamento mais eficiente das companhias incentivadas⁸⁸¹. Essa norma originalmente permitia (i) o cancelamento de ofício do registro de companhia incentivada na hipótese de paralisação de suas atividades por prazo superior a três anos e suspensão de seu registro por mais de um ano, e (ii) a suspensão de registro na hipótese de atraso superior a três anos quanto à obrigação de prestar informações à CVM. A sistemática do cancelamento de registro foi posteriormente alterada pela Instrução CVM n. 513/2011, para permitir o cancelamento de ofício na hipótese de suspensão de registro por prazo superior a doze meses⁸⁸². E ainda, a suspensão de registro passou a ser autorizada na hipótese de atraso na prestação de informações à CVM superior a doze meses, a partir de alteração promovida pela Instrução CVM n. 556/2015⁸⁸³.

Até o advento da Instrução CVM n. 427/2006, das mais de 2.400 companhias beneficiárias de recursos de incentivos fiscais, cerca de 1.500 haviam pleiteado e obtido o competente registro perante a CVM⁸⁸⁴. Com a entrada em vigor da nova regra, a CVM empreendeu sucessivos esforços de depuração de seu cadastro de companhias incentivadas, promovendo a exclusão cadastral e a suspensão e posterior cancelamento de ofício do registro de centenas de companhias⁸⁸⁵. Em 2011, há notícia de que havia 896 companhias incentivadas com

⁸⁸¹ Cf. Edital de audiência pública CVM n. 10/2005. O edital diz ainda que o tratamento proposto para as companhias incentivadas com relação ao cancelamento e à suspensão de registro era aquele já então aplicável às companhias abertas sob a Instrução CVM n. 287/1998.

⁸⁸² Cf. artigo 2º, inciso IV, da Instrução CVM n. 427/2006. Com isso, eliminou-se a necessidade de verificação de paralisação das atividades da companhia. A alteração foi promovida tendo em vista a revogação da Instrução CVM n. 287/1998, na qual a norma se espelhara, e o advento da Instrução CVM n. 480/2009, que estabeleceu novas regras para o cancelamento de ofício de registro de emissor de valores mobiliários. Diz o respectivo edital de audiência pública: “A CVM acredita que é razoável que o critério adotado pela Instrução CVM nº 480, de 2009, que é aplicável às companhias abertas e aos emissores estrangeiros, seja adotado também para as companhias incentivadas, que possuem uma menor base acionária e uma menor influência no mercado que aqueles primeiros emissores de valores mobiliários.” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 09/2011, p. 1-2)

⁸⁸³ Cf. artigo 2º, inciso IV, e artigo 3º, *caput*, da Instrução CVM n. 427/2006. A alteração foi assim justificada pela SDM em audiência pública: “Além de alinhar a regulamentação das companhias incentivadas com aquela das companhias abertas, o objetivo da alteração é o de garantir que as companhias incentivadas registradas nesta autarquia apresentem um fluxo de informações com o mínimo de interrupções possível.” (cf. Edital de audiência pública SDM n. 02/2014)

⁸⁸⁴ Cf. Edital de audiência pública n. 10/2005, p. 1. Até a edição da Instrução CVM n. 427/2006, a CVM mantinha em seu cadastro, e, por isso, fiscalizava, inclusive as companhias que não haviam pleiteado e obtido o registro perante a CVM, a despeito da obrigação legal. (cf. CVM. Processo CVM n. SP2015/0208, julgado em 24 de outubro de 2017, Diretor Relator Henrique Machado. Voto proferido pelo Presidente Marcelo Barbosa)

⁸⁸⁵ Por exemplo: CVM. *CVM exclui de seu cadastro 649 companhias beneficiárias de incentivos fiscais*. 23 de janeiro de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20080123-1.html>. Acesso em: 17 set. 2019; CVM. *CVM suspende o registro de 1122 companhias incentivadas*. 1 de outubro de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2007/20071001-2.html>. Acesso em: 17 set. 2019; CVM. *CVM cancela de ofício o registro de 249 companhias incentivadas*. 30 de setembro de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20080930-1.html>. Acesso em: 17 set. 2019; CVM. *CVM*

registro suspenso por inadimplência de informações e 126 companhias incentivadas com registro ativo na CVM, das quais apenas 41 possuíam autorização para participar de leilões em bolsa⁸⁸⁶. Em 2017, havia 51 companhias incentivadas com registro ativo na CVM, apenas 37 das quais integravam segmento específico de listagem para empresas incentivadas⁸⁸⁷. Já em março de 2018, havia 52 companhias incentivadas com registro ativo e quinze com registro suspenso na CVM⁸⁸⁸.

Nota-se, portanto, que o universo de companhias incentivadas registradas como tal perante a CVM sofreu considerável redução nos últimos anos, em grande parte atribuída à iniciativa da autarquia de exclusão daquelas que já não vinham cumprindo o regime informacional imposto pelas normas da CVM em contrapartida ao recebimento de incentivos fiscais e à possibilidade de posterior negociação desses valores mobiliários em leilões especiais. A experiência mostra que muitas dessas companhias não possuíam maior intimidade com o ambiente regulatório, ou mesmo interesse no acesso ao mercado de valores mobiliários para o financiamento de suas atividades, o que contribuiu para a dificuldade de adaptação à correspondente disciplina e seu regime informacional⁸⁸⁹.

cancela de ofício o registro de 812 companhias incentivadas. 14 de fevereiro de 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2012/20120214-1.html>. Acesso em: 17 set. 2019.

⁸⁸⁶ Cf. FALCÃO, Marina. CVM quer limpar cadastro de empresas inadimplentes. In: *Valor Econômico*, 21 de junho de 2011.

⁸⁸⁷ Cf. CVM. Processo CVM n. SP2015/0208, julgado em 24 de outubro de 2017, Diretor Relator Henrique Machado. Voto proferido pelo Presidente Marcelo Barbosa.

⁸⁸⁸ Cf. *Instruções CVM n. 567 e 568*. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/apresentacoes/anexos/20180308_apresentacao_oficio_circular_SEP_2018.pptx. Acesso em: 17 set. 2019. Para um levantamento completo a respeito do número de companhias com registro ativo, bem como do número de registro concedidos, suspensos e cancelados, de 2000 a 2017, ver: CVM. Processo CVM n. SP2015/0208, julgado em 24 de outubro de 2017, Diretor Relator Henrique Machado. Voto proferido pelo Presidente Marcelo Barbosa.

⁸⁸⁹ Nesse sentido, ressaltou o atual Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, em recente voto: “9. Poderia se argumentar ainda que, uma vez sujeitas ao regime informacional da ICVM 265/97, as companhias incentivadas, beneficiárias de favor estatal, tornam-se mais transparentes e, portanto, menos expostas aos riscos de práticas de gestão questionáveis. Isso não se discute. 10. Ocorre que o resultado, infelizmente, não foi o pretendido. Como sói acontecer quando se procura forçar o desenvolvimento do mercado com estratégias sem maiores considerações além do curto prazo, o que se viu foi a imposição, a uma enorme quantidade de companhias, de um regime informacional oneroso, típico de companhias que pretendem acessar o mercado de capitais para arrecadar recursos e financiar suas atividades. Isso não serviu para tornar seus valores mobiliários parte efetiva das opções consideradas pelos investidores. 11. A corroborar o que se afirma acima, verificou-se ao longo dos anos que as companhias incentivadas não se adaptaram às exigências informacionais impostas pela regulação, resultando na necessidade de um acompanhamento próximo por parte desta Autarquia. Nesse contexto, foi editado normativo específico para tratar sobre o cancelamento de ofício e a suspensão do registro de companhias incentivadas, a Instrução CVM nº 427/06, alterada em 2015.” (cf. CVM. Processo CVM n. SP2015/0208, julgado em 24 de outubro de 2017, Diretor Relator Henrique Machado. Voto proferido pelo Presidente Marcelo Barbosa)

3.3.5 Considerações finais

Tal como as hipóteses de dispensa de registro analisadas neste Capítulo, o regime das companhias incentivadas suscita interessantes questões no tocante ao objeto e à estrutura da disciplina jurídica da companhia aberta *vis-à-vis* o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Em comum, os dois institutos têm a característica de formar espaços segregados, em que se permite o acesso ao mercado por companhias não registradas como abertas, ou o acesso de investidores de mercado a valores mobiliários de emissão dessas companhias, embora sob diferentes restrições. Com efeito, em ambos os casos se percebe um distanciamento da antiga proposta de divisão entre companhias abertas e fechadas, sob a qual somente aquelas registradas como abertas estariam expostas ao mercado de valores mobiliários.

Não obstante, no caso das companhias incentivadas, cujas origens são anteriores à reforma de 1976, ao invés da dispensa do registro de emissor em sede regulamentar, decidiu-se, ao contrário, instituir para elas um sistema de registros paralelo, por meio de diploma posterior e independente. Esse diploma institui regime próprio, sem diretamente alterar a Lei n. 6.385/1976. Mais do que isso, o Decreto-lei n. 2.298/1986 institui uma estrutura paralela àquela da Lei n. 6.385/1976, ao dedicar-se ao chamado mercado de valores mobiliários incentivados. Ou seja, o registro foi aqui empregado como instrumento de demarcação desse espaço intermediário, paralelo à disciplina jurídica da companhia aberta. As exposições de motivos e notas explicativas antes mencionadas confirmam a intenção de criar um estágio intermediário de acesso ao mercado, sem a atração daquela disciplina.

Diante desse quadro, há quem entenda que a companhia incentivada constitui um terceiro gênero, com caráter híbrido, a meio caminho entre as companhias abertas e fechadas⁸⁹⁰.

A possibilidade de dispensa de registro de emissor pela CVM, e o teor do Decreto-lei n.

⁸⁹⁰ Cf. MOREIRA, Ricardo. As companhias incentivadas e a CVM. In: *Valor Econômico*, 25 de abril de 2012. Disponível em: <https://www.valor.com.br/legislacao/2631296/companhias-incentivadas-e-cvm>. Acesso em: 12 ago. 2019) Também nesse sentido: “Com efeito, como ressaltou o parecer da PFE, as companhias incentivadas não são empresas puramente fechadas, mas sim tipos híbridos, que podem captar poupança pública através da emissão de valores incentivados, motivo pelo qual se lhes impõe a fiscalização da CVM (art. 1º do Decreto-Lei 2.298/86). As incentivadas situam-se a meio caminho do regime aplicável às companhias fechadas e às abertas. Como também reconhece o parecer da PFE, a definição desse ponto intermediário coube à Instrução CVM 265/97, que precisou o conteúdo material das exigências impostas às incentivadas.” (cf. CVM. PAS CVM n. RJ2005/2815, julgado em 5 de outubro de 2005. Relator Presidente Marcelo Trindade)

2.298/1986, posterior e especial em relação à Lei n. 6.385/1976, parecem corroborar a supressão das companhias incentivadas da disciplina jurídica de companhia aberta, *de lege data*⁸⁹¹.

Entendemos que o registro de companhia incentivada previsto no Decreto-lei n. 2.298/1986, regulamentado pela Instrução CVM n. 265/1997, não se confunde com o registro de emissor de valores mobiliários previsto na Lei n. 6.385/1976, regulamentado pela Instrução CVM n.

