

LÓREN CRISTINE RIBEIRO DIAS

**PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS NO MERCADO DE VALORES
MOBILIÁRIOS BRASILEIRO: ABORDAGEM CRÍTICO-
ESTRUTURALISTA DOS ATUAIS REGIMES SOCIETÁRIO E
REGULATÓRIO**

Dissertação de Mestrado em Direito Comercial no Curso de Pós-Graduação *stricto sensu* da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

Orientador: Professor Doutor José Marcelo Martins Proença

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo
Departamento de Direito Comercial

São Paulo
2020

LÓREN CRISTINE RIBEIRO DIAS

**PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS NO MERCADO DE VALORES
MOBILIÁRIOS BRASILEIRO: ABORDAGEM CRÍTICO-
ESTRUTURALISTA DOS ATUAIS REGIMES SOCIETÁRIO E
REGULATÓRIO**

Dissertação de Mestrado em Direito Comercial apresentado à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação *stricto sensu* da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob orientação do Professor Doutor José Marcelo Martins Proença.

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo
Departamento de Direito Comercial

São Paulo
2020

FOLHA DE APROVAÇÃO

Nome: Lóren Cristine Ribeiro Dias

Título: Pequenas e Médias Empresas no Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro:
Abordagem Crítico-Estruturalista dos Atuais Regimes Societário e Regulatório

Dissertação de Mestrado em Direito Comercial apresentado à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação *stricto sensu* da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Mestre.

Departamento de Direito Comercial

APROVADA EM: _____

BANCA EXAMINADORA:

PROF(A). DR(A).: _____

INSTITUIÇÃO: _____ ASSINATURA: _____

DEDICATÓRIA

“A criatividade não é um movimento solitário. Nisso reside seu poder. O que quer que seja tocado por ela e quem quer que a ouça, que a veja, que a sinta, que a conheça serão alimentados. (...) Um único ato de criação tem o potencial de alimentar um continente. Um ato de criação pode fazer com que uma corrente abra caminho pedra adentro.” (Clarissa Pinkola Estés)

Dedico este trabalho, fruto de muita pesquisa nos mais diversos ramos do conhecimento, àquelas e àqueles que apoiaram a força criativa e questionadora que o sustenta, em especial ao Prof. Dr. José Marcelo Martins Proença, pela orientação sempre atenta e paciente e às Profas. Dras. Sheila C. Neder Cerezetti e Juliana Kruger Pela, pelas importantes contribuições durante a Banca de Qualificação e pelos valiosos ensinamentos durante o Programa de Pós-Graduação. Por fim, dedico à minha família, pelo constante estímulo à força criativa que sempre me fez ver o mundo com outro olhar.

ÍNDICE

| | |
|---|-----------|
| INTRODUÇÃO | 7 |
| 1. AS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS E O SISTEMA | 11 |
| 1.1. Breve panorama histórico | 12 |
| 1.2. Conceito de PME | 14 |
| 1.3. Aspectos estruturais das PME e premissas centrais | 17 |
| 1.3.1. Estruturas familiares | 17 |
| 1.3.2. Empresa como propriedade | 19 |
| 1.3.3. Acordos parassociais e governança das PME | 21 |
| 1.3.4. Formas societárias | 27 |
| 2. DIAGNÓSTICOS: ORGANIZAÇÃO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS E DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS | 30 |
| 2.1. Lei das S.A. e seus objetivos primordiais | 31 |
| 2.1.1. Identificação dos principais problemas e impactos na estrutura das PME | 38 |
| 2.2. As estruturas regulatória e autorregulatória do mercado de valores mobiliários | 44 |
| 2.3. Relação das estruturas do mercado com o acesso de PME | 55 |
| 2.3.2. Flexibilização de obrigações aplicáveis às PME: afronta a <i>players</i> do mercado e grandes mídias | 58 |
| 2.4. O papel e o perfil dos investidores | 62 |
| 2.4.1. Quem seriam os investidores de PME? | 65 |
| 3. INTERVENÇÕES ESTRUTURALISTAS: NOVO CENÁRIO POSSÍVEL? | 74 |
| 3.1. A crítica sobre o duplo acesso | 79 |
| 3.2. A crítica sobre as obrigações periódicas | 87 |
| 3.3. A crítica sobre a autorregulação | 90 |
| 4. CONCLUSÕES | 93 |
| BIBLIOGRAFIA | 98 |

LISTA DE TERMOS E ABREVIATURAS

| | |
|--|---|
| ANBIMA | Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais |
| BNDES | Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social |
| CMN | Conselho Monetário Nacional |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| Instrução CVM nº 358/02 | Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 |
| Instrução CVM nº 400/03 | Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 |
| Instrução CVM nº 476/09 | Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 |
| Instrução CVM nº 480/09 | Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 |
| Instrução CVM nº 551/14 | Instrução CVM nº 551, de 25 de setembro de 2014 |
| Instrução CVM nº 584/17 | Instrução CVM nº 584, de 22 de março de 2017 |
| Instrução CVM nº 588/17 | Instrução CVM nº 588, de 13 de julho de 2017 |
| Instrução CVM nº 604/18 | Instrução CVM nº 604, de 13 de dezembro de 2018 |
| <i>IPO</i> | <i>Initial Public Offer</i> |
| FIP | Fundo de Investimento em Participações |
| Lei das Sociedades por Ações | Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 |
| Lei nº 6.385/76 | Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 |
| Lei nº 13.818/19 | Lei nº 13.818, de 24 de abril de 2019 |
| Lei nº 13.874/19 ou Lei da Liberdade Econômica | Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 |
| OAB | Ordem dos Advogados do Brasil |
| PME | Pequena(s) e Média(s) Empresa(s) |
| SEBRAE | Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas |

RESUMO

Após uma breve, e necessária, análise de aspectos estruturais históricos da sociedade e da economia brasileiras, o presente trabalho buscará, a partir dessas questões primordiais, fazer uma análise crítica do mercado de valores mobiliários brasileiro e da relação deste com o acesso de Pequenas e Médias Empresas às formas de financiamento objeto desse mercado. Nesse sentido, procurar-se-á responder se tais empresas encontram – e poderão encontrar – no mercado brasileiro tal qual hoje estruturado uma forma viável e sustentável de obtenção de recursos financeiros para o desenvolvimento de suas atividades. Além disso, considerou-se fundamental uma análise não só da estrutura regulatória, e em certa medida, autorregulatória, do mercado de valores mobiliários brasileiro, mas também uma análise das principais leis que sustentam o único tipo societário que, regra geral, tem acesso a esse mercado, isto é, as sociedades anônimas, como forma de verificar em que medida essas estruturas também impactam no desenvolvimento das Pequenas e Médias Empresas no Brasil.

Palavras-chave: Mercado de Capitais; Pequenas e Médias Empresas; Direito Societário; Regulação; Crítica Estruturalista; Financiamento.

ABSTRACT

After a short, but necessary, analysis of some historical structural aspects of both Brazilian society and economy, the present study, based on these primary aspects, will seek out a critical analysis regarding the Brazilian capital markets and the relation between the access of Small and Medium-Sized Enterprises to the sources of financing this market can offer. For that matter, it will seek to answer whether these enterprises can find – and may find in the long-term – at this market as it is current structured a feasible and sustainable way to obtain financial resources in order to develop its activities. Furthermore, it deemed fundamental an analysis not only of the regulatory – and, to a certain extent, self-regulatory – structure of the Brazilian capital markets, but also one regarding the main laws incurring on the single corporate form that, in general terms, is able to access this market, namely the joint-stock companies, as a way to verify to what extent these structures are also impacting on the development of the Small and Medium-Sized Enterprises in Brazil.

Keywords: Capital Markets; Small and Medium-Sized Enterprises; Corporate Law; Regulation; Critical Structuralism; Funding.

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por finalidade apresentar aspectos históricos, de caráter estrutural, que influenciaram os regimes legislativo e regulatório – e, também, autorregulatório, como se verá – incidentes sobre as sociedades anônimas brasileiras e o mercado de valores mobiliários. Assumindo-se de suma relevância o papel desempenhado pelas Pequenas e Médias Empresas – as PME – no País, sobretudo no âmbito local, atingindo parcelas específicas da população em cada região, com demandas e interesses próprios, procurar-se-á questionar se o mercado de valores mobiliários brasileiro, da forma como atualmente está estruturado, é um meio efetivo de obtenção de recursos por essas empresas e se esse mercado pode ser um promotor do desenvolvimento socioeconômico do País pela maior inclusão de agentes econômicos então excluídos.

Sabe-se da dificuldade de empresas menores em obter recursos a custos mais atrativos junto a financiadores, os quais, em grande parte, são representados por grandes instituições financeiras ligadas a uma estrutura de concentração de poder e de recursos que marcou, e ainda marca, a economia e a sociedade brasileiras, como forma de fomentar suas atividades e promover seu desenvolvimento de maneira sustentável¹. Assim, faz-se imprescindível discutir o papel do Direito na promoção do acesso de PME aos investidores no mercado de valores mobiliários e se, de fato, esse mercado tal como é hoje se mostra apto a isso.

Na última década, notou-se forte interesse da CVM, do Governo Federal e de outros participantes do mercado no tema do financiamento de PME por meio do mercado de valores mobiliários, retomando, embora de outra forma, as discussões já havidas nos anos 2000 com a criação do “Bovespa Mais”. Nesse sentido, foi criado o Comitê Técnico de Ofertas Menores, responsável pela condução de estudos comparativos, discussões e propostas de textos e alterações normativas visando ao fomento do mercado de acesso no Brasil.

¹ Como já estudado pela doutrina, as PME comumente recorrem a formas de financiamento que não “equity”. Assim, BHAIRD, Ciarán mac an; LUCEY, Brian. *Capital Structure and the Financing of SMEs: Empirical Evidence from and Irish Survey*. “(...) small, young firms tend to draw capital from internal sources, personal sources, informal investment and Family and friends (the so-called “f” connections). (...) One reason commonly cited for the observed financing preferences of SME owners is the desire for independence and to maintain control of the enterprise (...). Thus, SME owners avoid issuing external equity.” Disponível em <http://ssrn.com/abstract=905845>

Tais estudos e propostas teriam por finalidade trazer novos dispositivos normativos como tentativa de estimular o interesse no investimento em ativos de PME. Entretanto, embora bastante profícua e necessária a medida, mais do que a criação de um novo aparato normativo nessa seara, a discussão quanto aos interesses e princípios que permeiam os dispositivos já existentes se mostra ainda mais relevante.

Entender como a legislação e a regulação atuais contribuem para criar um ambiente de entraves ao acesso de novos investidores e empresas e o porquê das maneiras de se interpretar e aplicar o Direito Comercial parece-nos ser o início de uma abordagem estruturalista que vise à superação da dependência do Direito a estruturas históricas de poder.

1. AS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS E O SISTEMA

Sob um viés estruturalista de análise do Direito Comercial e a necessidade de se identificar as estruturas econômicas e jurídicas historicamente construídas e fundamentadas em relações de poder e dominação², relacionar os fatores históricos que influenciaram – e ainda influenciam – as estruturas das empresas e todo o aparato legislativo, regulatório e autorregulatório nessa seara ao acesso de PME a formas de financiamento que não as tradicionais outrora mencionadas torna-se imprescindível em um estudo que procurará fomentar discussões sobre a reconstrução do Direito.

Nessa visão, olha-se menos a lógica e a racionalidade comuns ao positivismo e mais o engajamento dos agentes no tratamento de determinadas estruturas históricas, não de forma a legitimar e instrumentalizar objetivos econômicos predeterminados, e sim pautar as discussões em análises principiológicas e teleológicas das normas.

Considera-se o Direito Comercial, que aqui será abordado em duas grandes vertentes, quais sejam, o Direito Societário e os regimes aplicáveis ao mercado de valores mobiliários, uma típica expressão de contradições e de formas de dominação social, com estruturas coloniais monopolistas que assentaram instituições que tendem a refletir o legado socioeconômico por elas deixado³. Assim, um diagnóstico dessas duas vertentes e a busca por uma intervenção estruturalista deve, preliminarmente, procurar investigar os fenômenos jurídicos relativamente

² SALOMÃO FILHO, Calixto. *Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial*. 1ª ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015; p. 259.