⁸⁹¹ Tanto assim que o Colegiado da CVM confirmou, no âmbito de um julgamento, no ano de 2007, que o artigo 35 da Instrução CVM n. 265/1997 - que dispõe que “[a] sociedade registrada nos termos desta Instrução não será considerada companhia aberta” - não foi derogado pela Lei n. 10.303/2001, ao alterar a definição legal de companhia aberta do *caput* do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976: “24. Destarte, é certo que nenhum novo dispositivo derogou o artigo 35 da Instrução CVM 265 ou pode, sequer, motivar dúvida quanto ao não enquadramento das companhias incentivadas como companhias abertas. 25. Isto posto, não se pode pretender a extensão aos acionistas titulares de ações preferenciais das companhias fechadas do direito de eleger e destituir membro do Conselho de Administração conforme previsto no art. 141, § 4º, inciso II da Lei 6.404/76.” (cf. CVM. Processo CVM n. RJ2007/11445, julgado em 6 de novembro de 2007. Diretor Relator Durval Soledade) São diversos os precedentes da CVM a respeito do regime especial das companhias abertas, inclusive sobre as normas de companhia abertas que lhes são ou não aplicáveis. Veja-se, nesse sentido, os seguintes trechos de decisões do Colegiado da CVM: “24. As companhias incentivadas não são abertas. Contudo, ao se beneficiarem de incentivos fiscais, o Legislador submeteu estas companhias a um regime especial, o chamado regime das companhias incentivadas. Apesar de formalmente serem companhias fechadas, o Legislador optou por obrigá-las, entre outras exigências, a prestar informações periódicas e eventuais além de contratar auditor externo registrado na CVM. As obrigações elencadas pela Instrução CVM nº 265 são menos extensas que as aplicáveis às companhias abertas, mas são aquelas que o Legislador e o Regulador concluíram ser um conjunto mínimo para atender o interesse público. Afinal, em última análise, estas companhias optaram por receber recursos incentivados da União e, através dos leilões do FINOR, em contrapartida, são obrigadas a receber investidores minoritários em seu quadro de acionistas, sem que elas tenham registrado oferta pública, nos moldes tradicionais das companhias abertas. (...) 26. Assim, à luz dos artigos 2º e 3º do Decreto-Lei 2.298/86, e dos artigos 10 e 13, V, da Instrução CVM nº 265, entendo que a companhia incentivada tem a obrigação de divulgar fato relevante, nos termos do art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76 e da Instrução CVM nº 31/84 (atual 358/02). Disto se conclui que a interpretação literal do art. 157, § 4º, pretendida pela defesa, não procede. Esta interpretação esvaziaria a norma legal imposta pelo Decreto-lei e regulamentada pela CVM por constar no artigo supracitado da lei societária a expressão “companhia aberta”. Esta interpretação ignora que a construção das normas sobre as companhias incentivadas (lei especial e posterior à lei das S.A.) foi feita de forma a se estender a essas companhias algumas das obrigações típicas das companhias abertas. Entre estas obrigações está a de divulgar o fato relevante, já que estas companhias podem vir a ter dispersão acionária através dos leilões do FINOR, o que veio a ocorrer no caso concreto.” (cf. CVM. PAS CVM n. RJ2011/14269, julgado em 26 de março de 2013. Diretora Relatora Ana Novaes); “15. As companhias incentivadas não são abertas, mas ao se beneficiarem de incentivos fiscais, ficam submetidas a um regime especial, o chamado regime das companhias incentivadas. Assim, ainda que formalmente sejam fechadas, estão obrigadas, entre outras exigências, a prestar informações periódicas e eventuais. 16. As obrigações imputadas a este tipo de companhia são menos extensas que as aplicáveis às companhias abertas, mas são aquelas que o legislador e o regulador concluíram ser um conjunto mínimo para atender ao interesse público. Afinal, elas optaram por receber recursos incentivados da União e, através dos leilões do FINOR, em contrapartida, são obrigadas a receber acionistas minoritários, sem que tenham registrado oferta pública de seus valores mobiliários, a exemplo do que fazem as companhias abertas. 17. Foi objetivando proteger os investidores, em especial os minoritários, que se atribuiu à CVM a incumbência de supervisionar as companhias incentivadas, sendo imperioso que elas observem as regras sobre divulgação de informação relevante, em harmonia com o que dispõem os artigos 10 e 13, inciso V, da Instrução CVM nº 265/97: (...) 18. Resta claro que a estrutura regulatória aplicável às companhias incentivadas exige o cumprimento dos deveres de prestar informações, dentre as quais a divulgação de fato relevante, obrigações que não podem ser afastadas tão somente pelo fato de que a Companhia não é aberta, pois a elas foi direcionado um arcabouço normativo especial, de um lado preocupado com as particularidades deste tipo de sociedade, mas sempre atento à necessidade de proteger os investidores” (cf. CVM. PAS CVM n. 01/2013, julgado em 10 de março de 2015. Diretor Relator Roberto Tadeu Fernandes)

480/2009. Contudo, ressalva o §1º do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976 diz que “[s]omente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão”⁸⁹². Ao incumbir a CVM de regulamentar o registro de companhia incentivada, o Decreto-lei n. 2.298/1986 não estabelece equiparação com o registro de emissor da Lei n. 6.385/1976, e nem parece ter sido essa a intenção do legislador – e sim, ao contrário, de reforçar essa distinção. Por isso, a nosso ver, o registro como companhia incentivada não tem o mesmo efeito de promover o enquadramento e atrair a disciplina legal de companhia aberta⁸⁹³. Sua função, também instrumental, parece concentrar-se na promoção de adequada prestação de informações⁸⁹⁴.

Assim sendo, ao permitir a exposição a esse mercado de companhias não registradas como abertas, o instituto contribui para o distanciamento da antiga dicotomia entre companhias abertas e fechadas. Nesse ponto, se assemelham as companhias incentivadas e as companhias que acessam o mercado sob dispensa de registro.

Nessa linha, deve-se levar em consideração o histórico regulatório no tocante à submissão das companhias incentivadas à competência da CVM, destacando-se o objetivo de reforçar a tutela dos investidores por meio de adequada fiscalização e prestação de informações – ainda que em se tratando de companhias, em tese, sem maior vocação ou interesse nesse mercado. Essa opção não é isenta de críticas, nem mesmo no âmbito da CVM, em que ainda hoje questiona-se que a autarquia não é a instituição mais apropriada para fiscalizar e sancionar tais companhias⁸⁹⁵ e que a sujeição de companhias incentivadas que não acessem

⁸⁹² Apesar de reproduzir esse comando, o §1º do artigo 4º da Lei n. 6.404/1976 não especifica o registro a que se refere: “§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.” Todavia, a nosso ver, deve ser interpretado em conjunto com o §1º do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976, que especifica que o registro necessário é aquele previsto no *caput*.

⁸⁹³ Note-se que a Instrução CVM n. 265/1997 emprega a expressão *admissão à negociação* no sentido que lhe atribui o §4º do artigo 21 da Lei n. 6.385/1976, ao prever que as bolsas de valores e entidades de mercado de balcão organizado podem “estabelecer requisitos próprios para que os valores sejam admitidos à negociação no seu recinto ou sistema”. Reiteramos nesse ponto a crítica do item 1.1.3 do Capítulo 1 desta Parte II ao emprego dessa mesma expressão nesse contexto, diante da possibilidade de gerar dúvida quanto ao *status* do emissor.

⁸⁹⁴ Esse aspecto foi ressaltado no âmbito da audiência pública que deu origem à Instrução CVM n. 513/2011, que alterou a Instrução CVM n. 427/2006 no tocante à suspensão do registro de companhia incentivada: “Ademais, o registro de companhias na CVM tem por objetivo a disseminação de informações ao mercado de forma equitativa e de acordo com a regulamentação, que estabelece requisitos padronizados para os vários tipos de emissores. Se essas regras são descumpridas, e as informações não são prestadas, não resta utilidade ao registro e é perfeitamente razoável que ele seja cancelado.” (cf. Relatório de análise da audiência pública SDM n. 09/2011, p. 2)

⁸⁹⁵ “14. Portanto, ainda que se entenda que a CVM não seja a instituição mais apropriada para fiscalizar e sancionar tais sociedades, fato é que as companhias incentivadas estão submetidas ao poder de polícia desta Autarquia, estando sujeitas, portanto, às penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/76, em caso de

o mercado de valores mobiliários à CVM constitui uma *anomalia regulatória*⁸⁹⁶.

Diante disso, nos parece que a forma como foi instituído esse regime especial merece reflexão, *de lege ferenda*. Trata-se de um problema antigo, na medida em que as companhias incentivadas têm origem anterior à reforma de 1976, que, entretanto, não lhes dedicou maior atenção. Todavia, tendo em vista que a Lei n. 6.385/1976, que antecede o Decreto-lei n. 2.298/1986, não foi alterada para ressaltar esse universo por ele traçado, do mercado de títulos e valores mobiliários incentivados, esse quadro parece comprometer a sistematicidade e a coerência do regime pretendido pelo legislador de 1976. Melhor dizendo, a forma como foi instituída tal diferenciação não permite o conhecimento desse ambiente regulatório a partir da simples leitura das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976. Além disso, os diplomas aplicáveis às companhias incentivadas, apesar de afastarem o enquadramento como companhia aberta, não são claros sobre como se conciliam com as normas a estas ordinariamente aplicáveis. Esses e outros fatores contribuem para a dificuldade de compreensão desse regime especial.

A agravar, contribui para o questionamento em torno do tratamento conferido pela legislação brasileira às companhias incentivadas o histórico de convivência pouco harmoniosa nesse ambiente regulatório, como demonstram os números antes citados, de suspensão e cancelamento de ofício do registro de companhias incentivadas pela CVM, aos quais se somam as diversas penalidades impostas no âmbito administrativo por infração a esse regime especial. As soluções adotadas parecem refletir as mesmas dificuldades decorrentes do

infração de norma societária.” (cf. CVM. PAS CVM n. RJ2013/9266, julgado em 27 de março de 2018. Diretor Relator Henrique Machado); “10. Em que pese este Colegiado já ter se manifestado no sentido de que a CVM não seria a instituição mais apropriada para fiscalizar e sancionar as companhias incentivadas, uma breve análise do regime legal aplicável a tais sociedades revela que elas estão submetidas a seu poder de polícia e sujeitas, portanto, às penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, em caso de infração de norma societária.” (cf. CVM. PAS CVM n. RJ2012/7353, julgado em 20 de agosto de 2019. Diretor Relator Carlos Alberto Rebello Sobrinho)

⁸⁹⁶ “3. Resulta disso que, por se tratar de companhia incentivada, ainda que não acesse o mercado de capitais para financiar suas atividades, na medida em que a tais sociedades não cabe o registro necessário para distribuição pública de valores mobiliários, a Companhia se sujeita a um regime jurídico que lhe impõe a obrigação de registro específico perante a CVM, do que decorre uma série de deveres informacionais cujo cumprimento é aferido pela autarquia. 4. Percebe-se, sem esforço, que se está a tratar de uma anomalia regulatória, consistente na sujeição de uma companhia não vocacionada ao financiamento pela via do mercado de capitais – ou, ao menos, não declaradamente interessada – à autoridade responsável pelo monitoramento de tal mercado. 5. O incentivo em questão é, como sabido, de natureza fiscal. Não é, portanto, concedido pela Comissão de Valores Mobiliários, como nem poderia ser. Se há interesse em monitoramento oficial de companhias incentivadas, o que é natural e desejável, é no mínimo questionável que a autoridade mais adequada para exercer tal fiscalização seja a CVM. Por óbvio, o atendimento das obrigações previstas na ICVM 265/97 resulta na transparência das informações relevantes relacionadas às companhias incentivadas.” (cf. CVM. Processo CVM n. SP2015/0208, julgado em 24 de outubro de 2017, Diretor Relator Henrique Machado. Voto proferido pelo Presidente Marcelo Barbosa)

objeto e da estrutura da disciplina legal das companhias abertas que levaram à intensificação do exercício da dispensa de registro, em um movimento quase que de erosão das *fronteiras externas* dessa disciplina.