³ Muitas dessas estruturas são tratadas por autores que abordam a influência do colonialismo e das demandas dos países “centrais” nas economias e sociedades colonizadas, tais como, Gunnar Myrdal: “*The pattern of production in most less-developed countries reflected the legacy of colonialism and neocolonialism*”, enfatizando, ainda, que o Estado nos países subdesenvolvidos seria uma instituição subserviente à classe social dominante (in CYPHER, James M.; DIETZ, James L. *The Process of Economic Development*. Cap. 6 – “Heterodox theories of economic development”. p. 176); Douglass C. North: “*The political and economic organizations that have come into existence as a result of the institutional matrix typically have a stake in perpetuating the existing framework.*” (in *Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance*. Cambridge University Press, 1991; p. 12); Raymundo Faoro: “*assim é porque sempre foi*”, enfatizando, também, que “*num estágio inicial, o domínio patrimonial, desta forma constituído pelo estamento, apropria as oportunidades econômicas de desfrute dos bens, das concessões, dos cargos, numa confusão entre o setor público e o privado (...)*” (in *Os Donos do Poder: Formação do Patronato Político Brasileiro*. 5. ed. São Paulo: Globo, 2012; p. 733).

aos seus contextos históricos e sociais e questionar certas “verdades absolutas” que as sustentam.

1.1. Breve panorama histórico

A economia e a estrutura social brasileiras, historicamente como extensão do modelo burocrático português, são marcadas pelo patrimonialismo e pela elevada concentração de poderes políticos e econômicos em torno de uma minoria que não os exerce em benefício da maioria⁴. Assim, quem tem mais recursos ou está imerso em uma grande e concentrada rede de influência⁵, têm mais condições de proteger seus interesses privados em detrimento da proteção de direitos sociais e de interesse da coletividade, incorporando esses interesses nas instituições jurídicas e sociais⁶.

Em uma forte relação com a abordagem sobre a dinâmica empresarial no Brasil, os direitos de propriedade são um exemplo claro de perpetuação da influência desse poder econômico na sociedade e da busca pela satisfação de interesses particulares no contexto econômico, mormente quando se trata da concentração acionária presente nas sociedades anônimas brasileiras, por exemplo⁷. Assim, para os fins ora propostos, assume-se que os fatores estruturais históricos que impactam de forma relevante a economia e a sociedade brasileiras não são exógenos – como resultado de deterioração dos termos de troca entre países centrais e periféricos⁸ –, e sim endógenos.

⁴ FAORO, Raymundo. *Os Donos do Poder: Formação do Patronato Político Brasileiro*. 5. ed. São Paulo: Globo, 2012.

⁵ Como fundamentadamente explorado por Sérgio Lazzarini (in *Capitalismo de Laços: os donos do Brasil e suas conexões*. 2. ed. São Paulo: BEI Comunicação, 2018) em seu estudo sobre as chamadas “dinâmicas de laços” e os “donos do poder”.

⁶ Nesse sentido, SALOMÃO FILHO, Calixto. *Monopolies and underdevelopment*. Edward Elgar, 2015; “Introduction: from colonial past to global reality” (pp. 1-7), afirmando que “structural concentration of economic power therefore produces effects on the entire system, concentrating income between industrial sectors and between social strata”.

⁷ Também objeto de estudo de Lazzarini, quando este aborda, em seu “*Capitalismo de Laços: os donos do Brasil e suas conexões*”, as conexões entre “donos que compartilham do capital de empresas comuns” e traz o conceito de *small worlds*, “caracterizados por aglomerações conectadas entre si por meio de atores de ligação (...)”, sendo que “as aglomerações envolvem proprietários de uma mesma empresa, ao passo que os atores de ligações são proprietários que participam de empresas distintas envolvendo outros proprietários não diretamente conectados entre si.” (p. 11).

⁸ Cf. CYPHER, James M.; DIETZ, James L. *The Process of Economic Development*. (Op. Cit.), p. 165: “[T]he more advanced center countries tend to reap the gains from international trade and investment at the expense of the less-developed periphery. Indeed, trade relations between the center and periphery reinforce higher levels of

Sob um viés institucional, sendo as instituições de uma sociedade as “regras do jogo”, que moldam as interações humanas⁹ e têm papel importante e crucial na melhoria da justiça, refletindo nos valores sociais, no modo de vida e nas liberdades individuais¹⁰, regras que emergem dessa matriz instalada tendem a contribuir para estreitar ainda mais os laços de propriedade e controle no Brasil e, porque não dizer, sedimentar situações crônicas de injustiça. No caso do Direito Comercial brasileiro, uma típica reprodução de instituições que foram efetivas em determinados contextos em alguns países¹¹ se deu de forma pouco questionadora e realmente transformadora frente às estruturas históricas aqui trazidas.

Como bem aponta E. GORGA em sua análise sobre reformas legais no âmbito do Direito Societário brasileiro¹², as leis que emergiram com o advento da proclamação da República tinham como cerne os princípios praticados após a Revolução Francesa (quais sejam, liberdade, igualdade e fraternidade), porém, em uma sociedade recém saída de um regime escravocrata, evidenciando um descolamento dessas normas frente à realidade sociocultural e política do País. Assim, como apontado pela autora, “[f]or the law to be effective it must fit within the social context by finding support in the predominant cultural beliefs of the society”¹³.

A evolução regulatória e legislativa do Direito Comercial no Brasil evidencia esse padrão de importação de normas de mercados economicamente mais desenvolvidos, com parca preocupação quanto aos valores sociais intrínsecos à sociedade brasileira, sua realidade e as estruturas sobre as quais está fundada. Capturadas por determinados agentes com interesses privados, essas novas regras sedimentam ainda mais essas estruturas concentradoras de poder e protegem os interesses desses poucos agentes econômicos, em detrimento de uma larga

development in the center countries, while maintaining a relatively lower level of development and poverty in the periphery. In Prebisch's and Singer's analysis then, free trade can actually be harmful to the peripheral, less-developed nations.”

⁹ Cf. NORTH, Douglass C. *Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance*. Cambridge University Press, 1991. Em explicação conexa, Elinor Ostrom (in *Understanding Institutional Diversity*. New Jersey: Princeton University Press, 2005) define “instituições” como “*the prescriptions that humans use to organize all forms of repetitive and structured interactions including those within families, neighborhoods, markets, forms, sports leagues, churches, private associations, and governments at all scales.*” (p. 3).

¹⁰ SEN, Amartya. *A Ideia de Justiça*. São Paulo: Companhia das Letras, 2011. p. 14.

¹¹ Cf. NORTH, Douglass C. *Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance*. (Op. Cit. pp. 11-12).

¹² GORGA, Érica. *Culture and Corporate Law Reform: a Case Study of Brazil*. 2016. Artigo disponível em <http://ssrn.com/abstract=999942>.

¹³ *Idem*. p. 883.

parcela da população marginalizada quanto à tomada de decisões, à elaboração de políticas públicas e ao devido processo econômico¹⁴.

Como enfatizam MARK ROE e LUCIAN BEBCHUK¹⁵, as estruturas a que uma economia assiste em um dado período foram influenciadas por outras a que essa economia assistiu no passado, em um claro caminho de dependência em relação a elas e a seus efeitos¹⁶. Dentre esses efeitos, a especulação na economia e o desenvolvimento econômico voltado a “satisfazer imperativos ditados pelo quadro administrativo”¹⁷ merecem, aqui, destaque, os quais serão abordados sobretudo no segundo capítulo. Nesse sentido, em uma perspectiva estruturalista, a intervenção do Direito visará à superação dessa dependência, revisitando institutos jurídicos ainda aplicados sob esse viés tradicionalista.

1.2. Conceito de PME

Preliminarmente, é necessário ressaltar que não há, na doutrina e na legislação, uma definição única e estanque de “Pequenas e Médias Empresas”. Para os fins do presente estudo, não se adotará um único conceito dos que serão aqui abordados, e sim procurar-se-á indicar, com base no que se nota na realidade estrutural das empresas e como reflexos dos aspectos históricos aqui trazidos, o que poderia ser considerado uma PME. Por esta razão é que alguns aspectos estruturais bastante comuns a algumas delas serão aqui objeto de análise, visando mais a uma delimitação do que se pretende estudar, frente ao macro tema da crítica estruturalista, do que à construção de um novo conceito.

¹⁴ Amartya Sen, ao discorrer sobre “A Ideia de Justiça” e a relação que ela tem com instituições e democracia, também enfatiza o processo participativo e a congregação de diversas vozes da população na promoção da justiça, argumentando que “(...) a democracia também precisa ser vista de forma mais genérica quanto à capacidade de enriquecer o debate fundamentado através das melhorias da disponibilidade informacional e da factibilidade de discussões interativas. A democracia tem de ser julgada não apenas pelas instituições que existem formalmente, mas também por diferentes vozes, de diversas partes da população, na medida em que de fato possam ser ouvidas.” (in *A Ideia de Justiça*. São Paulo: Companhia das Letras, 2011; p. 15).

¹⁵ BEBCHUK, Lucian A.; ROE, Mark J. *A theory of path dependence in corporate governance and ownership*. Columbia Law School Working Paper Series. Nov/1999.

¹⁶ Também sobre a relação de dependência, Douglass C. North: “*The interests of these [existing] organizations, which produce path dependence, and the mental models of the entrepreneurs, which produce ideologies, ‘rationalize’ the existing institutional matrix and therefore bias the actors in favor of policies conceived to be in the interests of existing organizations.*”

¹⁷ Cf. FAORO, Raymundo. *Os Donos do Poder... (Op. Cit.)*. pp. 819-820.

Não obstante a elucidação acima, cumpre-nos indicar, de forma bastante breve, o que se entende por PME em certos ambientes.

O primeiro deles, e talvez o mais utilizado, é aquele trazido pela Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, em seu artigo 3º, que traz um enquadramento apenas para as microempresas e empresas de pequeno porte, não conferindo tratamento às médias empresas. Assim, é considerada “empresa de pequeno porte” aquela que *aufira, 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)*¹⁸.

No âmbito do BNDES, e para fins de apoio prioritário na concessão de crédito, o enquadramento de empresas em pequena ou média se dá pelo critério de receita operacional bruta anual de uma sociedade individualmente considerada ou do grupo econômico no qual pertença. É considerada “pequena empresa” aquela que apresenta receita operacional bruta anual superior a R\$360 mil e inferior ou igual a R\$4,8 milhões e “média empresa”, superior a R\$4,8 milhões e inferior ou igual a R\$300 milhões¹⁹.

Para o SEBRAE, as PME podem assim ser consideradas tanto pelo faturamento bruto anual quanto pelo número de empregados, neste último caso, a depender do setor econômico – se “comércio e serviços” ou “indústria”. É considerada empresa de pequeno porte do setor de comércio e serviços aquela que possui entre 10 e 49 empregados e do setor de indústria, aquela que possui de 20 a 99 empregados. Já uma média empresa do setor de comércio e serviços é aquela que possui de 50 a 99 empregados e do setor industrial, aquela que possui entre 100 e 499 empregados²⁰.

Por fim, outra definição, e que tem maior relevância para os fins ora propostos, é aquela trazida pela Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014, também para uma finalidade específica e com prazo determinado, qual seja, a isenção de imposto de renda sobre o ganho de capital auferido por pessoa física na alienação, em bolsa de valores e até 31 de dezembro de 2023, de ações

¹⁸ Importante notar que tal conceito é válido apenas para os fins da Lei Complementar em comento. Nesse conceito, “receita bruta” é o “*produto da venda de bens e serviços nas operações de conta própria, o preço dos serviços prestados e o resultado nas operações em conta alheia, não incluídas as vendas canceladas e os descontos incondicionais concedidos*”.

¹⁹ Cf. <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/faq/apoio-financeiro/1944455039/2134060738/1782308253> (acesso em 07.05.2019)

²⁰ Cf. http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/sp/sebraeaz/pequenos-negocios-em-numeros_12e8794363447510VgnVCM1000004c00210aRCRD (acesso em 08.05.2019)

emitidas por companhias que se enquadrem, de forma cumulativa, nos requisitos abaixo resumidos:

- (i) listagem em segmento especial de bolsa de valores, com práticas diferenciadas de governança corporativa²¹;
- (ii) valor de mercado inferior a R\$700.000.000,00 na data do *IPO* ou de *follow-on*;
- (iii) receita bruta anual inferior a R\$500.000.000,00 apurada no exercício social anterior ao da realização do *IPO* ou de *follow-on*; e
- (iv) distribuição primária de, no mínimo, 67% do volume total de ações de emissão pela companhia no *IPO* ou no *follow-on*²².