CONCLUSÃO

Iniciamos esta dissertação enunciando o objetivo de retratar a companhia aberta em sua dimensão jurídica, partindo da indagação quanto aos propósitos segundo os quais o Direito se ocupa desse objeto, para então estudar como se desenha sua disciplina normativa.

No Capítulo 1 da Parte I apontamos os elementos fundamentais do tipo societário de sociedade anônima, que, como diziam Lamy e Bulhões, “*têm origem e fundamento em sua função no mercado de capitais*”⁸⁹⁷. Comentamos a crescente utilização desse tipo societário por companhias menores, muitas vezes sem a pretensão de acesso ao mercado de capitais. E ainda, a paulatina incorporação da distinção entre companhias “abertas” e “fechadas” à legislação de diferentes países, face às características que as distinguem, para a concessão de tutela específica.

Nesse contexto, identificamos certos denominadores comuns da conceituação de companhia “aberta” e seus reflexos sob a ótica da legislação societária e do mercado de capitais, bem como algumas tendências mais recentes no tocante à sua disciplina no plano internacional, com destaque para a crítica à influência no direito societário de uma concepção da grande companhia “aberta” distante da realidade presente em alguns países.

No Capítulo 2 da Parte I, o estudo realizado quanto aos antecedentes normativos da disciplina introduzida no Brasil em 1976, permite compreender doravante a relevância e o caráter inovador dessa reforma, especialmente na esfera societária. Isso porque o regime anterior, do Decreto-lei n. 2.627/1940, se pautava na visão abstrata de uma configuração média de sociedade anônima, conferindo tratamento uniforme que recebeu severas críticas. Já a Lei n. 4.728/1965, ao disciplinar o mercado de capitais e exigir o registro das pessoas jurídicas de direito privado como condição à negociação em bolsa de títulos e valores mobiliários, instituiu distinção embrionária da futura classificação das companhias como abertas ou fechadas. Com efeito, a definição de *companhia aberta* foi formulada de maneira a se ajustar à disciplina da Lei n. 4.728/1965, como aponta a respectiva Exposição de Motivos⁸⁹⁸.

Também importante para a adequada compreensão do contexto e das influências da reforma de 1976 foi o exame, empreendido no Capítulo 2 da Parte I, da classificação de *sociedade*

⁸⁹⁷ Cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 95.

⁸⁹⁸ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

anônima de capital aberto, instituída para fins fiscais. Estipulada no curso de um projeto de promoção do desenvolvimento do mercado de capitais por meio do incentivo (fiscal) à abertura e à democratização do capital das companhias, essa classificação contribuiu para a difusão da percepção em torno da distinção entre companhias que costumavam ou não acessar o mercado, com maior ou menor dispersão acionária, e sua posterior consagração em lei. Relatos sobre dificuldades enfrentadas na tentativa de estabelecer critérios de classificação modulados conforme a realidade subjacente, e condizentes com o mencionado projeto político, iluminam o contraste com a opção do legislador de 1976 pelo emprego de critério único de classificação ao definir-se a “companhia aberta”. E ainda, reforçam a importância de atentar-se para a distinção entre uma e outra, a despeito de sua posterior consolidação. Com efeito, o conceito de *companhia aberta* foi formulado de maneira propositalmente mais ampla que o conceito fiscal de *sociedade anônima de capital aberto*.

No Capítulo 3 da Parte I, examinamos a estrutura da disciplina societária inaugurada pela Lei n. 6.404/1976, calcada na dicotomia então instaurada entre companhias abertas e fechadas, direcionando-se tutela específica a cada qual. Analisamos também a disciplina dedicada às companhias abertas no âmbito da Lei n. 6.385/1976, enquanto emissoras de valores mobiliários. O estudo mostra que a definição de companhia aberta constrói uma ponte entre os dois diplomas, em ambos tendo sido empregada para o fim instrumental de apontar as regras a ela destinadas dentro desse novo sistema.

A investigação inicial quanto ao contexto da reforma de 1976 e os estudos que a precederam revelaram grande influência, na época, dos objetivos políticos de promoção do desenvolvimento da grande empresa nacional de capital privado e do mercado primário de ações. Pretendia-se, como diz a Exposição de Motivos da lei societária, “*criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira*”⁸⁹⁹.

Também essencial para a adequada compreensão do tema é o exame dos objetivos básicos que informam a disciplina legal da companhia aberta, de estímulo à formação e à alocação da poupança popular no mercado de valores mobiliários, e de sua proteção. O complexo e sensível equilíbrio entre esses objetivos, que as Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 tentam conjugar, e que reformas e alterações posteriores vieram a modular, oscilando entre medidas

⁸⁹⁹ Cf. Exposição de Motivos n. 196/1976.

de estímulo e de proteção, de flexibilização e de restrição, são elementos fundamentais de sua história. São esses os objetivos que permitem a compreensão sistêmica e finalística dessas leis, e a avaliação da adequação de normas específicas, como abordado em algumas passagens deste trabalho⁹⁰⁰.

Notadamente, a definição de companhia aberta consagrada nas Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 não pode ser adequadamente compreendida senão como instrumento desse regime de proteção. Tal definição não faz distinção quanto aos valores mobiliários admitidos à negociação, nem quanto a características das companhias como seu porte ou nível de dispersão acionária, ou ainda quanto ao mercado (de bolsa ou balcão, organizado ou não) em que forem admitidos à negociação. Foram enquadradas como companhias abertas simplesmente aquelas “*cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão*”⁹⁰¹. Ao traçar o campo mais abrangente, sobressai a preocupação do legislador com a adequada tutela dos potenciais investidores.

Quanto à Lei n. 6.404/1976, vimos que a disciplina especial da companhia aberta, tal como originalmente delineada, era largamente homogênea e incluiu exigências diversas de natureza societária. Porém, algumas dessas exigências, não obstante a abrangente definição legal de companhia aberta, pareciam voltar-se sobretudo ao ideal da grande empresa de capital privado.

Como ressaltado na Introdução, essa disciplina foi abordada sem a pretensão de descrever e analisar cada uma das normas que a integram, e sim com atenção voltada à compreensão de como se estruturam e se relacionam, donde surgem questões que não se esgotam na análise individualizada e sequencial dessas normas – na verdade, a antecedem.

Tal estudo expôs a dimensão atrelada ao *status* de companhia aberta sob a Lei n. 6.385/1976, especialmente no tocante ao alcance da esfera de responsabilidade administrativa, abrangendo inclusive a matéria societária. Desse estudo despontou o contraste entre as diferentes características e sistemáticas dos diplomas em questão, sendo a Lei n. 6.385/1976 ainda mais centrada na delegação de poderes à CVM para regulamentar as matérias por ele abrangidas, tal como o sistema de registros que governa o acesso ao mercado de valores

⁹⁰⁰ Apoia-se aqui na lição de Reale, comentando os ensinamentos de Jhering, a respeito da importância de se compreender a lei na plenitude de seus fins sociais, possibilitando que se penetre na estrutura de suas significações particulares. Como afirma Reale, “[o] *que se quer atingir é uma correlação coerente entre “o todo da lei” e as “partes” representadas por seus artigos e preceitos, à luz dos objetivos visados.*” (cf. REALE, Miguel. *Lições preliminares de Direito*. 27ª ed. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 289 et seq.)

⁹⁰¹ Cf. artigo 22, *caput*, da Lei n. 6.385/1976.

mobiliários e o regime informacional obrigatório imposto como condição à manutenção desse registro. Também evidenciou a redução do protagonismo da companhia aberta no âmbito da Lei n. 6.385/1976, como reflexo da ampliação do conceito de valor mobiliário e a extensão de sua disciplina a outros emissores, seus administradores e controladores.

A análise de escopo mais restrito da Parte II deste trabalho confirmou o que já indicava o estudo mais panorâmico do Capítulo 3 da Parte I, isto é, que as reformas e alterações introduzidas às Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976, em especial aquelas de 1997 e de 2001, não guardaram inteira coerência com o objeto e a estrutura original dos diplomas. Diz-se isso mais em tom de constatação do que de crítica. Afinal, diversas das alterações posteriormente introduzidas tiveram a importante função de promover certa flexibilização, em pontos em que se entendeu excessiva a proteção anteriormente dispensada. Nesse sentido, destaca-se a estipulação de regras direcionadas a universos distintos de companhias, como aquelas “*cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão*”⁹⁰², afastando-se assim da antiga dicotomia. Entretanto, outras mudanças foram ali criticadas, por terem sido inseridas em um e não em outro diploma, comprometendo a divisão originalmente pretendida – tal como as regras sobre o cancelamento e as categorias de registro, inseridas na lei societária.

No Capítulo 1 da Parte II, examinamos o sistema dual de registro e sua importância – em especial, do registro de emissor – para a determinação do campo de incidência da disciplina legal da companhia aberta. Salientamos a divergência em torno dos critérios determinantes para o enquadramento sob a definição legal de companhia aberta, notadamente se se trata de conceito formal ou material, para então concluir que a interpretação que melhor se coaduna com a sistemática interna e integrada daqueles diplomas é a que entende a *admissão à negociação* de valores mobiliários de emissão da companhia como critério formal, sinônimo de registro.

Essa percepção ilumina a destacada função atrelada ao registro, não apenas de instrumento da tutela da informação, mas também como marco para a incidência de disciplina especial, de natureza societária, e a ampliação da esfera de responsabilidade, *de lege data*. E ainda, incita reflexão em torno da adequação desse sistema de registros, sob a ótica das finalidades almejadas pela disciplina legal da companhia aberta, *de lege ferenda*. Isso não apenas em função das divergências em torno dos efeitos do registro e de sua dispensa, examinadas ao

⁹⁰² Cf. artigo 136, *caput*, da Lei n. 6.404/1976 (que, antes da reforma de 1997, referia-se à “*companhia fechada*”).

decorrer deste trabalho, que comprometem a promoção de segurança jurídica, mas, principalmente, ante a aparente contradição que o quadro resultante da articulação das normas sobre registro revela, em que diversas companhias registradas – que, contudo, não acessam o mercado de valores mobiliários (*i.e.*, companhias abertas “de prateleira”) – são submetidas à correspondente disciplina, ao passo que diversas outras não registradas – que acessam esse mercado sob dispensa de registro – não o são.