Como elucidado acima, a análise estrutural das PME de uma forma mais qualitativa, abordando aspectos societários, legislativos, regulatórios e, também, autorregulatórios intrínsecos a essas sociedades, como uma conceituação diferente, parece-nos, aqui, mais produtiva do que os conceitos ora mencionados. Isto posto, pensar a estrutura de PME e sua adequação – se é possível assim dizer – ao mercado de valores mobiliários é algo que deve ser iniciado na abordagem sobre as estruturas familiares e de propriedade que comumente recaem sobre as PME, de governança e de tipos societários adotados, como se verá adiante.

²¹ No caso da B3, além dos segmentos especiais “Bovespa Mais” e “Bovespa Mais Nível 2”, em maio de 2019 a B3 comunicou o mercado acerca da possibilidade de que ofertas com volume de captação inferior a R\$500 milhões possam ser feitas pelo Novo Mercado, segmento com as melhores práticas de governança corporativa da B3, embora tais companhias também estejam sujeitas às mesmas regras do regulamento que as companhias maiores aí listadas. Assim como outros aspectos que serão abordados neste estudo, essa alteração também será objeto da crítica estruturalista ora pretendida (http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/novo-mercado-8AE490C96A8FBD12016A9458E55C61D5.htm - acesso em 08.05.2019).

²² Não obstante a Lei ter trazido esses critérios específicos, o Comitê Técnico de Ofertas Menores, criado com o intuito de promover estudos comparativos em diversos mercados e aprimorar o mercado de valores mobiliários brasileiro no sentido do fomento ao duplo acesso (empresas menores e novos investidores), adotou como critério para fins das pesquisas conduzidas o valor de mercado da empresa inferior a US\$250 milhões e IPO inferior a US\$150 milhões.

1.3. Aspectos estruturais das PME e premissas centrais

Embora que, para a finalidade ora proposta – de tratar do acesso de PME ao mercado de valores mobiliários – a sociedade anônima seja a tônica, abordar-se-á, ainda que de maneira residual, outro tipo societário que também ganha relevância nesse contexto de análise estrutural das PME, como as sociedades limitadas.

A sociedade anônima brasileira, regulamentada, principalmente, pela Lei das Sociedades por Ações, sem dúvidas representou um importante avanço na organização empresarial e na dinâmica da atividade econômica. No Brasil, o aparato normativo para essas sociedades foi inspirado no modelo das *corporates* norte-americanas, que privilegia a sociedade de grande porte e dá suporte a ela para melhor se organizar internamente e ser atrativa a potenciais investidores, conferindo a estes maior segurança em seus investimentos. Assim, considerando os aspectos históricos anteriormente abordados²³, a sociedade anônima nos moldes atuais pouco serve aos interesses da maioria das empresas brasileiras.

Nesse cenário, ainda é possível notar algumas estruturas bastante comuns às empresas brasileiras, sobretudo as PME, que as afastam da ideia do profissionalismo pensado para as sociedades anônimas que se voltam ao mercado de valores mobiliários.

1.3.1. Estruturas familiares

No caso brasileiro, as sociedades anônimas são fortemente marcadas por estruturas familiares e influência dos fundadores – e herdeiros – na gestão da companhia e na tomada de decisões estratégicas. Essa característica, também relacionada aos fatores históricos da formação da sociedade brasileira, tais como o patrimonialismo e o regime de grandes propriedades rurais representadas pelos latifúndios, que deram suporte à formação de uma elite colonial que ainda perdura, é objeto de análise por estudiosos no que concerne ao receio da perda de prestígio e de *status* (econômico e social) em decorrência da “perda” do controle de seus negócios²⁴.

²³ Pode-se falar, também, do incentivo a setores e empresas considerados estratégicos pelo Estado e da consolidação de uma estrutura monopolista drenadora de recursos, tais como abordadas por Lazzarini (*Op. Cit.*) e Calixto Salomão Filho em suas obras acerca do poder econômico estrutural e (sub)desenvolvimento.

²⁴ Cf. GORGA, Érica. *op. cit.* pp. 885-886: “*Land ownership in Brazil has always provided power and status. This is especially true in the Northeast region of the country where land ownership is still strongly connected to political power. Later in Brazil’s development, ownership of industry became one of the main forms of achieving status.*”

Sem dúvidas, os interesses da família fundadora também devem ser considerados dentro de um regime de governança corporativa sólido e voltado ao desenvolvimento sustentável da companhia, assim como também o devem os interesses de trabalhadores, dos consumidores, da comunidade e de outros acionistas.

Esse “centro de poder” que existe em grande parte das sociedades anônimas brasileiras²⁵, embora tenha sua importância porquanto parte do negócio desde o início e que pode trazer a debate nos órgãos decisórios questões que dizem respeito de forma mais profunda e cuidadosa à continuidade da empresa, ainda encontra sua relutância em ser minimizado sob a justificativa de maior profissionalismo, isto é, com uma administração mais independente das decisões e da influência da família. No estudo empírico conduzido por LAZZARINI²⁶ acerca da influência de pequenos grupos privados e Estado nas empresas, o que se vê ainda é a presença de famílias fundadoras mesmo em grandes companhias com expressiva participação no mercado de valores mobiliários, a *contrario sensu*.

Entretanto, qualquer tentativa de mudança ou dissolução desse centro de poder pode trazer consequências negativas, ainda mais em empresas menores. O afastamento do fundador dos processos decisórios²⁷ – até mesmo para dar lugar a herdeiros – pode culminar em crises empresariais de difícil resolução, inclusive em processos de recuperação judicial e falência²⁸. Se em um contexto monopolista, de poder econômico concentrado, essa medida é colocada à tona, no âmbito de PME, as medidas a serem adotadas podem ser mais eficazes se permitirem a coexistência desse centro de poder com outros interesses, contemplando algum mecanismo de solução orgânica de conflitos²⁹ ou a implantação de um programa estruturado de governança

When the traditional elites shifted towards ownership of industry, they sought to maintain the traditional form of organization by keeping full control of their new companies. Even today, modern entrepreneurs fight all reductions of their control 'rights'. Many opportunities for growth were lost because the controlling family 'feared' losing control of the business and decided to maintain their control.”

²⁵ Bem abordado por Sérgio Lazzarini em seu *Capitalismo de Laços* (*op. cit.*), no Capítulo 4, quando o autor traz alguns dados acerca das relações entre os centros de poder dentro de uma rede empresarial.

²⁶ *Idem*, Item 6.2, em que Lazzarini traz um panorama dos novos atores centrais após a “onda de IPO” na bolsa de valores de São Paulo nos anos 2000.

²⁷ Cf. ANDRADE FILHO, Sérgio Teixeira de. *Organização do Controle Societário na Sociedade Familiar*. São Paulo: Almedina, 2012; p. 9.

²⁸ Alguns exemplos marcantes, ainda que em empresas de maior escala, são o da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) e o conflito entre os herdeiros da família Steinbruch (<https://capitalaberto.com.br/temas/companhias-abertas-temas/briga-familia-steinbruch-ameaca-csn/>) e o da Cia. Muller de Bebidas (<https://exame.abril.com.br/revista-exame/o-preco-da-paz-para-os-herdeiros-da-51/>).

²⁹ Tal qual elucidado por Calixto Salomão Filho, in *O Novo Direito Societário*. 4. ed., rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 60: “Por solução orgânica ou estrutural quer-se significar a tentativa de resolver nos órgãos

corporativa (de forma a contrabalancear a relutância na perda de prerrogativas e benefícios privados do negócio), do que simplesmente mitigá-lo. Nesse caso, o que se está em jogo é a própria preservação da empresa.

Assim, uma PME no mercado de valores mobiliários brasileiro deve ver como necessárias medidas que privilegiem a transparência, o gerenciamento de informações³⁰ e certo nível de governança familiar³¹, como forma de atração de melhores investidores e de lidar, de maneira orgânica, com a existência e influência de um centro de poder de difícil – e porque não dizer, indesejável – superação.

1.3.2. Empresa como propriedade

Outra condição estrutural inerente às empresas brasileiras que aqui merece destaque por ser ainda mais visível nas PME é o tratamento dado a elas como parte de um regime de propriedade que merece proteção contra a intervenção de terceiros. Assim, em consideração aos aspectos históricos que ressaltaram a relação entre os direitos de propriedade e as empresas e as normas jurídicas que a regulam, nota-se a relevância que se dá à delimitação de quem é o proprietário e quem seriam “os outros”.

No caso das grandes empresas e daquelas inseridas fortemente no contexto do “capitalismo de laços” e dos “donos do poder” trazido por Lazzarini, o regime de propriedade fica evidente no “*emaranhado de laços corporativos entre atores públicos e privados – laços que se expressam por meio de interações ocorridas no âmbito da propriedade e dos instrumentos de controle das empresas*”³² e nas conexões estabelecidas entre os diversos grupos corporativos.

societários o problema de conflito, seja através da incorporação no órgão de todos os agentes que têm interesse ou sofrem as consequências da atuação em conflito, ou através da criação de órgãos independentes, não passíveis de ser influenciados por possíveis detentores de conflito potencial.” Além desse conceito, como será abordado, no caso das PME, a solução orgânica de conflitos também poderia ser contemplada em acordos de acionistas, considerando a realidade e a particularidade da estrutura de poder intrínseca a essas empresas.

³⁰ Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relações com Investidores: da pequena empresa ao mercado de capitais / Instituto Brasileiro de Relações com Investidores; Comissão de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: IBRI: CVM, 2014. p. 63.

³¹ Cf. apontado em INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. *Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias da América Latina. Desafios de Governança Corporativa nas Empresas Familiares*. Washington: publicação em 2010.

³² LAZZARINI, Sérgio. *Capitalismo de Laços: os donos do Brasil e suas conexões*. (Op. Cit.). p. 16.

Dado o contexto de concentração econômica que se mostra no Brasil, nota-se a confusão acentuada entre *propriedade* e *controle*: na sociedade anônima, o controle é comumente atribuído a um acionista ou grupo de acionistas; na empresa³³, esse acionista controlador norteia as principais decisões empresariais sem considerar, muitas vezes, demais interesses envolvidos, atrela as deliberações dos administradores aos seus próprios interesses – não raramente de curto prazo – e expropria outros acionistas, trabalhadores, outras empresas e a própria comunidade onde a companhia desenvolve suas atividades.

No caso das PME, embora se possa falar, em certa medida, das mesmas questões presentes no contexto das grandes empresas, o regime de propriedade se mostra não só nas ações ordinárias que um acionista detém e que lhe conferem uma série de direitos – como o de eleger a maioria dos administradores ou fazer prevalecer seus interesses em assembleias gerais –, mas também no apego do sócio fundador e na dificuldade em lidar com interesses de outros agentes.

O fundador, quando vislumbra profissionalizar seu negócio e alienar parte do que ele considera sua *propriedade* em uma empresa, o faz com a ciência, por vezes, de que terá seu papel frente à companhia e à empresa diminuído em prol dessa profissionalização. O profissional, o investidor, passa a se valer, então, de algumas tendências do direito posto, como medidas compensatórias³⁴, visando a disciplinar as condutas do fundador e desses outros agentes. Em linha com o que já enfatizou SALOMÃO FILHO³⁵, considerando um cenário de grande concentração de poder e a natural tendência ao abuso, o direito, se pautado em normas de conduta³⁶, apenas contribui para sedimentar um padrão comportamental de neutralidade e aceitação desse poder e dessa propriedade disfuncional.

³³ Aqui tratada de forma distinta à ideia de sociedade e em uma acepção mais ampla, tal como abordado por Sheila C. Neder Cerezetti em *A Recuperação Judicial de Sociedade por Ações. O Princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência*. São Paulo: Malheiros Editores, 2012, p. 176: “A empresa é vista, sob o mesmo panorama, não tanto como o resultado de uma associação de acionistas, mas como uma organização que agrega múltiplos participantes e, portanto, distintos interesses, e cujo propósito não pode se limitar à maximização de lucros, mas deve alcançar o bem comum, por meio da coordenação dos mesmos interesses. É justamente a compreensão da empresa como organização – ou seja, como ente capaz de coordenar interesses – que permite que a expressão ‘preservação da empresa’ seja aceita como elemento mínimo a todos os participantes”.