Ressalva-se que não se está a defender a migração para regime centrado em um conceito material, que pressuponha a efetiva negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou mesmo que o cerne do problema esteja na opção por critério formal. A proposta é de tão somente expor a complexidade do contraste entre a forma como essa disciplina foi originalmente estruturada, a partir da antiga dicotomia entre companhias abertas e fechadas, registradas ou não, que formalmente sobrevive na definição legal de companhia aberta, e como tal disciplina subsequentemente se transformou. A rigidez da estrutura original – especialmente no âmbito da lei societária, que importa a mecânica do registro da lei do mercado de valores mobiliários – deixava reduzida margem para flexibilização.

Todavia, pelos motivos expostos neste trabalho, parece importante que haja válvulas que permitam a adaptação desse regime conforme os destinatários dessa tutela e sua flexibilização quando a proteção garantida não se mostrar necessária, conquanto certas soluções adotadas nesse intuito, especialmente no âmbito da lei societária, não tenham sido suficientes, ou adequadas, conforme apontado, para a consecução dessa finalidade.

Notadamente, no Capítulo 2 da Parte II, examinamos diferentes iniciativas voltadas a permitir a adequação da disciplina legal e regulamentar da companhia aberta, em torno de dois critérios. Primeiramente, tratamos das medidas adotadas para moldar essa disciplina conforme as espécies de valores mobiliários admitidos à negociação, tomando por base a distinção geral entre valores mobiliários de capital e valores mobiliários de dívida. Esse estudo apontou tendência no sentido de maior delimitação do universo de destinatários de diferentes exigências dessa disciplina. Porém, decorre principalmente de alterações pontuais, esparsas, e não de uma revisão estrutural da disciplina legal da companhia aberta sob essa ótica. Talvez por isso não seja intuitiva a compreensão de que não há na lei um único conjunto de regras que incide ou não conforme a companhia seja aberta ou fechada, e sim regras que se aplicam a todas as companhias abertas, outras regras que se cingem àquelas com ações admitidas à negociação, outras ainda que se dirigem apenas àquelas “*abertas*

exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações”, e outras mais, nessa trilha.

Nessa conjuntura, analisamos a autorização inserida em lei para a criação de diferentes categorias de companhia aberta “*segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado*”, e sua regulamentação pela CVM. Exsurge desse exame o contraste entre a limitação de alcance a que essa iniciativa ficou sujeita, de um lado, e, de outro, o objetivo de maior flexibilização da disciplina legal e regulamentar que parece ter pautado sua adoção. Apesar de louvável a iniciativa, tal como instituídas, as categorias de registro tiveram repercussão limitada, e não nos parecem suficientes a remediar o problema decorrente da rigidez estrutural da disciplina legal da companhia aberta sob a Lei n. 6.404/1976, constatada nos Capítulos anteriores. Por outro lado, assinala um afastamento – para alguns, um verdadeiro rompimento – com relação à antiga dicotomia entre companhias abertas e fechadas, e dá feição nova a essa disciplina. Mais ainda, dela nascem novos desafios que merecem atenção, como é o caso da conversão de registro e da situação de companhias que para esse fim promovem oferta pública de cancelamento do registro para negociação de ações.

Repisamos a observação enfatizada na Introdução quanto ao foco dedicado por este trabalho a questões que antecedem a análise individualizada das normas da disciplina da companhia aberta, tal como o confronto entre o alcance dessas normas e seus pressupostos teóricos. O exame formulado pretende destacar a importância desse alinhamento e os riscos à consecução dos objetivos dessa disciplina de se impor medidas de proteção potencialmente inadequadas ou excessivamente onerosas. O ponto é ilustrado por provocações como: faz sentido impor às companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações as exigências, por exemplo, dos artigos 254-A e 256 da lei societária?

Também no Capítulo 2 da Parte II abordamos certas iniciativas voltadas à adequação desse regime conforme o porte das companhias, o que remete à antiga e relevante preocupação com a onerosidade de se submeter todas as companhias a regime comum, dificultando o acesso de companhias de menor porte a esse mercado. Essa mesma preocupação informa as principais medidas examinadas no Capítulo 3 da Parte II. Todavia, iniciamos o exame da matéria no Capítulo 2 em razão da iniciativa implementada por meio da Medida Provisória n. 881/2019 – que, contudo, foi depois deixada de fora do respectivo projeto de lei de conversão – que incluía autorização na lei societária para a CVM “*dispensar exigências*

previstas nesta Lei, para companhias que definir como de pequeno e médio porte, de forma a facilitar o acesso ao mercado de capitais” (artigo 294-A), bem como em atenção à intenção anunciada pela CVM de potencialmente criar uma terceira categoria de registro para abarcar companhias de menor porte⁹⁰³.

Com isso, buscou-se explorar os pontos de conexão entre a iniciativa de disciplina segundo o porte e aquela de instituição de categorias de registro de companhia aberta conforme as espécies de valores mobiliários admitidos à negociação, bem como propor reflexão em torno da forma como tais flexibilizações foram cogitadas e a sensível mudança que poderiam representar para o regime da lei societária. Entretanto, diante do encerramento da vigência da referida Medida Provisória, retornamos ao quadro anterior, em que a rigidez estrutural da disciplina da companhia aberta parece impulsionar o recurso por companhias de menor porte a situações alternativas à do registro, como aquelas examinadas no Capítulo 3 da Parte II.

Em especial, referimo-nos às hipóteses de dispensa automática de registro estipuladas pela CVM com base na autorização concedida pela Lei n. 6.385/1976, como no caso das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos e das ofertas públicas de *crowdfunding* de investimento, examinadas no Capítulo 3 da Parte II. Iniciativas como essas permitiram a ampliação do acesso ao mercado de valores mobiliários, à margem da disciplina legal da companhia aberta, novamente distanciando-se da concepção que pautava a antiga dicotomia, qual seja, que a oferta pública de distribuição de valores mobiliários e sua negociação em mercado secundário eram privativas das companhias abertas. Vimos que o mecanismo de dispensa de registro consagrou-se como importante instrumento de política regulatória, cuja popularidade é evidenciada pelas estatísticas mais recentes desse mercado, apontadas no Capítulo 3 da Parte I. Enfrentamos a divergência em torno dos efeitos da dispensa de registro *vis-à-vis* a definição legal de companhia aberta, concluindo que a interpretação que melhor se coaduna com a sistemática dos diplomas legais e com as finalidades que pautam essa tutela é a de que o acesso ao mercado sob dispensa de registro não produz o enquadramento como companhia aberta e não submete os emissores não registrados à correspondente disciplina, *de lege data*⁹⁰⁴.

⁹⁰³ Cf. CVM. *Agenda Regulatória CVM 2019*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190204-1.html>. Acesso em: 21 mar. 2019.

⁹⁰⁴ Registre-se, no tocante a essa divergência que, caso a conclusão fosse a contrária, estar-se-ia diante de quadro antes mais grave de restrição. É esta a posição de Pitta, que, em função disso, reclama que “*existem importantes restrições decorrentes da própria legislação que dificultam a delimitação de um perímetro regulatório sob o qual possa ser desenvolvido um mercado secundário alternativo em que a negociação, ainda*

Não obstante, a relevante concentração, quanto a volume de captação, em mecanismos de dispensa de registro – em especial, ofertas públicas distribuídas com esforços restritos – e sua utilização por emissores não registrados desperta reflexão sobre esse instituto, *de lege ferenda*. Isso não apenas em função da insegurança que a dificuldade de interpretação e a falta de consenso em torno de seus efeitos produz, mas também, e especialmente, do contraste com o seu caráter de *exceção* à regra geral da obrigatoriedade de registro. Em outras palavras, nos parece importante que o registro possa ser dispensado e que com isso a disciplina legal da companhia aberta possa ser excepcionada quando o interesse público assim o justificar⁹⁰⁵. Contudo, os números parecem contradizer a ideia de que a dispensa de registro constitui regime especial, de exceção, em relação à regra geral da obrigatoriedade de registro. Isso pode decorrer, ou se relacionar, com uma série de fatores, desde a rigidez estrutural da disciplina da companhia aberta até a falta de adequada definição em torno do conceito de oferta pública, além de outros fatores não exclusivamente jurídicos. De todo modo, essa tendência parece apontar para um movimento de certa erosão do campo de abrangência da disciplina da companhia aberta, e sugerir a conveniência de potencial migração para um regime menos concentrado em modelos e conceitos (“companhia aberta” e “oferta pública”) que deem margem a dúvidas desse tipo.

Por último, examinamos o sistema paralelo de registro instituído para as chamadas companhias incentivadas, como dado histórico de iniciativa voltada a permitir a ampliação do acesso ao mercado de valores mobiliários – nesse caso, de maneira bastante particular – também à margem da disciplina legal da companhia aberta, no intuito declarado de evitar “*que aquelas companhias tenham que, de imediato, arcar com todas as obrigações legais próprias às companhias abertas*”⁹⁰⁶. Em comum com as hipóteses de dispensa automática de registro, houve também nesse caso o objetivo de estabelecer regime mais flexível e proporcional à realidade subjacente. Ao mesmo tempo, a forma como isso foi feito parece prejudicar a sistematicidade, especialmente da Lei n. 6.385/1976, e dificultar a compreensão global da matéria.

que restrita, de valores mobiliários ocorra sem que implique na aquisição do status de companhia aberta por parte de seus emissores”. (cf. PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 411)

⁹⁰⁵ Reitera-se aqui a lição de Bobbio de que a passagem de uma norma mais abrangente (“*que abrange um certo genus*”) para uma norma derogatória (“*que abrange uma species do genus*”) “*corresponde a uma exigência fundamental de justiça, (...) a um processo natural de diferenciação das categorias, e a uma descoberta gradual, por parte do legislador, dessa diferenciação*” (cf. BOBBIO, Norberto. *Teoria de Ordenamento Jurídico*. 10ª ed. Brasília: Universidade de Brasília, 1999. p. 96)

⁹⁰⁶ Cf. Exposição de Motivos n. 379/1986.

Não se pretende promover aqui uma compilação exaustiva das conclusões dos seis capítulos desta dissertação, mas tão somente iluminar o caminho que leva a concluir pela importância de atentar-se para essa nova taxonomia. O estudo aponta o deslocamento de um modelo pautado na dicotomia entre companhias abertas e fechadas, para um sistema de companhias abertas de diferentes categorias, que ficam sujeitas a exigências distintas conforme, por exemplo, tenham ou não ações listadas em bolsa, ou acessem o mercado exclusivamente por meio de debêntures. Elas podem ou não ter promovido oferta pública de distribuição de valores mobiliários, e podem ou não ter promovido oferta pública para cancelamento do registro para negociação de ações e conversão para categoria de registro alternativa⁹⁰⁷. Em paralelo, temos as companhias incentivadas e as companhias fechadas – isto é, não registradas como abertas – que acessam o mercado sob dispensa de registro, sujeitas por isso a conjuntos de normas distintos. Em vista desse quadro, como bem aponta Tavares Guerreiro, “*pode-se dizer, com absoluta certeza, que o modelo da companhia aberta brasileira é, hoje, diverso daquele que vigorava à época da promulgação da Lei*”⁹⁰⁸.

Convém lembrar que, à época da promulgação das Leis n. 6.3876/1976 e 6.404/1976, vivia-

⁹⁰⁷ Exsurge também desse estudo a importância do emprego cuidadoso da terminologia da lei, em vista dessa nova taxonomia. A “companhia aberta” das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 não se confundia com a “sociedade anônima de capital aberto” da lei fiscal, nem mesmo com a ideia muito difundida na prática de “companhia de capital aberto” (afinal, há também companhias abertas com “capital fechado”, cujo registro não autoriza a distribuição pública de valores mobiliários de capital e que acessam o mercado por meio da oferta pública de debêntures, por exemplo). A frequente confusão entre esses termos na prática parece contribuir para a maior difusão da percepção em torno da companhia aberta que a identifica com a ideia de ampla dispersão acionária, percepção essa que não reflete a realidade de grande parte das companhias abertas e não se coaduna com a abrangência da definição legal. Apesar de o Direito, por certo, não se reduzir à dimensão linguística (cf. FERRAZ JR., Tercio Sampaio. *Teoria da norma jurídica: ensaio de pragmática da comunicação normativa*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 8), ainda assim é interessante notar como a dificuldade de que se trata se revela já nessa dimensão. Nessa linha, destaca Genaro Carrió, ao tratar da ambiguidade da linguagem natural: “*Entre el área de los casos claros y la de los inequívocamente excluidos se extiende una imprecisa zona de fronteras, no susceptible de deslinde, como no sea por una decisión arbitraria. (...) Todas las palabras que se usan para hablar del mundo, para aludir a los fenómenos de la realidad, participan de las mismas características. Respecto de todas ellas vale la siguiente metáfora esclarecedora. Hay un foco de intensidad luminosa donde se agrupan los ejemplos típicos, aquellos frente a los cuales no se duda que la palabra es aplicable. Hay una mediata zona de oscuridad circundante donde caen los casos en los que no se duda que no los es. El tránsito de una zona a otra es gradual; entre la total luminosidad y la oscuridad total hay una zona de penumbra sin límites precisos. Paradójicamente ella no empieza ni termina en ninguna parte, y sin embargo existe. Las palabras que diariamente usamos para aludir al mundo en que vivimos y a nosotros mismos llevan consigo esa imprecisa aura de imprecisión.*” (cf. CARRIÓ, Genaro R. *Notas sobre derecho y lenguaje*. 1ª ed. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1972. p. 31-32)

⁹⁰⁸ Cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo”. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de. AZEVEDO, Luis André N. de Moura. (coord.). *Poder de controle e outros temas de Direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 23. Prossegue o autor: “*E isso se se quiser conceder que, de fato, há um “novo” modelo, ou alguns novos “modelos” nesse campo. Basta que se preste atenção, por exemplo, aos fenômenos do controle compartilhado ou aos esquemas de composição de capital das sociedades que atuam no chamado Novo Mercado, mais abaixo referidos. O desenho primitivo, a que a Lei dedicara, aparentemente, toda a sua energia, apaga-se progressivamente, substituindo-se por outras fórmulas articuladas.*” (p. 23-24)

se ainda a transição da sociedade moderna para a contemporânea. É traço distintivo da era moderna a pretensão de criar modelos, de enquadrar a realidade em estruturas, contexto em que eram prezadas as dicotomias, muitas vezes instrumentalizadas por jogos de palavras (“abertas” e “fechadas”, “públicas” e “privadas”). Já a transição para a contemporaneidade é marcada por certa diluição de modelos, pela busca de maior fluidez, nos mais diferentes setores. Uma modernidade líquida, como cunhou Bauman⁹⁰⁹.

Nesse sentido, os movimentos percebidos a partir do estudo empreendido parecem espelhar essas marcas da contemporaneidade. Revelam um distanciamento do antigo modelo, mais rigidamente demarcado, de acentuada polarização entre companhias abertas e fechadas, em prol de um sistema mais flexível, que permita reconfigurações quando justificável, em constante reconsideração e mais rápida renovação⁹¹⁰. Em síntese, parecem pretender equilibrar a dose de artificialidade inerente às definições e estruturas jurídicas, no intento de aproximá-las ainda mais das transformações da realidade subjacente⁹¹¹.

Nesse ponto, da maior pertinência é a observação de Tavares Guerreiro no sentido de que “*o que parece ter tomado o lugar da fixidez dos sistemas e da imobilidade dos modelos é uma*

⁹⁰⁹ “O que todas essas características dos fluidos mostram, em linguagem simples, é que os líquidos, diferentemente dos sólidos, não mantêm sua forma com facilidade. Os fluidos, por assim dizer, não fixam o espaço nem prendem o tempo. Enquanto os sólidos têm dimensões espaciais claras, mas neutralizam o impacto e, portanto, diminuem a significação do tempo (resistem efetivamente a seu fluxo ou o tornam irrelevante), os fluidos não se atêm muito a qualquer forma e estão constantemente prontos (e propensos) a mudá-la; assim, para eles, o que conta é o tempo, mais do que o espaço que lhes toca ocupar; espaço que, afinal, preenchem apenas “por um momento”. Em certo sentido, os sólidos suprimem o tempo; para os líquidos, ao contrário, o tempo é o que importa. Ao descrever os sólidos, podemos ignorar inteiramente o tempo; ao descrever os fluidos, deixar o tempo de fora seria um grave erro. Descrições de líquidos são fotos instantâneas, que precisam ser datadas. (...) Essas são as razões para considerar “fluidez” ou “liquidez” como metáforas adequadas quando queremos captar a natureza da presente fase, nova de muitas maneiras, na história da modernidade.” (cf. BAUMAN, Zygmunt. *Modernidade líquida*. Trad. Plínio Dentzien. Rio de Janeiro: Zahar, 2001. p. 8-9)

⁹¹⁰ Por reflexo, torna-se inerente a estudos como o presente, que se debruçam sobre a matéria, o risco de mais rápida desatualização, diante da mais frequente revisão do arcabouço normativo.

⁹¹¹ Vale lembrar que essa dose de artificialidade era acusada já na transição de um modelo uniforme, que não fazia distinção entre companhias abertas e fechadas, para um modelo mais segmentado. Para ilustrar o ponto, cita-se, por todos, a lição de Comparato: “(...) o atual estatuto da sociedade anônima, na generalidade dos países, encontra-se inadequado ao fenômeno da macro-empresa. O divórcio entre o direito estatuído e o direito vivido, nesta matéria, só tende aliás a acentuar-se, com a inelutável evolução econômica. Constitui, portanto, tarefa primordial do jurista a busca de soluções novas para os problemas que esta última não deixa de pôr. Tais soluções, porém, só podem ser delineadas a partir do superamento do estatuto artificialmente unitário da sociedade anônima, com o indispensável esforço de distinção doutrinária que um empreendimento dessa ordem pressupõe, preliminarmente.” (cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 63) Nesse sentido, há certa identidade entre o quadro atual e a preocupação enfrentada na década de 1970, em particular quanto ao desafio de aproximar a disciplina jurídica das companhias da realidade subjacente, à luz da propagada defesa de que “*one size does not fit all*”.

espécie de pragmatismo que força soluções com um mínimo de sacrifício à ortodoxia”⁹¹². A plasticidade das Leis n. 6.385/1976 e 6.404/1976 permitiu, e ainda permite, a acomodação de soluções mais flexíveis, para atender a problemas decorrentes de sua original rigidez estrutural e para fazer face a novos desafios e necessidades do dinâmico mercado por elas disciplinado.

Esta dissertação buscou retratar a companhia aberta, para tanto percorrendo os contornos de sua disciplina jurídica, com olhos voltados mais à operacionalidade do que à essência de sua definição legal. Apesar de restar parcialmente comprometida a função instrumental a ela originalmente confiada, de atrair e circunscrever o universo de destinatários dessa disciplina, isso não retira dos diplomas em questão seu inegável valor e qualidade para abarcar a nova realidade. Concluímos corroborando a lição de Tavares Guerreiro de que “o “sistema”, mesmo desfigurado, não retira da Lei seu enorme potencial de servir às necessidades reais da economia e do mercado”⁹¹³.

Nesse diapasão, a constatação merece nota menos como crítica, e mais como registro das transformações percebidas nessa transição de uma disciplina fortemente centrada no modelo traçado a partir da definição legal de companhia aberta para outro mais fluido. A nova matriz de possibilidades de acesso ao mercado que nasceu das iniciativas comentadas de adequação dessa disciplina torna mais complexa a resposta à pergunta formulada para introduzir o tema desta dissertação (“*O que é a companhia aberta segundo o Direito brasileiro?*”).

A perspectiva histórica parece importante para a compreensão do contexto e sentido original que se pretendeu atribuir a determinadas normas, e sua eventual ressignificação diante da nova realidade. Ao mesmo tempo, a compreensão da estrutura original desses diplomas contribuiu para a identificação de certas barreiras ainda opostas à flexibilização dessa disciplina, bem como para a visualização do quadro assimétrico, ou mesmo assistemático, resultante de alterações pontuais conduzidas sem o necessário cuidado com o sistema da lei⁹¹⁴. Para estudos futuros sobre o tema parece importante atentar para essa nova realidade

⁹¹² Cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “*Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo*”. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de. AZEVEDO, Luis André N. de Moura. (coord.). *Poder de controle e outros temas de Direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 27.

⁹¹³ Cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “*Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo*”. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de. AZEVEDO, Luis André N. de Moura. (coord.). *Poder de controle e outros temas de Direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 24.

⁹¹⁴ Como destaca Tavares Guerreiro, “[a] manutenção da estrutura fundamental da Lei contribui, sem dúvida, para garantia da estabilidade, entendida como necessária ao crescimento dos mercados e à confiabilidade nas suas instituições”. (cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “*Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo*”. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de. AZEVEDO, Luis André N. de Moura. (coord.).

e para os caminhos que até ela conduzem. Foi essa dupla visão – retrospectiva e prospectiva, de que falamos na Introdução⁹¹⁵ – que buscamos oferecer no tocante às normas selecionadas, em especial aquelas relacionadas à temática do registro.

A imagem da “*fronteira*”, que, no plural, se segue a *objeto* e *estrutura* no título desta dissertação, parece útil para conotar os rearranjos demarcatórios promovidos por esses movimentos e tendências, consubstanciando e destacando traços decorrentes do confronto entre os contornos originais e os desenvolvimentos mais recentes dentro dessa disciplina jurídica, visíveis a partir da articulação de diferentes normas. Empregamo-la aqui no intuito de demonstrar que o retrato da companhia aberta em sua dimensão jurídica nasce da necessária conjugação dessas chamadas *fronteiras*, e sinaliza a devida preocupação de harmonização nessa tarefa de conjugação. Com isso pretendeu-se promover reflexão sobre o tema sob essa ótica. Afinal, deve o Direito estar a serviço do interesse público, como ferramenta de concretização. Nessa toada, definições jurídicas não devem guardar pretensão de imutabilidade, e sim cuidar de sua instrumentalidade, em especial, face à nova realidade, de *fronteiras fluidas*.