³⁴ Tais medidas compensatórias serão tratadas no Capítulo 2 no âmbito do diagnóstico que se faz do regime societário.

³⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário (Op. Cit.)*. pp. 56-57; *Monopolies and Underdevelopment. (Op. Cit.)*; “Conclusion: the end or beginning of history?”. p. 160.

³⁶ Embora, no direito societário, se tenha bastante clara a regra que visa a coibir condutas que se relacionam ao abuso de poder de controle, o comportamento continuado e tido como normal, como padrão, passaria a não ser mais sancionado por uma norma de conduta, porquanto essa disciplinaria uma conduta excepcional.

Na atual configuração do mercado de valores mobiliários brasileiro, ainda bastante marcado pela presença desses investidores profissionais³⁷, como se verá no Capítulo seguinte, as PME encontrariam certos entraves e resistência na busca pela integração de interesses diversos e na suplantação do modelo clássico de propriedade para aquele mais próximo do institucionalista integracionista³⁸.

Dada a influência de fatores estruturais³⁹ presentes na economia e sociedade brasileiras, como brevemente abordado neste Primeiro Capítulo, e as tentativas até então bem-sucedidas de garantir a perpetuação de um poder concentrado em poucos agentes e a manutenção de uma estrutura geradora de ganhos privados, indubitavelmente quaisquer mudanças estruturais no sentido de restringir esse poder tende a encontrar fortes entraves, embora sejam necessárias. Assim, se a realidade é marcada pela captura de instâncias públicas por entes privados e se determinados agentes conseguem usar o aparato estatal como um garantidor e protetor do seu direito, este se torna forte⁴⁰. E a realidade da aplicação do instituto da propriedade à empresa e seus reflexos na economia tem sido um controle cada vez mais forte e apropriador de instituições públicas.

1.3.3. Acordos parassociais e governança das PME

Também bastante ligados à essa ideia de propriedade sobre a empresa, os acordos parassociais, notadamente aqueles celebrados entre acionistas de uma companhia com o intuito de regular questões acerca de deliberações em assembleias gerais, acordos prévios quanto à votação sobre determinadas matérias, ingresso e saída de acionistas e outras matérias de interesse comum, têm

³⁷ Aqui não necessariamente adotado conforme a definição de *investidor profissional* trazida pela Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014.

³⁸ Como bem explorado por Calixto Salomão Filho em *Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial*. pp. 165-168.

³⁹ L. Bebchuk e M. Roe (in *A theory of path dependence in corporate governance and ownership*. Columbia Law School Working Paper Series. Nov/1999) indicam a forte influência de condições estruturais, no que concerne a estruturas de propriedade, nas estruturas que advém com o tempo. Os autores, ainda, reforçam a relutância de grupos que detêm o poder de controle em uma companhia em acessar o mercado de valores mobiliários, considerando um cenário de maior pressão para consideração de interesses diversos e de mitigação de condutas expropriatórias ou que tragam mais benefícios privados a esses agentes do que à coletividade (pp. 8-9).

⁴⁰ Cf. Kennedy, David. *Some Cautions about Property Rights as a Recipe for Economic Development*, oct/2010. p. 21.

sido tratados como “sociedades de fato”, porquanto têm um viés associativo, mas não constituem, legalmente, uma sociedade *per se*⁴¹.

Disciplinados pela Lei das Sociedades por Ações em seu artigo 119, tais acordos são os exemplos mais comuns de acordos parassociais que integram a estrutura presente nas empresas brasileiras e, no contexto aqui abordado, pode-se dizer que estão intrinsecamente relacionados à existência de um centro de poder dentro da empresa, mais do que à organização de interesses diversos e tentativa de soluções orgânicas a conflitos de interesse.

No primeiro caso, ao se falar em poder econômico e em sua consequência mais direta relativa à dificuldade no tratamento da informação compartilhada e à troca comunicativa entre os agentes, possibilita a perpetuação de relações desequilibradas entre eles⁴². Alguns exemplos de cláusulas dispostas nesses acordos parassociais (vide abaixo)⁴³ servem mais como forma de disciplinar a atuação dos minoritários ou, em alguns casos, como medidas compensatórias a acionistas minoritários em relação à forte ingerência do controlador nas decisões societárias. No caso de PME, se um grupo de acionistas minoritários aliena parte das ações/quotas de sua titularidade a um terceiro que passará a controlar a sociedade e a empresa, poderá ficar sujeito a uma série de regras que limitarão esses indivíduos à mera função de “sócios com participação nos lucros e nas perdas”, sendo o direito de voto completamente esvaziado.

Assim, temos:

(i) *vedação à celebração de outros acordos de acionistas/quotistas que não aquele celebrado com o controlador*: cláusulas nesse sentido podem impedir que os minoritários celebrem algum acordo parassocial entre eles, inclusive com o intuito de organizar interesses que, eventualmente, sejam comuns e mais alinhados à atividade desenvolvida pela

⁴¹ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*, 4. ed., rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 127.

⁴² Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Monopolies and underdevelopment*. op. cit. p. 159: “Both ideas of communicative action and the deficit of knowledge of information imply and require confrontation with economic power structures. One of the greatest impediments to the transmission of information and communicative exchange is economic power. A hub of knowledge and information not only disrupts the relationship instantly but also allows the perpetuation of a relationship of imbalance, since it prevents the party without power from being able to acquire information or knowledge.”

⁴³ Os exemplos citados foram extraídos da análise de acordos de acionistas celebrados no âmbito de determinado grupo econômico. Os minoritários das sociedades anônimas cujos acordos parassociais foram analisados são profissionais de uma mesma categoria; o controlador direto, uma sociedade *holding* e, o indireto, fundos de investimento em participações, incluindo fundos estrangeiros, ligados a banco de investimentos.

sociedade do que aqueles manifestados pelo controlador. Elas retiram dos minoritários, assim, qualquer prerrogativa de organizar seus interesses inclusive como forma de defesa em relação às decisões do controlador e vinculação dos administradores da sociedade a elas⁴⁴;

(ii) *estabelecimento de quóruns de aprovação elevados para determinadas matérias*: ainda é comum, sobretudo no âmbito de PME, que o controle (nos termos da conceituação trazida pela Lei das Sociedades por Ações) seja decorrente da maior participação de um agente no capital social da sociedade. Assim, o estabelecimento de quóruns elevados, na maior parte das vezes, permite que o majoritário (também controlador) tenha o poder de aprovar sozinho certas matérias que sejam de seu interesse, mas não necessariamente relacionadas ao interesse direto dos sócios. Nesse sentido, pode-se indicar (a) a aprovação para a realização de operações societárias (incorporação, cisão, etc.) entre sociedades de um mesmo grupo econômico, visando, sobretudo, a benefícios para uma das sociedades, incluindo fiscais (aproveitamento de ágio, redução de prejuízo fiscal, etc)⁴⁵; e (b) a concessão de garantias pela companhia a terceiros, o que pode beneficiar financiamentos pretendidos pelo controlador.

(iii) *representação da sociedade apenas pelo administrador designado pelo controlador*: sob o pretexto de facilitar o dia-a-dia da sociedade, determinados contratos, sobretudo aqueles que não dependem da submissão à Assembleia Geral, podem ser celebrados apenas com a representação pelo diretor indicado pelo controlador, sem qualquer ingerência do

⁴⁴ Marcelo B. Sacramone (“Acordo de Acionistas e Eficiência da Companhia”, in *Estudos de Direito Empresarial* / coord.: Claudio Lamachia, Sheila C. Neder Cerezetti, Gustavo Ramiro Costa Neto. Brasília: OAB, Conselho Federal, 2019, pp. 433-478) adota uma postura contrária ao entendimento de que a vinculação dos administradores aos acordos de acionistas se daria apenas nos casos em que os acordos de acionistas versassem sobre o poder de controle, por considerar que este seria um “*tratamento legislativo desigual e injustificado*” e que “*agravaria ainda mais a já alarmante disparidade entre os poderes do controlador e do acionista minoritário no ordenamento jurídico brasileiro (...)*”. Compartilhando dessa mesma crítica, no sentido aqui tratado, a tentativa de organização de interesses pelos minoritários por meio da celebração de um acordo parassocial entre eles, sem a participação do controlador, também deve ser observada pelos administradores da sociedade na tomada de decisões – se este é o entendimento acerca da vinculação destes aos acordos de acionistas. Ressalta-se, entretanto, que a disparidade mencionada pelo autor já é agravada com disposições como essa do exemplo quanto à limitação à celebração, pelos minoritários, de outros acordos, sob pena de não gerar eficácia perante terceiros e também não imputar qualquer obrigação aos administradores da sociedade.

⁴⁵ Uma medida legal – embora mais extrema – que poderia ser utilizada no caso de prejuízo à sociedade envolvida em determinada operação societária que vise a um benefício à sociedade controladora é a trazida pelo artigo 246 da Lei das Sociedades por Ações, qual seja, ação contra a companhia controladora visando à reparação de danos causados à companhia controlada.

outro diretor – se ele for indicado pelos minoritários. Se o acordo de acionistas/quotistas, ou qualquer outro documento que regule a relação entre a sociedade e seus sócios, não prevê a obrigatoriedade da prestação de informações em minúcia, o representante dos minoritários sequer poderá ter ciência das decisões hodiernas, inclusive para fins de prestação de contas aos sócios.

(iv) *insuficiência na prestação de informações obrigatórias*: cláusulas nesse sentido preveem apenas a prestação de informações para fins de declaração anual de imposto de renda dos sócios pessoas físicas, mas não aquelas pertinentes às principais decisões tomadas, oportunidades de negócio, contratos celebrados, etc.

Assim, mesmo sendo o acordo de acionistas um instrumento potencialmente apto a estimular um regime de cooperação entre os sócios e, por que não, ser utilizado também como meio de solução de conflitos, é utilizado com forma de sedimentar ainda mais a realidade estrutural brasileira de concentração de poder dentro dessas instâncias menores. Nas palavras de Calixto Salomão Filho, “[n]ão é possível negar a existência de centros parassocietários de poder. É preciso então torna-los públicos e discipliná-los, exatamente para que não se tornem incontroláveis.”⁴⁶

Nos exemplos de disposições parassocietárias acima, é notável que o ideal de cooperação intrínseco a uma sociedade, o vínculo societário em sua raiz, é mitigado para dar lugar a relações, por vezes, societariamente desequilibradas entre minoritários e controladores. Assim, diante dessa realidade estrutural, cria-se um ambiente de desconfiança dos primeiros em relação ao segundo, uma vez que, enquanto os primeiros podem ter, ainda, interesses mais diretamente relacionados aos negócios da sociedade e à finalidade das atividades por ela desenvolvidas⁴⁷, o segundo não raramente tem seus interesses mais próximos ao retorno econômico-financeiro do negócio.

⁴⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário (Op. Cit.)*. p. 128.

⁴⁷ Como elucidado no tópico anterior, considerando a realidade estrutural de PME de apego dos sócios fundadores ao negócio e maior envolvimento destes com a atividade central da sociedade (vide os casos de crise empresarial abordados anteriormente), não raro os minoritários são aqueles que atuam na consecução do objeto social (forma direta) ou que coordenam, gerenciam, os executores (forma indireta), de modo que suas atividades hodiernas convergem para o desenvolvimento da atividade macro desenvolvida pela sociedade.

No tocante à discussão acerca da vinculação – ou não – dos administradores da sociedade ao acordo celebrado entre os sócios/acionistas, embora não seja aqui o foro mais adequado para se debruçar em minúcia sobre tal questão, cumpre mencionar outra característica estrutural e que também está relacionada aos aspectos de propriedade e centro de poder ora abordados, que é a estrita observância, pelos administradores, do interesse social, o que, a nosso ver, não se confunde com os interesses disciplinados por um grupo de sócios/acionistas⁴⁸. Mais do que a geração de dividendos pela sociedade e distribuição aos sócios⁴⁹, ele deve ser orientado, também, à internalização de diversos outros interesses que permeiam o seio social⁵⁰, tais como de trabalhadores, consumidores e a comunidade mais diretamente impactada pelas atividades aí desenvolvidas. E os administradores têm um papel fundamental na promoção dessa internalização enquanto executores e gestores das principais atividades da empresa e de seus efeitos em relação a terceiros.

O que mais se teme como consequência desses acordos e decorrente da vinculação, ainda que não expressamente disposta em acordo, é a criação de Conselhos de Administração extremamente esvaziados de conteúdo e discussões (mormente quando seus membros são os próprios acionistas ou seus representantes, no caso de fundos de investimento, por exemplo)⁵¹

⁴⁸ Nesse sentido é o artigo 154 da Lei das Sociedades por Ações, sobretudo o §1º, estabelecendo a obrigação dos administradores de exercer as atribuições a eles conferidas pela lei e pelo estatuto social para “lograr os fins e no interesse da companhia”.

⁴⁹ Posição manifestada por Marcelo Sacramone (*op. cit.*) ao tratar do ato de constituição de uma sociedade por um grupo de pessoas. Como ente dinâmico e parte de um sistema igualmente dinâmico, para os fins ora propostos entende-se a sociedade e a empresa como institutos que, embora não abandonem o escopo inicial que motivou sua criação – que, conforme aponta Sacramone, é o resultado de uma maximização da “*utilidade pessoal através da comunhão coletiva de esforços e capitais*” (p. 467), - também devem ressignificar sua atuação tendo como norte o impacto que a atividade por elas desenvolvida gera em toda a sociedade. O interesse social, se visto sob essa perspectiva, extrapola a mera comunhão de esforços de agentes privados.

⁵⁰ Tal como aponta Waldírio Bulgarelli, essa composição de interesses diversos é o cerne do que se entende por “função social” no âmbito do Direito Societário: “[p]or função social deve-se entender, no estágio atual do nosso desenvolvimento sócio-econômico, o respeito aos direitos e interesses dos que se situam em torno da empresa. Daí que a doutrina brasileira assinala essa função relativamente aos trabalhadores, aos consumidores e à comunidade, o que parece evidente (*A Teoria Jurídica da Empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985. p. 284.)

⁵¹ Embora Érica Gorga e Marina Gelman tenham críticas acerca da vinculação dos membros do Conselho de Administração às disposições de acordos de acionistas, indicando, também, o esvaziamento da competência desse órgão (in *O esvaziamento crescente do Conselho de Administração como efeito da vinculação de seu voto a acordos de acionistas no Brasil*, cit. SACRAMONE, Marcelo (*op. cit.*); p. 457), assim como Otávio Yasbek, que sinaliza a necessidade de separar a administração do controle, no sentido de ser “(...) da natureza da sociedade anônima a autonomização da administração em relação aos detentores de ações” (in “A vinculação dos administradores das sociedades aos acordos de acionistas”. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*. São Paulo: Almedina, 2015), críticas nesse sentido ainda parecem ser bastante voltadas aos aspectos estruturais da macroempresa, em não das PME. Nestas últimas, a realidade estrutural do esvaziamento do Conselho de Administração e a confusão entre seus membros e o controlador é algo a se considerar. Ainda que não desejável e

e que elegem executivos que farão valer seus interesses acima de quaisquer outros que potencialmente sejam divergentes. A Diretoria Executiva passa, assim, a ser composta de meros executores de tarefas de órgãos hierarquicamente superiores, sem qualquer – ou pouco – poder decisório acerca dos rumos da companhia. A vinculação, nesse sentido, é tácita, e notável é a influência dos acordos parassocietários na relação social em sua integralidade, que, por vezes, substituem – e não complementam – disposições estatutárias e legais.

No caso de PME, esse cenário tende a ser bastante comum em razão do reduzido número de sócios – logo, de interesses diversos –, e da facilidade em disciplinar a atuação dos administradores em prol de disposições negociadas de forma privativa entre os sócios. No exemplo de grupo econômico cujas disposições dos acordos de acionistas foram aqui trazidas, cada PME que desenvolve a atividade em determinado nicho de mercado em certa região gera um impacto local direto, para um determinado público e emprega pessoas daquela região, sendo bastante incongruente – ou até mesmo equivocada – admitir que aquela PME tem como fim unicamente a geração de dividendos ao controlador ou a satisfação, em primeira instância, de interesses que parecem distantes da realidade dessa empresa.

Como elucidado⁵², as críticas doutrinárias acerca do instituto dos acordos parassociais e sua relação com os administradores das sociedades ainda são voltadas à realidade estrutural da macroempresa. A realidade das PME merece ser vista sob uma nova visão, considerando, inclusive, uma melhor interpretação de dispositivos legais, de modo a acomodar esses aspectos estruturais tão próprios às PME e possibilitar maior ingerência do Direito nessa forma de organização, sobretudo visando à maior independência dos administradores e maior poder decisório aos diretores, mitigando a atuação incisiva – e por vezes lesiva – do acionista controlador⁵³.

sendo esse um cenário de difícil ingerência e superação na prática, faz-se ainda mais necessário tratar os acordos de acionistas nessa seara mais como uma forma de organização de interesses e alinhamento em relação à consecução do interesse social da sociedade do que delimitar uma posição de controle.

⁵² Vide nota 50 supra.

⁵³ Para F. K. Comparato (*O poder de controle nas sociedades anônimas. Op. Cit.* p. 119), o controlador assume um verdadeiro papel de órgão societário, um “centro de competência”, com funções próprias, como, no caso brasileiro, as de orientar e dirigir as atividades sociais. Diante disso, entende-se que o acionista controlador tem, então, grande foco na sociedade, porquanto é o órgão responsável pela direção dos negócios sociais, ainda que, como deixa claro o artigo 116 da Lei das Sociedades por Ações, isso deva ser feito sempre em observância ao melhor interesse da companhia e em consideração aos demais interesses inerentes a ela e aos seus negócios.

1.3.4. Formas societárias

No Brasil, como se nota, a sociedade anônima ainda representa uma forma societária custosa em virtude da quantidade maior de obrigações periódicas e custos elevados com publicações, o que torna a estrutura, em si, mais burocrática em relação à sociedade limitada. No caso de empresas menores, uma preferência na constituição de sociedades limitadas em relação às anônimas encontraria, aí, uma justificativa, considerando, também, a aplicação de um regime menos robusto – o previsto no Código Civil – e uma estrutura de governança que, via de regra, tende a ser mais simples.

Entretanto, sendo este um trabalho que procura fazer um diagnóstico estrutural da realidade do Direito Societário e das disposições aplicáveis ao mercado de valores mobiliários em relação ao acesso de PME a formas de financiamento contempladas nessa seara, a análise terá como foco as sociedades anônimas e a obtenção de recursos por meio da emissão de ações para negociação nesse mercado.

Assim, ainda que o acesso de sociedades limitadas regidas supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações a recursos oriundos de captação via emissão de valores mobiliários, mormente por meio de títulos de dívida como as debêntures, gere discussões bastante profícuas e necessárias, optou-se por não aprofundar esse tópico no presente estudo e enfatizar outros aspectos, relacionados às sociedades anônimas, que também podem beneficiar as empresas menores.

No contexto das PME, poder-se-ia assumir que, em razão do reduzido número de sócios, o estímulo ao comportamento cooperativo entre eles na persecução dos objetivos sociais, a transparência e comunicação tendem a ser maiores e mais evidentes do que nas grandes empresas⁵⁴, mesmo que o cenário macro seja ainda marcado pela noção de propriedade sobre a empresa e por estruturas de governança bastante centradas nos interesses dos fundadores e herdeiros e que a sociedade anônima represente, aí, uma das formas societárias mais bem sucedidas na garantia de interesses essencialmente individualistas de uma minoria. Nesse sentido, como enfatiza CALIXTO SALOMÃO FILHO, sem um estímulo jurídico apropriado como

⁵⁴ Calixto Salomão Filho (in *Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial. op. cit.* p. 159), ao citar o estudo de R. M. Axelrod sobre a evolução da cooperação, aponta alguns fatores que podem induzir o comportamento cooperativo, sendo eles: “[p]equeno número de participantes da relação (acionistas), ampla e simétrica informação sobre o comportamento alheio e dependência recíproca”.

indutor da cooperação em um ambiente de concentração de poder, esta encontra dificuldades em subsistir⁵⁵.

Não obstante esse importante apontamento, como se notou da análise de cláusulas previstas em acordos de acionistas, em que o centro de poder fica evidente e bem delimitado, ainda que a estrutura de uma PME tenha dois dos fatores relacionados a ela intrínsecos – o número de participantes da relação e a dependência recíproca (neste caso, o controlador-investidor depende dos minoritários envolvidos com o negócio da sociedade para alcançar suas metas de investimento, ao passo que os últimos dependem do primeiro como forma de financiar o desenvolvimento da empresa) –, a disfuncionalidade do poder baseada na estrutura da relação em si afasta qualquer tentativa de manter uma simetria informacional.

Embora essa primeira crítica tenha sido aqui apontada de forma preliminar ao diagnóstico que se fará no capítulo seguinte, faz-se necessário compreender mais esse aspecto estrutural concernente às PME e que potencialmente tem o condão de afastá-las do que se espera ser um mercado de valores mobiliários promotor do desenvolvimento.

Por fim, e de forma bastante breve, também é interessante ressaltar algumas tentativas que se discutiram nos últimos anos ou que vêm sendo discutidas atualmente acerca de possíveis formas societárias a serem adotadas por empresas menores. A mais expressiva delas, a Sociedade Anônima Simplificada, foi apresentada pelo Projeto de Lei nº 4.303/2012, no qual discutiu-se a alteração e revogação de alguns dispositivos da Lei das Sociedades por Ações, de modo a possibilitar que, por meio de um regime especial, companhias que possuam receita bruta anual inferior a R\$300.000,00 possam adotar uma forma simplificada de regulamentação, sob a justificativa de “*prover, à pequena e média empresa, organização jurídica por meio de forma societária de disciplina consolidada, um manejo simples e barato, sem prejuízo da certeza e segurança jurídicas*”⁵⁶.

⁵⁵ *Idem.* p. 159.

⁵⁶ Inteiro Teor do Projeto de Lei nº 4.303/2012 está disponível em <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=553029> (acesso em 23.05.2019). Tal Projeto de Lei havia sido arquivado por alguns anos e, no início de 2019, foi desarquivado e com autorização para recebimento de emendas.

Outra, objeto de discussão mais recente, e que merece destaque aqui, foi a tentativa de inclusão, na Lei das Sociedades por Ações, do artigo 294-A⁵⁷, que possibilitaria à CVM a regulamentação acerca de dispensas do cumprimento de exigências previstas em tal Lei para companhias que a autarquia definir como PME, visando ao acesso ao mercado de valores mobiliários. No terceiro capítulo, tal medida será objeto de análise de forma mais propositiva e voltada à noção estruturalista que se pretende ter como norte.

⁵⁷ Artigo foi considerado no texto inicial da Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019. No entanto, com a conversão da referida MP em Lei, a proposta de inclusão de tal artigo na Lei das Sociedades por Ações não foi contemplada no texto legal.

2. DIAGNÓSTICOS: ORGANIZAÇÃO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS E DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Complementarmente aos aspectos históricos trazidos no capítulo anterior e a abordagem, ainda que breve, acerca do caminho de dependência criado no cenário institucional, serão considerados alguns entraves que, aqui, assume-se ter relação com esse contexto estrutural histórico. O mercado de valores mobiliários, como se verá, é uma dessas estruturas oriundas de uma estrutura maior de fundo colonial concentradora de poder econômico, porquanto é utilizado em larga escala para direcionar recursos a setores e empresas estratégicos⁵⁸ em detrimento de empresas de menor porte e de políticas de incentivo ao desenvolvimento regional. Nesse sentido, as estruturas econômicas, por meio de todo o aparato por elas fundado e seus agentes, pressionam o Estado para positivar determinados interesses em detrimento de princípios gerais⁵⁹ que se mostram inócuos frente a essa captura⁶⁰. No âmbito do Direito Empresarial e das relações no mercado de valores mobiliários, os laços de patrimonialismo e dependência, que comumente substituem o Direito pelo poder, não têm criado um ambiente permissivo a mudanças institucionais realmente transformadoras da realidade social, notadamente que permita a inclusão de outros agentes, como as PME.