Poder de controle e outros temas de Direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 27)

⁹¹⁵ Cf. REALE, Miguel. *Lições preliminares de Direito*. 27ª ed. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 293-294.

REFERÊNCIAS

ABRÃO, Nelson. Companhias abertas e fechadas no sistema da Lei 6.404, de 1976. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 24, p. 45-49, 1976.

ABREU, Jorge M. Coutinho de. Portugal: synopsis on corporate governance. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013.

ALMEIDA, Carolina Amaral de; BAZILIO, Juliana Kramer. Liquidez do mercado secundário de debêntures: dinâmica recente, fatores determinantes e iniciativas. *Revista do BNDES*, n. 44, p. 175-223, 2015.

ANBIMA; B3. *Mercado de capitais: caminho para o desenvolvimento*. 2018. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/mercado-de-capitais-caminho-para-o-desenvolvimento.htm. Acesso em: 10 jul. 2019.

ANBIMA. *Boletim de Mercado de Capitais*, dezembro/2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/emissoes-domesticas-registram-aumento-de-59-3-em-2019.htm. Acesso em: 08 jan. 2020.

ANNUNZIATA, Filippo. *La disciplina del mercato mobiliare*. 3. ed. Torino: Giappichelli, 2004.

ARAÚJO, Rodolfo. Brasil. In: ROTONDI, M (coord.). *Enquête comparative sur les sociétés par actions*. Holanda: Perugia, 1974. p. 429-453.

ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier. PARGENDLER, Mariana. What is corporate law? In: KRAAKMAN, Reinier. ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry. HERTIG, Gerald. HOPT, Klaus. KANDA, Hideki. PARGENDLER, Mariana. RINGE, Wolf-Georg. ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 5-28.

ARRUDA, Maria Clara da Silveira Villasboas. Companhia aberta x companhia fechada. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 65. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1987. p. 42-63.

ARSHT, Samuel. STAPLETON, Walter. *Analysis of the New Delaware Corporation Law*. New Jersey: Prentice-hall, 1967.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e Direito comparado*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. 1943. Tradução de Fábio Konder Comparato. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 104, ano XXXV (nova série), outubro-dezembro/1996. p. 109-126.

AZEVEDO, Simone. A nova 202. *Revista Capital Aberto*. São Paulo, setembro de 2003. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/a-nova-202/>. Acesso em: 10 set. 2019.

BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Introdução. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2007. p. 13-30.

BACHMANN, Gregor. EIDENMÜLLER, Horst. ENGERT, Andreas. FLEISCHER, Holger. SCHÖN, Wolfgang. *Regulating the closed corporation*. Berlin/Boston: Walter de Gruyter, 2014.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Dodd-Frank: quack federal corporate governance round II*. 2010. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper n. 10-12. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1673575. Acesso em: 02 jan. 2020.

BAINBRIDGE, Stephen M. *The corporate governance provisions of Dodd-Frank*. 2010. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper n. 10-14. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1698898>. Acesso em: 02 jan. 2020.

BANDEIRA DE MELLO, Celso Antonio. *Prestação de serviços públicos e administração indireta*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973.

BANNER, Stuart. *Anglo-american securities regulation: cultural and political roots, 1690-1860*. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.

BARBOSA, Marcelo. PEREIRA, Catarina. *Custos de observância e o equilíbrio regulatório: a CVM e os bastidores do projeto de redução do custo de observância*. 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/custos-de-observancia-e-o-equilibrio-regulatorio-19122018>. Acesso em: 25 mar. 2019.

BARRETO FILHO, Oscar. Novos rumos para a sociedade anônima. As empresas no contexto social. In: *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 66, p. 161-174, 1971.

BARRETO FILHO, Oscar. Seminário sobre a reforma das sociedades anônimas, promovido pelo Instituto dos Advogados Brasileiros. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

BAUMAN, Zygmunt. *Modernidade líquida*. Trad. Plínio Dentzien. Rio de Janeiro: Zahar, 2001.

BERLE, Adolf A. MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 2007.

BERTÃO, Naiara. Valor de mercado de empresas na bolsa ultrapassa R\$ 4 trilhões pela 1ª vez. In: *Valor Econômico*. 19 de julho de 2019. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2019/07/19/valor-de-mercado-de-empresas-na-bolsa-ultrapassa-r-4-trilhoes-pela-1a-vez.ghtml>. Acesso em: 19 jul. 2019.

BOBBIO, Norberto. *Teoria da Norma Jurídica*. 3ª ed. Bauru: Edipro, 2005.

BOBBIO, Norberto. *Teoria de Ordenamento Jurídico*. 10ª ed. Brasília: Universidade de Brasília, 1999.

BOURDIEU, Pierre. *O Poder Simbólico*. Trad. Fernando Tomaz. 11. ed. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2007.

BOVESPA. *A bolsa dos brasileiros: uma breve história da Bovespa e do mercado de capitais*. São Paulo: Bovespa, 2005.

BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. N. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, janeiro-março de 2004. p. 106-129.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 & 20. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 379-425.

CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “A privatização e o mercado de capitais”. In: *Direito societário & mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 169-182.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Alteração na Lei das Sociedades por Ações – o Substitutivo do Deputado Emerson Kapaz”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do Direito do mercado financeiro e de capitais*. 2º vol. São Paulo: Dialética, 2000. p. 141-160.

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

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “O desenvolvimento do mercado de capitais”. In: *Revista de Direito Empresarial IBMEC*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003. p. 1-7.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Aspectos regulatórios do mercado de capitais. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro / São Paulo: Contra Capa Livraria / ANBID, 2007. p. 217-224.

CARVALHOSA, Modesto. “Notícia sobre a reforma de lei de sociedades anônimas – projeto do Deputado Emerson Kapaz”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do Direito do mercado financeiro e de capitais*. 2º vol. São Paulo: Dialética, 2000. p. 177-188.

CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARRIÓ, Genaro R. *Notas sobre derecho y lenguaje*. 1ª ed. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1972.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Abertura e fechamento de capital. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de. (coords.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 428-478.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Capítulo 5 – A sociedade por ações brasileira. In: ARAÚJO, Danilo Borges do Santos Gomes de. *Regulação brasileira do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 203-222.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Artigo 4º. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 115-131.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 525-551.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986.

CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura. COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 47-102.

COFFEE, JR. John C. The mandatory/enabling balance in corporate law: an essay on the judicial role. In: ROMANO, Roberta. *Foundations of corporate law*. New York: Foundation Press, 1993. p. 111-113.

COFFEE JR., John. *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: 30 jun. 2018.

COFFE JR., John. *The irrepressible myth that SEC overregulation has chilled IPOs*. Disponível em: <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2018/05/29/the-irrepressible-myth-that-sec-overregulation-has-chilled-ipos/>. Acesso em: 03 jan. 2020.

COFFE JR., John. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2006.

COFFEE JR., John. The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1982128>. Acesso em: 18 jan. 2020.

COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976.

COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quórum nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 116-131.

COMPARATO, Fábio Konder. O direito ao dividendo nas companhias fechadas. In: *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 158-165.

COMPARATO, Fábio Konder. Cancelamento voluntário de registro de companhia aberta. Aquisição de ações do próprio capital e abuso de controle”. In: *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 103-119.

CONAC, Pierre-Henri. France: the permanent reform of corporate governance. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013.

CORDEIRO, Ari. *Ações e reações no mercado de capitais*. Rio de Janeiro: APEC, 1977.

COSTA, Philomeno J. da. *Anotações às companhias*. Vol. I. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

COURET, Alain. NABASQUE, Hervé le. COQUELET, Marie-Laure. GRANIER, Thierry. PORACCHIA, Didier. RAYNOUARD, Arnaud. REYGROBELLET, Arnaud. ROBINE, David. *Droit financier*. 1ª ed. Paris: Dalloz, 2008.

COX, James D. HILLMAN, Robert W. LANGEVOORT, Donald C. *Securities regulation: cases and materials*. 5ª ed. New York: Aspen Publishers, 2006.

COZIAN, Maurice. VIANDIER, Alain. DEBOISSY, Florence. *Droit des sociétés*. 29ª ed. Paris: Lexis Nexis, 2016.

CVM. *Planejamento Estratégico: construindo a CVM de 2023*. Versão 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/acao_informacao/planos/estrategico/estrategico.html. Acesso em: 08 jul. 2019.

CVM. *O mercado de dívida corporativa no Brasil: Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento*. 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos

/anexos/estudo_cvm_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 15 abr. 2019.

CVM. *Deliberação CVM 809 traz inovações relacionadas ao registro de ofertas públicas: medidas fazem parte do projeto de redução dos custos de observância e estão em linha com as práticas internacionais.* 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190219-2.html>. Acesso em: 25 mar. 2019.

CVM. *Custo de Observância Regulatória.* Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/custo_observancia.html Acesso em: 25 mar. 2019.

CVM. *Agenda Regulatória CVM 2019.* 4 de fevereiro de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190204-1.html> Acesso em: 21 mar. 2019.

CVM. *CVM suspende o registro de 1122 companhias incentivadas.* 1 de outubro de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2007/20071001-2.html>. Acesso em: 17 set. 2009.

CVM. *CVM cancela de ofício o registro de 249 companhias incentivadas.* 30 de setembro de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20080930-1.html>. Acesso em: 17 set. 2019.

CVM. *CVM exclui de seu cadastro 649 companhias beneficiárias de incentivos fiscais.* 23 de janeiro de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20080123-1.html>. Acesso em: 17 set. 2019.

CVM. *CVM cancela de ofício o registro de 812 companhias incentivadas.* 14 de fevereiro de 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2012/20120214-1.html>. Acesso em: 18 set. 2019.

CVM. *Crowdfunding de investimento.* Rio de Janeiro: CVM, 2019. Disponível em: www.investidor.gov.br. Acesso em: 06 out. 2019.

CVM. *Boletim de Mercado*, ano I, n. 1, nov. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 10 jul. 2019.

CVM. *Boletim de Mercado*, ano 7, n. 74, dez. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/publicacao/boletimmercado.html>. Acesso em: 02 jan. 2020.

CVM. Regime Informacional e Ofertas Públicas estão na Agenda Regulatória CVM 2020. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/index.html>. Acesso em: 08 jan. 2020.

DAVIES, Paul. *Gower and Davies' principles of modern company law*. 8ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2008.

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

DOUGLAS, William O. BATES, George E. "The Federal Securities Act of 1933". 1933. In: MILLER, Geoffrey P. *Economics of Securities Law*. Vol. I. Nova York: Edward Elgar, 2016. p. 171–217.

DUARTE, Soraia. *Ganhos potencializados com a isenção de IR*. Valor Econômico. 18 de abril de 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/6216545/ganhos-potencializados-com-isencao-de-ir>. Acesso em: 18 abr. 2019.