Assim, o presente capítulo terá como intuito analisar, sob a forma de um diagnóstico, quais seriam esses entraves⁶¹ – na legislação, na regulação e autorregulação – e de que forma eles

⁵⁸ Quanto à essa questão específica, é necessário ressaltar que a Medida Provisória nº 881/2019 (convertida na Lei nº 13.874/19) outrora mencionada trazia, dentre as “garantias de livre iniciativa” indicadas no artigo 4º, o papel da Administração Pública de usar sua competência regulatória de modo a evitar o abuso de poder econômico de modo a, indevidamente, “criar privilégio exclusivo para determinado segmento econômico, que não seja acessível aos demais segmentos”. Tal dispositivo, entretanto, foi suprimido na Lei nº 13.874/19, sem qualquer justificativa na mensagem de veto, o que deixa evidente a preocupação do atual governo em excepcionar a permissão de direcionamento de recursos financeiros e a concessão de privilégios a certos segmentos da economia em detrimento de outros. Em suma, mais uma oportunidade perdida para se discutir propostas para uma economia mais inclusiva, acessível e menos subserviente a estruturas de poder concentrado.

⁵⁹ Como exemplo, a “função social da empresa” (art. 116 da Lei nº 6.404/76), os limites das decisões empresariais (art. 117, §1º, c da Lei nº 6.404/76) e o estímulo aos investimentos de longo prazo em ações de companhias abertas (art. 4º, II da Lei nº 6.385/76).

⁶⁰ Em abordagens sobre a sobreposição das relações formais por vínculos, Sérgio Buarque de Holanda, ao afirmar que os vínculos mais imediatos entre os indivíduos no período colonial se sobrepunham às “*relações formais que constituem norma ordinária nos tratos e contratos*” (in *Raízes do Brasil*. São Paulo: Companhia das Letras, 1997. p. 133) e Raymundo Faoro, ao denominar essa rede de vínculos de apoio mútuo, precipuamente entre particulares e Estado de “rede patriarcal” (in *Os Donos do Poder...* (Op. Cit.). pp. 38).

⁶¹ Sob uma perspectiva jurídico-estruturalista à linha do que propõe Calixto Salomão Filho, o diagnóstico é necessário como forma de buscar em quais momentos o direito “(...) *é com enorme frequência influenciado, quando não determinado, pelas relações de poder e interesse na sociedade*. Assim, regras são descumpridas ou cumpridas

afetam, direta ou indiretamente, o acesso de novas empresas e novos investidores ao mercado de valores mobiliários⁶². A premissa central para que tais gargalos possam ter relação com a questão do acesso reside nas características estruturais apontadas no capítulo anterior e que, para a finalidade ora proposta, é o conceito de PME aqui criado, não obstante os conceitos aplicados em outros ambientes.

2.1. Lei das S.A. e seus objetivos primordiais

CARVALHOSA, em sua análise sobre a primeira versão da Lei das Sociedades por Ações, afirmou que “*uma nova lei de S.A. não pode deixar de atender à realidade socioeconômica brasileira e à efetiva dimensão comparativa da empresa nacional: média e pequena empresa*”⁶³. Tratando da facultatividade dos principais institutos modernizadores⁶⁴ que a primeira versão da referida Lei trazia, o autor enfatiza que somente as grandes empresas, mais estruturadas, poderiam deles se valer, acentuando a hegemonia delas a despeito da realidade econômica brasileira, em que há predominância de empresas menores⁶⁵.

Tal como abordado no primeiro capítulo, a Lei das Sociedades por Ações brasileira claramente procurou refletir estruturas e práticas de outros mercados – mais desenvolvidos em termos de negociações entre investidores e grandes empresas – e pouco se analisou a realidade de nossa economia e sociedade para que tal Lei pudesse ser melhor implementada, sobretudo considerando essa preponderância de empresas de menor porte, que necessitam de um olhar diferente quanto aos seus aspectos estruturais⁶⁶.

muito mais em função dos interesses envolvidos na relação e de seu poder relativo do que da efetiva existência e do conteúdo dos princípios e regras existentes.” (in “O Avesso do Direito Empresarial”, *Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial*, op. cit. p. 123.)

⁶² Ainda quanto à importância do diagnóstico de um determinado contexto institucional visando à compreensão de seus resultados, Elinor Ostrom afirma que “[a]s *institutional analysts asked to diagnose why perverse outcomes occur and to propose ways to improve the outcomes of many action situations, on the other hand, we have to dig below and learn how rules create the set being analyzed. One cannot improve outcomes without knowing how the structure is itself produced* (Eggerstsson 2005).”

⁶³ CARVALHOSA, Modesto. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas: Seu Modelo Econômico*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977. P. 159.

⁶⁴ Carvalhosa (*Op. Cit.*) trata a Lei nº 6.404/76 como “lei de opções” e cita como exemplos de facultatividade o regime de capital e a disposição acerca do valor nominal das ações.

⁶⁵ Estatísticas sobre presença das pequenas e médias empresas em diversos setores da economia brasileira: http://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/UFs/SP/Pesquisas/Panorama_dos_Pequenos_Negocios_2018_AF.pdf

⁶⁶ Já nas discussões no Congresso Nacional à época do trâmite do Projeto de Lei que originou a primeira versão da Lei das Sociedades por Ações, essa preocupação foi colocada à mesa, sobretudo no discurso proferido pelo Sr.

Nota-se, assim, que as sociedades anônimas também contribuíram para que se estabelecesse um tratamento disfuncional que permitiu a drenagem de recursos tão quista às estruturas de poder econômico, sobretudo com a chamada “política de campeões nacionais”, por meio da qual grandes empresas brasileiras poderiam competir diretamente com gigantes estrangeiras, inclusive às custas de investidores, do mercado interno, de trabalhadores e de outros setores e empresas.

Nesse sentido, dadas as condições históricas já analisadas e que muito contribuíram para a consolidação de discrepâncias estruturais na economia e na sociedade brasileiras, é possível observar que, dentre as empresas brasileiras, aquelas que se desenvolveram após o período colonial mantiveram o padrão de produção típico de países subdesenvolvidos, isto é, refletindo o legado do colonialismo e a demanda dos países centrais⁶⁷. Não pareceu, de fato, haver nesses “campeões nacionais” maior consideração de outros interesses que não os de seus controladores, tampouco qualquer preocupação quanto à superação das desigualdades regionais no País.

E a essas mesmas empresas – normalmente de grande porte – foram conferidos tratamentos diferenciados, seja por meio de uma sofisticada Lei das Sociedades por Ações, seja por um mercado de valores mobiliários focado no escoamento de recursos para o desenvolvimento dessas atividades consideradas “estratégicas” pelos entes políticos e econômicos. Essa disfuncionalidade, observa-se, criou verdadeiros “escudos” no mercado de valores mobiliários, com afastamento de investidores de varejo e de empresas de menor porte, e permitiu que a confusão entre *propriedade* e *controle* se tornasse ainda mais evidente.

Deputado Célio Marques Fernandes, do ARENA, ao dizer que “(...) o projeto é ambicioso; algumas soluções encontradas pelos seus autores nem sempre têm origem em deficiências já experimentadas no decorrer das quase quatro décadas de vigência da nossa atual lei das sociedades anônimas. Muitas dessas soluções representam, em realidade, importação de modelos alienígenas, cuja introdução no universo jurídico brasileiro não derivaria propriamente de uma necessidade sentida mas, antes, de uma ânsia de inovar ou, às vezes, de copiar, cuja validade é, no mínimo, discutível”. Disponível em <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD31AGO1976.pdf#page=23>. Ainda nessa seara, analisando os discursos proferidos no Congresso Nacional, nota-se que, em diversos momentos, alguns deputados apontam que o trâmite do Projeto de Lei que originou a Lei das Sociedades por Ações foi bastante rápido e com pouco tempo para uma análise mais profunda, que permitisse, inclusive, maior aprofundamento em questões estruturais e um olhar mais apurado frente à realidade brasileira.

⁶⁷ Assim enfatiza Gunnar Myrdal: “*The pattern of production in most less-developed countries reflected the legacy of colonialism and neocolonialism*” (in CYPHER, James M.; DIETZ, James L. *The Process of Economic Development*. Cap. 6 – “Heterodox theories of economic development”. p. 176). Ainda, para Myrdal, o Estado nos países subdesenvolvidos seria uma instituição subserviente à classe social dominante, conforme apontam Cypher e Dietz.

Assim, considerando que as normas têm uma importância no sentido de estabelecer oportunidades, benefícios ou desvantagens aos indivíduos⁶⁸, a Lei das Sociedades por Ações representa um claro exemplo de normativo fruto das relações de dominação e captura brevemente abordadas no primeiro capítulo e, para que sirva a outros interesses e possa contribuir para a melhor organização de empresas de menor porte, mudanças legislativas ou até mesmo uma melhor aplicação de dispositivos já existentes são necessárias, sendo preciso analisar previamente esses dispositivos e os impactos que eles podem gerar nessa seara⁶⁹.

No caso da legislação societária brasileira, que claramente escolheu um foco, em detrimento da realidade que se apresenta, e foi construída sobre uma matriz institucional enviesada, a exclusão de empresas menores – ao fomentar uma estrutura burocrática e custosa – e o desestímulo ao empreendedorismo é uma realidade que parece corroborar a ideia de *path dependence* de estruturas históricas.

No caso da Lei das Sociedades por Ações, a Exposição de Motivos nº 196, que integra o Projeto de Lei 2559/1976, que a originou, deixa claro que o cerne era “*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*”⁷⁰, isto é, criar um ambiente juridicamente seguro e confiável para a mobilização da poupança popular e seu direcionamento para o desenvolvimento de atividades empresariais por companhias de capital brasileiro.

De fato, parece-nos que a intenção do legislador foi já idealizando um mercado de valores mobiliários pungente nesse sentido e com maior presença de pequenos investidores. No entanto, a realidade, mais de 40 anos da publicação da Lei das Sociedades por Ações, é de um mercado de valores mobiliários ainda marcado pela presença de grandes empresas, mais robustas e

⁶⁸ Nas palavras de Elinor Ostrom (in *Understanding Institutional Diversity*, op. cit.), “*the opportunities and constraints individuals face in any particular situation, the information they obtain, the benefits they obtain or are excluded from, and how they reason about the situation are all affected by the rules or absence of rules that structure the situation.*” (p. 3)

⁶⁹ Ainda nessa análise institucional conduzida por E. Ostrom, a autora ressalta que “[i]f the individuals who are crafting and modifying rules do not understand how particular combinations of rules affect actions and outcomes in a particular ecological and cultural environment, rule changes may produce unexpected and, at times, disastrous outcomes.” (in *Understanding Institutional Diversity*, Op. Cit. p. 3).

⁷⁰ Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. p. 1.

estruturadas em termos de governança⁷¹, e de investidores profissionais, como grandes instituições financeiras e fundos de investimento em participações.

Se a intenção primária era, ao que tudo aponta, ter um mercado de valores mobiliários com forte presença de pequenos acionistas (minoritários em um contexto de companhias abertas e que negocia seus valores mobiliários nesse mercado), e os dispositivos legais, conforme consta das diretrizes integrantes do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento – período de 1975 a 1979 –, mencionado em discurso na plenária do Congresso Nacional em 31 de agosto de 1976⁷², foram estruturados “com o objetivo de proteger as minorias acionárias”, resta evidente que sua aplicação carece de uma interpretação a isso voltada.

No que concerne ao porte das sociedades, o texto claramente traz a diferenciação entre as grandes empresas, que optariam pela estrutura mais complexa aplicável às sociedades de capital aberto, e as pequenas e médias, que conservariam uma estrutura, em tese, mais simples aplicável às companhias de capital fechado. Note que, sendo o mercado de valores mobiliários, sobretudo o acionário, voltado às companhias de capital aberto, já na Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações resta evidente a intenção de privilegiar grandes companhias em detrimento das menores no acesso a recursos financeiros oriundos da mobilização da poupança popular por meio desse mercado. Restaria, assim, às PME, uma forma de associação em grupos de sociedades ou conglomerados financeiros⁷³.

Em relação à delimitação do conceito de “acionista controlador” que a Lei das Sociedades por Ações traz em seu artigo 116, a Exposição de Motivos deixa clara a preocupação de sancionar o controlador de uma companhia que age em desconformidade com o objeto social desta. Considerando, então, que o contexto sociopolítico da época preconizava a defesa da grande

⁷¹ Segundo relatório de mercado de valores mobiliários disponibilizado pela ANBIMA, em 2018, foram 5 emissões no Novo Mercado, segmento de listagem que apresenta níveis de governança corporativa considerados “mais robustos”, contra 1 emissão no Nível 1, não se verificando emissões nos demais segmentos. No primeiro semestre de 2019, foram 10 emissões no Novo Mercado contra 2 no Nível 2, também não se verificando emissões nos demais segmentos. Relatório disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm (acesso em 08/08/2019).

⁷² Em Diário do Congresso Nacional, Seção I, pág. 8234, de 30 de agosto de 1976. Disponível em <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/D31AGO1976.pdf#page=23>.

⁷³ Em diversas passagens nos arquivos relativos ao trâmite do Projeto de Lei 2559/1976, congressistas apontam que a possibilidade conferida pela lei para que sociedades que possuem sinergia se associem em um grupo societário seria uma forma de dar maior solidez às PME. Indubitável é essa premissa, entretanto, como será adiante abordado, questões estruturais importantes deixam de ser consideradas. Uma delas, e que merece ser aqui colocada em debate, é a necessidade de uma PME se tornar “grande”, “robusta”, para que acesse o mercado de valores mobiliários.

empresa de capital nacional, o texto legislativo preocupa-se com o controle assumido por estrangeiros, que se afugentariam mais facilmente de “sanções morais da comunidade”⁷⁴. Assim, como a Lei das Sociedades por Ações é bastante categórica ao afirmar que o acionista controlador tem o poder-dever⁷⁵ de observar interesses de todos aqueles vinculados, de alguma forma, à companhia, tais como os próprios minoritários, os trabalhadores e a comunidade onde atua, entende-se mais fácil cobrar e sancionar um controlador nacional do que um estrangeiro – ou pelo menos é esse o argumento trazido na Exposição de Motivos.

Não obstante essa clareza do texto legislativo, a realidade mostra que nem sempre esses interesses – que são tratados como “outros”, em uma conotação de clara segregação – são considerados pelas companhias no exercício de suas atividades. No contexto societário brasileiro, majoritariamente marcado pela concentração acionária e pela larga participação de brasileiros no controle⁷⁶, parece não haver, ainda, uma preocupação com “sanção moral” de qualquer natureza ou com a consideração desses interesses todos a que o texto faz referência. A primazia é clara: o acionista controlador e seus interesses, fortemente relacionados à valorização de suas ações no mercado e ao retorno financeiro a qualquer custo.

No contexto das PME – cumpre esclarecer –, enquanto se ressaltou, no capítulo anterior, a presença de um centro de poder inerente a essas empresas menores e que sua dissolução poderia trazer mais efeitos deletérios do que benefícios a longo prazo, a primazia ao acionista controlador⁷⁷ que a Lei das Sociedades por Ações procura enfatizar relaciona-se mais ao grande acionista, ao controlador profissional, do que, diretamente, ao centro de poder das PME. Assim, considerando o diagnóstico que aqui se pretende fazer, indaga-se se uma PME que vise ao acesso ao mercado de valores mobiliários precisa, necessariamente, ser controlada por “profissionais do mercado” para que seus minoritários e *stakeholders* tenham uma proteção mais robusta do

⁷⁴ Cf. Seção IV, do Capítulo X, da Exposição de Motivos nº 196.

⁷⁵ Cf. COMPARATO, Fabio K. *O poder de controle nas sociedades anônimas*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 110.

⁷⁶ Cf. S. Lazzarini (*Op. Cit.*, cap. 2), acerca da centralidade e larga influência de grupos nacionais e do Estado no controle de empresas privadas, de modo a corroborar a afirmação de que “a globalização é um fenômeno local” de Bruce Kogut e Gordon Walker (*The small world of firm ownership and acquisitions in Germany from 1993 to 1997: the durability of national networks*”, *American Sociological Review*, v. 66, n. 3, 2001.)

⁷⁷ Aqui, uma clara referência ao conceito trazido por Lynn Stout de “*shareholder primacy*”, sobretudo quando a acadêmica afirma que “[s]hareholder primacy rhetoric also appealed to powerful interest groups. These included activist corporate raiders; institutional investors; and eventually, CEOs whose pay was tied to stock price performance”. Tal conceito será explorado em outros momentos ao longo do trabalho.

Direito ou se o Direito não poderia, também, considerar essa estrutura específica em um tratamento que concilie a legislação e a prática.

Quanto ao trâmite do Projeto de Lei que originou a Lei das Sociedades por Ações⁷⁸ e às discussões dos congressistas nessa seara, já se apontava a preferência, orientada pela política estatal da época, ao estabelecimento de um aparato robusto para grandes empresas. Assim é a tônica dos discursos do Sr. Deputado Francisco Amaral, do então MDB, ao trazer à plenária parecer elaborado por uma comissão da OAB contendo, dentre outras, críticas no sentido de que o anteprojeto “*volta-se, com prioridade, para a grande empresa, praticamente impedindo os pequenos e médios empresários de criarem sociedades anônimas*” e que “*pretende transplantar para a lei brasileira figuras e institutos da prática econômica norte-americana, ausentes da nossa tradição comercial e sem correspondência com a realidade brasileira*”⁷⁹ e do Sr. Célio Marques Fernandes, ao afirmar que “*(...) infelizmente, nós que esperávamos um projeto em melhores condições, vemos que este não vai resolver a situação. Pelo contrário, irá agravá-la. (...) Poder nacional não se forma com poder de banco, mas com o das empresas, pequenas, médias e grandes. Essa estória de se querer acabar com as médias e pequenas empresas e só ficar com as grandes vai criar uma situação muito difícil para a nossa Pátria*”⁸⁰.

Também fica bastante evidente, nos debates travados no Congresso Nacional entre os representantes do governo militar da época e da oposição, a polarização entre os interesses em voga. No caso da situação, o discurso do Sr. Deputado Getúlio Dias aponta no sentido de que os interesses maiores do Governo ao propor a alteração do regime aplicável às sociedades anônimas relacionar-se-iam à “*defesa das grandes empresas estatais*”; já no caso da oposição, segundo o Deputado, “*a preocupação (...) há de ser sobretudo a defesa da pequena e média empresas, a qual detém (sic) a maior representatividade do capital nacional*”⁸¹.

Corroborando – e complementando – tal posição, foi reforçada a ideia de que a constituição de grupos e consórcios de sociedades ou a organização sob as diretrizes de uma sociedade *holding*

⁷⁸ Importante ressaltar que o Projeto de Lei das Sociedades por Ações – 2559/1976 – tramitou no Congresso Nacional em regime de urgência, o que pode ter prejudicado discussões mais amplas, envolventes e profundas.

⁷⁹ Em Diário do Congresso Nacional, Seção I, pág. 1728, col. 1, de 1º de abril de 1976. Disponível em <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD01ABR1976.pdf#page=32>.

⁸⁰ Em Diário do Congresso Nacional, Seção I, pág. 8234, de 30 de agosto de 1976. Disponível em <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD31AGO1976.pdf#page=23>.

⁸¹ Em Diário do Congresso Nacional, Seção I, pág. 7191, col. 2, de 12 de agosto de 1976. Disponível em <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD12AGO1976.pdf#page=70>.

permitiria às PME melhor aproveitamento de recursos financeiros para o desenvolvimento de suas atividades. De fato, tal afirmação pode ser considerada verídica e relevante na prática, porquanto as PME ganham mais solidez, eficiência e disponibilidade de recursos se partes integrantes de um grupo econômico ou societário, mas tal análise ainda fica bastante limitada a esses aspectos operacionais mais diretos, não se contemplando outras características estruturais, mormente aquelas apontadas no primeiro capítulo⁸².

Nesse sentido, também no íterim do rápido trâmite legislativo do Projeto de Lei que culminou na Lei das Sociedades por Ações, a Comissão de Constituição e Justiça (CCJ), em defesa do Projeto, apresentou um parecer com algumas suposições bastante rasas e sem maiores justificativas. Uma delas, e que dialoga com as questões ora trazidas, diz respeito à afirmação genérica de que “[o] projeto disciplina, especial e objetivamente, a criação e o funcionamento de todas as empresas – grande, média e pequena -, buscando disciplinar-lhes as atividades, para evitar os excessos da grande empresa, reprimindo o abuso do poder econômico, ao tempo que assiste à pequena e à média empresa, evitando sejam esmagadas pela grande empresa”⁸³. No entanto, a realidade que hoje se mostra, e que também já era uma preocupação aventada à época, inclusive em resposta contrária ao referido parecer da CCJ⁸⁴, é que as PME não são

⁸² Ainda quanto a eventuais entraves que a Lei das Sociedades por Ações poderia trazer no âmbito das PME, em discurso realizado na plenária do Congresso, em agosto de 1976, pelo Sr. Deputado Célio Marques Fernandes, colocou-se a debate o argumento de que tal lei, por permitir o agrupamento de sociedades, sob a justificativa, inclusive, de que isso beneficiaria as PME, conforme se depreende da Exposição de Motivos aqui analisada, possibilitaria a formação de conglomerados que tenderiam a enfraquecer a empresa privada nacional, sobretudo as PME, maior “concentração da propriedade” e a permitir a monopolização de amplos setores da economia. Ainda que se tenha, aí, uma preocupação com questões estruturais, a justificativa trazida relaciona-se à aquisição de ações por grandes grupos econômicos e à utilização de seu poder econômico para marginalizar sociedades menores.

Nesse sentido, traz a seguinte afirmação do economista canadense Charles Levinson: “[e]m vez de levantar mais fundos e contribuir para maior liquidez, essas instituições [os grandes bancos], absorvendo fundos para o crescente apetite de seus clientes ávidos de capital, induzem escassez alhures e tornam mais difícil para as firmas menores adquirir capital a longo prazo, exceto a taxas de juros excepcionalmente altas” (in “Capital, Inflação e Empresas Multinacionais”). Assim, nota-se, já nas discussões que culminaram na Lei das Sociedades por Ações, preocupação com a relação entre a propriedade, a primazia do acionista – no caso, o controlador – e o desestímulo ao acesso de PME a financiamentos no mercado de valores mobiliários. Quanto a essa questão da primazia do controlador, tal deputado, nesse mesmo discurso, indica que até mesmo as “inovações” trazidas pela Lei das Sociedades por Ações que têm o condão, segundo justificativa do próprio Projeto de Lei, conferir maior proteção aos minoritários, apenas trazem maior complexidade e tornam mais intrincados “os mais simples atos da vida da sociedade anônima, sem que o ônus da complexidade seja compensado por uma real vantagem para o acionista minoritário”.

⁸³ Em Diário do Congresso Nacional, Seção I, de 8/09/1976, pág. 8535. Disponível em <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD08SET1976.pdf#page=4>.

⁸⁴ Cf. voto proferido pelo Sr. Deputado João Gilberto (Idem nota anterior. p. 8538), afirmando que “os principais responsáveis pelo planejamento econômico hoje não estão vendo nas pequena e média empresas o papel que realmente elas desempenham econômica e politicamente. São marginalizadas dos principais programas oficiais

contempladas estruturalmente pela Lei das Sociedades por Ações, sobretudo para fins de fomento ao financiamento de suas atividades.

Como bem enfatizam os Deputados Celso Barros e Tancredo Neves no tocante ao Projeto de Lei em comento⁸⁵, os maiores beneficiários da estrutura importada como nosso modelo de Sociedade Anônima – que, embora bastante robusta e completa, é excludente e limitadora – são aqueles que já se beneficiam de uma estrutura de poder econômico concentrado e que não encontrariam, via de regra, grandes entraves na obtenção de recursos para o desenvolvimento de suas atividades. O problema do texto legislativo, conforme apontado por Tancredo Neves, restaria na dificuldade em conciliar, em um mesmo diploma legal, “*interesses e objetivos de empresas que se diversificam na sua extensão, finalidades, na força de seu capital e na complexidade de seus instrumentos de ação*”.