DYCK, Alexander. ZINGALES, Luigi. *Private benefits of control: an international comparison*. In: *Journal of Finance*, Vol. LIX, n. 2. 2004. p. 537-600.

EASTERBROOK, Frank H. FISCHER, Daniel R. Mandatory disclosure and the protection of investors. In: ROMANO, Roberta. *Foundations of corporate law*. New York: Foundation Press, 1993. p. 295-300.

ECKERT, Robert J. WELLENS, David R. A comparison of the close corporation statutes of Delaware, Florida and New York. In: *University of Miami Law Review*, 515, 1969. p. 515-530.

EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

EIZIRIK, Nelson Laks. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

EIZIRIK, Nelson. Regime jurídico do mercado de capitais. Modificações introduzidas pela Lei n. 9.457/97. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da lei das sociedades por ações*. São Paulo: Pioneira, 1998. p. 83-107.

EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2ª ed. Quartier Latin: São Paulo, 2015.

EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: *Direito societário*. Estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, p. 2015. p. 427-450.

ENRIQUES, Luca. GILOTTA, Sergio. Disclosure and financial Market regulation. In: MOLONEY, Niamh. FERRAN, Eilís. PAYNE, Jennifer. *The Oxford handbook of financial regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2015.

ENRIQUES, Luca. HERTIG, Gerald. KRAAKMAN, Reinier. ROCK, Edward. Corporate law and securities market. In: KRAAKMAN, Reinier. ARMOUR, John. DAVIES, Paul. ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry. HERTIG, Gerald. HOPT, Klaus. KANDA, Hideki. PARGENDLER, Mariana. RINGE, Wolf-Georg. ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law*. 3ª ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 243-266.

ESMA. *Investment-based crowdfunding: insights from regulators in the EU*. Maio, 2015. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-856_ann_1_esma_response_to_ec_green_paper_on_cmu_-_crowdfunding_survey.pdf. Acesso em: 19 dez. 2019.

FERRAZ JR., Tercio Sampaio. *Teoria da norma jurídica: ensaio de pragmática da comunicação normativa*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2016.

FALCÃO, Marina. CVM quer limpar cadastro de empresas inadimplentes. In: *Valor Econômico*, 21 de junho de 2011.

FERREIRA, Waldemar. O estatuto das sociedades anônimas brasileiras. In: *Istituto di diritto commerciale comparato A. Sraffa dell'Università Bocconi di Milano. La società per azioni alla metà del secolo XX: studi in memoria di Angelo Sraffa*. Pádua: Casa editrice Dott. Antonio Milani, 1961.

FLEISCHER, Holger. "A guide to german company law for international lawyers: distinctive features, particularities, idiosyncrasies". Max Planck Private Law Research Paper n. 15/8. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2597062>. Acesso em: 05 dez. 2018.

FREIRE, Jose Luiz Salles. A favor do vento. In: BERGER, Renato; CARVALHO, Rafael Villac Vicente de. LEITE, Leonardo Barém (coords.). *40 anos da Lei das S.A.: experiências, histórias e homenagens*. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 93-99.

GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubbico Dell'Economia*. Vol. 29°. Pádua: Antonio Milani, 2003.

GILSON, Ronald J. HANSMANN, Henry. PARGENDLER, Mariana. *Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the US, and the EU*. 2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1541226>. Acesso em: 09 nov. 2019.

GLUSHKOV, Denys. KHORANA, Ajay. RAU, P. Raghavendra. ZHANG, Jingxuan. *Why Do Firms Go Public Through Debt Instead of Equity?*. 2018. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2024375. Acesso em: 27 dez. 2019.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Regime jurídico do capital autorizado*. São Paulo: Saraiva, 1984.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sociedade anônima: dos sistemas e modelos ao pragmatismo”. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de. AZEVEDO, Luis André N. de Moura. (coord.). *Poder de controle e outros temas de Direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 19-28.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Uma lembrança da época da Lei 6.404. In: BERGER, Renato; CARVALHO, Rafael Villac Vicente de. LEITE, Leonardo Barém (coords.). *40 anos da Lei das S.A.: experiências, histórias e homenagens*. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 89-92.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Administração: ordinária e extraordinária”. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 199-216.

GOMES, Orlando. Em tema de sociedade anônima (1971). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 101-113.

GRAU, Eros Roberto. Os conceitos jurídicos e a doutrina real do Direito. In: *Revista da Faculdade de Direito*, Universidade de São Paulo, vol. 77, 1982, p. 221-234. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/669531982>. Acesso em: 25 mar. 2019.

HOFSTETTER, Karl. *One size does not fit all: corporate governance for “controlled companies”*. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=802705. Acesso em: 28 dez. 2018.

HOPT, Klaus J. Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013.

HUBERT, Olivier. PINCE, Arnaud. France. In: *The International Capital Markets Review*. 9ª ed. The Law Reviews, dez. 2019. Disponível em: <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-international-capital-markets-review-edition-9/1211238/france>. Acesso em: 28 dez. 2019.

IOSCO. *Objectives and principles of securities regulation*. 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>. Acesso em: 27 dez. 2019.

ISRAELS, Carlos D. The close corporation and the law. In: *Cornell Law Review*, vol. 33, jun. 1948, p. 488-506.

JAEGER, Pier Giusto. DENOZZA, Francesco. TOFFOLETTO, Alberto. *Appunti di diritto commerciale*. Impresa e società. 7ª ed. Milão: Giuffrè, 2010.

JHERING, Rudolf von. *L'Esprit du droit romain dan les diverses phases de son développement*. Vol. III 3ª ed., Paris: A. Marescq, Aîné, 1887.

KANDIR, Antonio. A reforma da lei das S.A. e o desenvolvimento (2001). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 39-47.

KANDIR, Antonio. Lei das S.A., uma conquista a comemorar. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 21 set. 2001. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/opiniao/fz2109200110.htm>. Acesso em: 31 jul. 2019.

KANDIR, Antonio. A nova CVM e a modernização da Lei das S.A. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 3-9.

KAPAZ, Emerson. Lei das S.A.: uma contribuição decisiva. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 1-2.

KELSEN, Hans. *Teoria Pura do Direito*. São Paulo: Martins Fontes, 2003.

KERSHAW, David. *Company law in context: text and materials*. Oxford: Oxford University Press, 2009.

KERSHAW, David. “Web chapter B: Issuing shares to the public”. In: *Company law in context: text and materials*. 2^a ed. Oxford: Oxford University Press, 2014.

KLEIN, William A. COFFEE, John C. PARTNOY, Frank. *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles*. New York: Foundation Press, 2010.

LA PORTA, Rafael. SILANES, Florencio Lopez de. SCHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert. *Investor protection and corporate governance*. 1999. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=183908>. Acesso em: 26 nov. 2019.

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

LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação*. 3^a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da lei de sociedades anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972. p. 123-158.

LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. 2^a ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LAMY FILHO, Alfredo. A empresa, os minoritários e o mercado de capitais (2000). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 8. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 71-77.

LAMY FILHO, Alfredo. Nota sobre o fechamento de companhia aberta. In: *Temas de S.A.: exposições e pareceres*. Rio de Janeiro: renovar, 2007. p. 219-221.

LANG, Henrique. MYANAKI, Cauê. CHAUFFAILLE, Gustavo. Capítulo 8 – Principais Agentes do Mercado. In: *CVM. Direito do mercado de valores mobiliários*. 1^a ed. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 299-336.

LATTY, Elvin R. CLIFFORD, Donald. Estats Unis d'Amérique. In: ROTONDI, M. *Enquête comparative sur les sociétés par actions*. Holanda: Perugia, 1974.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A alteração da lei de sociedades anônimas ora em discussão no Congresso Nacional (2000). In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*, vol. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 49-54.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MACHADO, Juliana. *Aplicação de pessoa física na bolsa já é a maior em 13 anos*. Valor Econômico. 18 de abril de 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/6216685/aplicacao-de-pessoa-fisica-na-bolsa-ja-e-maior-em-13-anos>. Acesso em: 18 abr. 2019.

MACHADO, Juliana. HIRATA, Lucas. Estrangeiro já tirou R\$ 19 bi da bolsa. In: *Valor Econômico*. 20 de agosto de 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/6397335/estrangeiro-ja-tirou-r-19-bi-da-bolsa>. Acesso em: 20 ago. 2019.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua (coord.). *Direito e economia: 30 anos de Brasil*. Tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 191-236.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valores mobiliários. In: *Rev. Adm. Empr.* Rio de Janeiro, 25, abr./jun. 1985. p. 37-51.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 19ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MB ASSOCIADOS (SCHEINKMANN, José Alexandre *et al*). *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. BOVESPA, 2000.

McCAHERY, Joseph A. VERMEULEN, Erik P. *Corporate governance of non-listed companies*. Oxford University Press: Oxford, 2008.

MCPHERSON, Jemma Lohr. MARGENET-BAUDRY, Thomas. France. In: *The Initial Public Offerings Law Review*. 3ª ed. abr. 2019. Disponível em: <https://thelawreviews.co.uk/edition/the-initial-public-offerings-law-review-edition-3/1189671/france>. Acesso em: 28 dez. 2019.

MERKT, Hanno. Internal and external corporate governance. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013.

MILLER, Geoffrey P. *Economics of Securities Law*. Vol. I. Nova York: Edward Elgar, 2016.

MONTEIRO, Manuel. O regime jurídico das sociedades abertas em Portugal – breves notas. In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito empresarial: teoria geral*, vol. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 185-217.

MOREIRA, Ricardo. As companhias incentivadas e a CVM. In: *Valor Econômico*, 25 de abril de 2012. Disponível em: <https://www.valor.com.br/legislacao/2631296/companhias-incentivadas-e-cvm>. Acesso em: 12 ago. 2019.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima – importância dos mecanismos privados de efetivação dos deveres do acionista controlador e dos administradores”. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 129-156.

MÜSSNICH, Francisco A. Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na lei das sociedades por ações. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 285-305.

OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. Introdução. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00*. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 11-25.

PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1988.

PARENTE, Norma. “Principais inovações introduzidas pela Lei n.10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações”. In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 11-49.

PARGENDLER, Mariana. *Cinco mitos sobre a história das sociedades anônimas no Brasil*. Disponível em:

https://direitosp.fgv.br/sites/direitosp.fgv.br/files/arquivos/anexos/pargendler_cinco_mitos_sobre_a_historia_das_sa_homenagem_a_modesto_carvalhosa.pdf. Acesso em: 09 out.2019.

PARGENDLER, Mariana. *How universal is the corporate form? Reflections on the dwindling of corporate attributes in Brazil*. Disponível em:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3126838. Acesso em: 04 abr. 2019.

PAREGENDLER, Mariana. *Evolução do direito sociário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013.

PENALVA SANTOS, J. A. *Novos aspectos do mercado de capitais e outros trabalhos de direito comercial*. Rio de Janeiro: Alba, 1968.

PENTEADO, Mauro. A Lei nº 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Pioneira, 1998. p. 9-82.

PINHEIRO, Vinicius. *Grupo propõe acesso empresa média a debênture*. Valor Econômico. 16 de setembro de 2013. Disponível em:

<https://www.valor.com.br/financas/3270468/grupo-propoe-acesso-de-empresa-media-debenture>. Acesso em: 25 ago. 2019.

PINTO, Arthur E. GEVURTZ, Franklin A. Unites States: corporate governance for publicly traded corporations. In: FLECKNER, Andreas M. HOPT, Klaus J. *Comparative corporate governance: a functional and international analysis*. Cambridge University Press, 2013.

PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PITTA, André Grünspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

PITTA, André Grünspun. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela lei das sociedades por ações. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). *Sociedade Limitada Contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 500-517.

PITTA, André Grünspun. “Mercados de acesso: recentes evoluções”. In: BOTREL, Sérgio. BARBOSA, Henrique. (coords.) *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 409-431.

PITTA, André Grünspun. *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PLESSIS, Jean Jacques du; HARGOVAN, Anil; BAGARIC, Mirko. *Principles of contemporary corporate governance*. 2 ed. Melbourne: Cambridge University Press, 2011.

POTENZA, Guilherme Perez. OLIVEIRA, Alexandre Edde Diniz. Regulando a inovação: o crowdfunding e o empreendedorismo brasileiro. In: *Revista de Direito Empresarial*. Vol. 15/2016. p. 69-107. Mai - Jun/2016.

PRITCHARD, Adam C. Chapter 40 - Corporate governance, capital markets, and securities law. In: GORDON, Jeffrey N. RINGE, Wolf-Georg. *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 1061-1083.

PUPPO, Fábio et al. *Indicada à CVM cita debate para trazer empresas menores ao mercado*. Valor Econômico. 26 de fevereiro de 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/6138745/indicada-cvm-cita-debate-para-trazer-empresas-menores-ao-mercado>. Acesso em: 25 mar. 2019.

RAGAZZI, Ana Paula. Mercado de dívida local cresce e começa a faltar bônus brasileiros no exterior. In: *Valor Econômico*. 31 de maio de 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/6284403/mercado-de-divida-local-cresce-e-comeca-faltar-bonus-brasileiros-no-exterior>. Acesso em: 10 jul. 2019.

RAGAZZI, Ana Paula. TAUHATA, Sérgio. Oferta de ações bate recorde em 2019. In: *Valor Econômico*. 12 de julho de 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/6341699/oferta-de-acoes-bate-recorde-em-2019>. Acesso em: 12 jul. 2019.

REALE, Miguel. *Lições preliminares de Direito*. 27^a ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

REBELLO, Carlos. PITTA, André Grünspun. Instrução CVM 476 – Dez anos de liberdade com responsabilidade. In: *Jota*. Disponível em: https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/instrucao-cvm-476-dez-anos-de-liberdade-com-responsabilidade-18022019. Acesso em: 05 set. 2019.

REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como “instituição”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 18. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976. p. 25-29.

REQUIÃO, Rubens. *As sociedades de capital autorizado e de capital aberto*. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/direito/article/viewFile/6741/4825>. Acesso em: 10 jun. 2019.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. Vol. 2. São Paulo: Saraiva, 1995.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 25ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

REQUIÃO, Rubens. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. 1. São Paulo: Saraiva, 1980.

RIPERT, Georges. *Aspects juridiques du capitalisme moderne*. 2ª ed. Paris: Librairie Générale de Droit et Jurisprudence, 1951.

RIPERT, Georges. ROBLOT, René. *Traité de droit commercial*. Vol. 2. 14ª ed. Paris: LGDJ, 1994.

RITTER, Jay R. GAO, Xiaohui. ZHU, Zhongyan. *Where Have All the IPOs Gone?* 2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1954788>. Acesso em: 03. jan. 2020.

ROCHA, Bruno. Limites e oportunidades do mercado de ações no Brasil. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro / São Paulo: Contra Capa Livraria / ANBID, 2007. p. 235-248.

ROCHA, João Pedro Gonçalves da. Capítulo II – Panorama do mercado de capitais (1961-1964). In: WALD, Arnoldo (coord.). *O mercado de capitais*. Rio de Janeiro: APEC, 1970. p. 29-60.

ROMANO, Roberta. State competition for corporate charters. In: ROMANO, Roberta. *Foundations of corporate law*. New York: Foundation Press, 1993. p. 84-90.

ROMANO, Roberta. *The Sabanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*. 2004. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=596101>. Acesso em: 02 jan. 2019.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. VENÂNCIO FILHO, Alberto. Lembranças dos 40 anos. In: BERGER, Renato. CARVALHO, Rafael Villac Vicente de. LEITE, Leonardo

Barém. (coord.) *40 anos da Lei das S.A.: experiências, histórias e homenagens*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2016. p. 22-25.

ROSS, Alf. Sobre los conceptos de “estado” y “órganos del estado” en derecho constitucional. *El concepto de validez y otros ensayos*. Buenos Aires: Centro Editor de America Latina, 1969. p. 83-106.

ROSS, Alf. *Direito e Justiça*. Bauru: Edipro, 2003.

ROTH, Günter H. KINDLER, Peter. *The spirit of corporate law: core principles of corporate law in continental Europe*. Munique: CH Beck, 2013.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Os valores mobiliários na Lei das S/A. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 107. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1997. p. 123-128.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

SANTANA, Maria Helena. O novo mercado. In: *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. The World Bank Group, 2008. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/2C/46/8A/B7/88337610515A8076AC094EA8/Focus%205_Capitulo%20Novo%20Mercado%20_IFC%202008_.pdf. Acesso em: 08 nov. 2019.

SCHINCARIOL, Juliana. *CVM quer rever regra de BDR, oferta pública e formulário de referência*. Valor Econômico. 5 de fevereiro de 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/6103799/cvm-quer-rever-regra-de-bdr-oferta-publica-e-formulario-de-referencia>. Acesso em: 25 mar. 2019.

SCHINCARIOL, Juliana. *CVM cria caráter confidencial a ofertas*. Valor Econômico. 20 de fevereiro de 2019. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/6126603/cvm-cria-carater-confidencial-ofertas>. Acesso em: 25 mar. 2019.

SCHINCARIOL, Juliana. *CVM analisa mudanças nos EUA e na Europa para reformar regras de ofertas no Brasil*. Valor Econômico. 27 dez. 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/12/27/cvm-analisa-mudancas-nos-eua-e-na-europa-para-reformar-regras-de-ofertas-no-brasil.ghtml>. Acesso em 27 dez. 2019.

SILVA, Francisco Costa e. MARTINS NETO, Carlos. *A utilização do instituto da incorporação de ações como forma de burlar a exigência legal de opa para fechamento de capital*. 2007. Disponível em: <https://www.bocater.com.br/wp-content/uploads/2013/10/artigo-2008-062.pdf>. Acesso em: 09 ago. 2019.

SZTAJN, Rachel. *Contrato de sociedade e formas societárias*. São Paulo: Saraiva, 1989.

STONE, Ferdinand. Some comments on the american business corporation in mid-twentieth century. In: *Istituto di diritto commerciale comparato A. Sraffa dell'Università Bocconi di Milano*. La società per azioni alla metà del secolo XX: studi in memoria di Angelo Sraffa. Pádua: Casa editrice Dott. Antonio Milani, 1961.

TANNOUS, Thiago Saddi. *Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

TAUNAY, Visconde de. *O encilhamento: cenas contemporâneas da bolsa do Rio de Janeiro em 1890, 1891 e 1892*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Melhoramentos, 1947.

TEIXEIRA, Egberto L. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979.

TELLECHEA SILVA, Rodrigo. *Sociedades anônimas fechadas: direitos individuais dos acionistas e cláusula compromissória estatutária superveniente*. Tese de Doutorado. Orientador Prof. Associado Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo – SP, 2015.

TELLECHEA, Rodrigo. Artigo 22. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 483-518.

TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

TERRA, Aline de Miranda Valverde. *Notas sobre o crowdfunding no direito brasileiro*. Revista Eletrônica do Curso de Direito da UFSM, Santa Maria, RS, v. 13, n. 3, p. 1134-1160, dez. 2018. em: <https://periodicos.ufsm.br/revistadireito/article/view/31176>. Acesso em: 28 dez. 2019.

THOMAS, Jason. Where have all the public companies gone? In: *Wall Street Journal*, 16 nov. 2017. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/where-have-all-the-public-companies-gone-1510869125>. Acesso em: 02 jan. 2019.

TOKARS, Fábio. Comentários ao artigo 4º. In: BERTOLDI, Marcelo (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: comentários à Lei n. 10.303, de 31.10.00*. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002. p. 295-329.

TRINDADE, Marcelo. Processo sancionador na CVM: limites e possibilidades. In: *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 481-500.

TRUBEK, David M. GOUVEA VIEIRA, Jorge Hilário. SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971.

TUNC, André. A french lawyer looks at american Corporation law and securities regulation. In: *University of Pennsylvania Law Review*. Vol. 130. Abr. 1982. No. 4. p. 757-774.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953.

VENANCIO FILHO, Alberto. “Aspectos de evolução do Direito societário no Brasil”. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 17-44.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. As alterações da legislação societária e de mercado de capitais e suas implicações quanto à CVM. In: BULGARELLI, Waldírio (coord.). *Reforma da lei das sociedades por ações*. São Paulo: Pioneira, 1998. p. 193-210.

VERMEULEN, Erik P.M. “Chapter 31 – New metrics for corporate governance: shifting strategies in an aging IPO market”. In: GORDON, Jeffrey N. RINGE, Wolf-Georg. *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 839-866.

VIDOR, George. *A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes*. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016.

VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa. “Comissão de valores mobiliários”. In: VENANCIO FILHO, Alberto. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 435-453.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia. PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. 3^a ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

YAZBEK, Otavio. “Em busca de um regime para os private placements no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. In: BOTREL, Sérgio. BARBOSA, Henrique. (coords.) *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016. p. 173-192.

YAZBEK, Otavio. Introdução. In: CODORNIZ, Gabriela. PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 17-24.

WALD, Arnoldo. “A reforma da lei das sociedades anônimas: os direitos dos minoritários na nova Lei das S.A.” In: LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 219-247.

WEDDERBURN-DAY, Roger. *Disclosure and due diligence in the international capital markets*. Bristol: Jordan Publishing Limited, 2014.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: fundamentos e desafios*. São Palo: Quartier Latin, 2018.

WELLS, Harwell. The rise of the close corporation and the making of corporation law. In: *Berkeley Business Law Journal*, vol. 5.2, 2008, p. 263-316.

WINTER, Jaap. “Chapter 1 – The Need for a Regulatory Framework: EU Company Law at the Cross-Roads”. In: FERRARINI, Guido. HOPT, Klaus. WINTER, Jaap. WYMEERSCH, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 3-20.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. Annual Statistics Guide (2018). Disponível em: <https://focus.world-exchanges.org/statistics/articles/annual-statistics-guide-2018>. Acesso em: 02 dez. 2019

WYMEERSCH, Eddy. “Chapter 3 – Modern Company Law-Making: about techniques of regulating companies in the European Union”. In: FERRARINI, Guido. HOPT, Klaus. WINTER, Jaap. WYMEERSCH, Eddy. *Reforming Company and Takeover Law in Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2004. p. 145-175.