Tendo em vista o acima exposto, a conclusão a que se chega, no que concerne aos princípios e objetivos norteadores da Lei das Sociedades por Ações, é a de que pouco se refletiu – e se discutiu – sobre os aspectos estruturais da economia e da sociedade brasileiras e sobre os impactos e entraves que muitas disposições de tal Lei potencialmente criaram em empresas de menor porte, tal como largamente apontado em diversos discursos proferidos no Congresso Nacional à época do trâmite legislativo. Nota-se, assim, que a Lei das Sociedades por Ações, embora robusta e tendo seus méritos, é fruto de uma importação normativa limitadora em relação a essas empresas e que carece, atualmente, de maiores questionamentos quanto aos seus objetivos.

2.1.1. Identificação dos principais problemas e impactos na estrutura das PME

Considerando os objetivos primordiais da legislação societária brasileira e a preferência às grandes empresas, como visto, ainda quanto às disposições trazidas na Exposição de Motivos nº 196, um ponto importante guarda relação entre o acesso de empresas menores ao mercado de valores mobiliários e a opção por determinadas formas societárias. O texto justifica a não

de incentivo; são agredidas pela política de estímulo às fusões; e, agora, são ameaçadas de serem engolidas numa espiral sem fim de tendência à conglomeração, graças ao que se pretende pelo presente projeto de lei. E isto que a pequena e média empresa são (sic), geralmente, mais democráticas e prestam um serviço social maior, pelo fácil controle e pelas ligações locais ou regionais que possuem.”

⁸⁵ *Ibidem.*

inclusão de uma exigência de capital mínimo na constituição de uma sociedade anônima porquanto “*não pretende reservar o modelo para as grandes empresas*”, considerando que as sociedades anônimas ofereceriam maior proteção ao crédito em razão da publicidade que se dá aos atos societários e às demonstrações financeiras, diferentemente do que ocorre com as sociedades limitadas.

Não obstante o texto deixar claro o fato de que muitas empresas de menor porte se organizam sob o tipo societário previsto no Código Civil, pareceu não considerar os elevados custos incorridos pelas sociedades anônimas na devida publicidade de tais informações⁸⁶ e os entraves que a estrutura proposta para as sociedades anônimas cria para que as PME se organizem sob essa forma e consigam, assim, facilidade no acesso ao mercado de valores mobiliários.

Outro problema que se verifica na Exposição de Motivos nº 196 é o tratamento dado à questão do abuso do direito de voto e do conflito de interesses previsto no artigo 115 do diploma legal. O texto em comento deixa clara a intenção de delegar a proteção ao minoritário à jurisprudência, de modo a não “*inibir o legítimo exercício do poder de maioria*”, e, no caso do §3º do referido artigo, traria uma punição ao “*abuso da minoria (...) sobretudo por parte de acionistas que, com interesses diversos dos da companhia, se encontram em situações pendulares nas assembleias gerais, em caso de luta de grupos societários*”. Se analisarmos essa justificativa à luz dos exemplos de cláusulas de acordos de acionistas de PME trazidos no capítulo primeiro, e em um contexto em que os minoritários fundadores da PME alienam parte de suas ações para uma sociedade *holding*, por exemplo, a proteção que a lei poderia a eles conferir resta bastante prejudicada.

E se a própria Exposição de Motivos faculta “*à prática e à jurisprudência*” essa proteção, tais acordos, que poderiam servir como instrumentos paralegais importantes na proteção dos minoritários e na busca por soluções orgânicas ao problema do conflito de interesses, encontram um aparato ainda mais forte e robusto para aproximar os interesses da companhia e da empresa aos do controlador. Assim, se, por um lado, a Lei das Sociedades por Ações traz princípios genéricos no tocante à proteção ao interesse social e aos deveres do acionista controlador, por

⁸⁶ Os gastos dispendidos com publicações variam de Estado para Estado. A título exemplificativo, a publicação, por três vezes e em dois jornais, tal qual ainda exigido pela Lei das Sociedades por Ações em 2019, de um Edital de Convocação com matérias de uma Assembleia Geral Ordinária, custa em torno de R\$ 6.500,00, em Pernambuco; de R\$2.500,00, em Minas Gerais; R\$5.000,00, em São Paulo e no Rio de Janeiro. Em São Paulo, por exemplo, o custo para publicação de demonstrações financeiras auditadas em dois jornais excede R\$100.000,00. Em tempo, cumpre ressaltar o disposto nas notas 131 e 132 sobre simplificação de publicações obrigatórias.

outro, em um viés mais teleológico, parece conferir um tratamento inferior ao minoritário que se oponha a esses “interesses da companhia”.

Ainda no que concerne à proteção aos minoritários, a Exposição de Motivos menciona como justificativa para a não adoção de um modelo único de organização da administração de uma companhia⁸⁷ o fato de procurar contemplar sociedades de portes diversos, e não somente as grandes. Nesse sentido, enfatiza a faculdade conferida aos minoritários no artigo 141, quanto à solicitação do voto múltiplo na eleição de membros do Conselho de Administração, mas pareceu não considerar, sobretudo no caso das empresas menores, os fatores estruturais aqui apontados, sobretudo em relação à utilização dos acordos parassociais na imposição de condições desfavoráveis aos minoritários.

Se a Exposição de Motivos deixa clara a intenção de delegar “à prática e à jurisprudência” a proteção aos minoritários, incluindo parca proteção a eles na Lei das Sociedades por Ações, e as condições estruturais históricas e de organização das PME – que refletem a “prática” e tem impactos na “jurisprudência” – também não contribuem para melhorar essa proteção, resta evidente a necessidade de, aqui, o Direito intervir de maneira estrutural.

Outra questão que merece destaque é a ideia que se tinha, à época do Projeto de Lei, de que o acionista controlador de uma sociedade anônima é o “empreendedor”⁸⁸ e que assim o será mesmo quando a empresa necessitar de recursos financeiros, sobretudo ao se tornar companhia aberta. Resta evidente que, no cenário atual do mercado de valores mobiliários brasileiro, a realidade é a de que o acionista controlador não é mais o empreendedor inicial, aquele que detém o *know-how* do negócio, e sim algum investidor profissional, como um FIP ou alguma grande sociedade *holding*, tal como abordado no primeiro capítulo, e é com esse viés que os dispositivos da Lei das Sociedades por Ações que tratam das obrigações devem ser interpretados e aplicados.

⁸⁷ A Exposição de Motivos referida cita dois modelos possíveis de organização da administração de uma companhia, quais sejam, o “individual”, em que cada diretor tem funções e responsabilidades definidas, e o “colegiado”, no qual seria obrigatória a existência de um Conselho. Esse último caso, no entendimento exarado no texto, faria mais sentido para as grandes empresas, porquanto “ninguém pode deter todos os conhecimentos necessários às deliberações”.

⁸⁸ Dessa forma ressaltado no discurso proferido pelo Sr. Deputado Célio Marques Fernandes (*op. cit.*): “[n]ão pretendemos desconhecer o relevante papel desempenhado pelo acionista controlador, que, via de regra, é o empreendedor, o empresário. E, neste sentido, estamos de acordo com os autores do projeto, Lamy Filho e Bulhões Pedreira, quando, em artigo publicado no *Jornal do Brasil* de 28.03.1976, ressaltam a importância decisiva de sua [do acionista controlador] atuação para a existência da empresa, arrematando que sem ele não há iniciativa privada”.

No caso das PME, ao se falar em *acionista controlador* e *acionista minoritário*, deve se ter em mente a diferença na aplicação desses conceitos em relação às grandes empresas. Nessas, embora os acionistas fundadores – e não necessariamente mais controladores – tenham certa influência nas atividades desenvolvidas pela companhia, ela é menos sentida do que em uma PME, muito em razão da estrutura menor e do reduzido número de sócios dessa relação. Assim, o empreendedor, que passa a figurar como um acionista minoritário cujos interesses devem ser protegidos e integrados à realidade da empresa menor, porquanto vitais para sua sobrevivência, deve ser um dos centros de atenção no que concerne à proteção em discussão desde o trâmite do Projeto da Lei das Sociedades por Ações e às intervenções estruturalistas necessárias nessa seara⁸⁹.

Além dos potenciais entraves mencionados acima, no tocante à qualidade das ações que a Lei das Sociedades por Ações conferiu, a possibilidade de emissão de ações sem valor nominal, embora tenha sido apontada por diversas vezes ao longo do trâmite legislativo do Projeto de Lei 2559/1976 como uma inovação, já que possibilitaria “*maior flexibilidade nos aumentos de capital social*”⁹⁰, no âmbito das PME, pode representar mais um artifício em prol do acionista controlador e eventuais abusos.

Se o acionista controlador intenta aumentar o capital social de uma sociedade com algum objetivo fiscal⁹¹, por exemplo, consegue aprovação suficiente para tanto e o faz por meio da emissão de uma única ação com preço de emissão equivalente ao valor do aumento, o reflexo direto aos demais acionistas é um aumento do valor patrimonial das ações de que são titulares, com impacto direto – e nem sempre desejado – no montante a ser pago a título de imposto de renda.

Não obstante essa análise e os principais argumentos colocados em debate em 1976, as alterações posteriores da Lei das Sociedades por Ações, sobretudo aquelas trazidas pela Lei nº 10.303/2001, também trazem reflexões importantes no contexto das PME. No caso, as

⁸⁹ Ao se falar em “intervenção estruturalista” não se quer dizer, necessariamente, em mudanças legislativas, e sim em novas formas de interpretar dispositivos já existentes.

⁹⁰ Cf. Diário do Congresso Nacional (Seção I), de 8 de setembro de 1976, p. 8541. Disponível em <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/D08SET1976.pdf#page=4>.

⁹¹ Por exemplo, em um grupo econômico, a sociedade *holding* controladora cede um prejuízo fiscal à sociedade controlada, tendo contra esta um crédito contábil em razão dessa operação de cessão. Com o crédito, a sociedade *holding* delibera e aprova aumento de capital na sociedade controlada, com a emissão de uma única ação ao preço de emissão equivalente ao valor do crédito. Assim, os acionistas minoritários não têm suas respectivas participações diluídas, mas devem considerar o ganho de capital gerado em razão desse aumento de capital social expressivo.

discussões surgidas durante o trâmite do Projeto de Lei 3115/1997, que originou referida Lei, embora reflitam um outro momento da economia e do mercado de valores mobiliários brasileiro, ainda enxergam esse mercado como voltado às grandes empresas e orientadas à concepção de que os investidores teriam um caráter mais *asocial*⁹² do que o acionista controlador, como se evidencia na seguinte passagem do parecer elaborado pela CCJ:

“[n]ão há fundamento para que os acionistas investidores do mercado tenham o direito de alienar as suas ações pelo mesmo valor das ações integrantes do bloco de controle porque o controlador e o investidor do mercado exercem funções econômicas distintas – o primeiro é empresário que cria, dirige e expande a empresa; o segundo é aplicador de capital cujo objetivo é o de auferir dividendo ou ganho na revenda da ação.”⁹³

De fato, é desta forma que o mercado de valores mobiliários se estrutura hoje, com a incipiência na alocação de recursos em ativos de longo prazo, principalmente ações,⁹⁴ e pode-se dizer que muito em razão das próprias questões estruturais da economia brasileira, de concentração de poder e da criação de um mercado que não se adequa a essa realidade e que é voltado a um desenvolvimento seletivo – setores, empresas e regiões estratégicas. Entretanto, se o que se

⁹² Conceito desenvolvido por Lynn Stout (in *The shareholder value myth: how putting shareholders first harm investors, corporations, and the public*. Berrett-Koehler, 2012) como forma de diferenciar tipos de investidores de acordo com seus interesses precípuos. Em seu entendimento, “consider the differing interests of *asocial* investors who do not care if companies earn profits from illegal or socially harmful behaviors, and *prosocial* investors who don’t want the companies they invest in to harm others or violate the law. The first group wants managers to ‘unlock shareholder value’ at any cost, without regard to any damage done to other people or to the environment. The second group does not.”

⁹³ Cf. Diário da Câmara dos Deputados, de 29 de março de 2001, p. 8472. Disponível em <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD29MAR2001.pdf#page=514>.

⁹⁴ Em 2014, a ANBIMA lançou um material, para discussão pelo mercado, acerca da atuação e da relevância dos fundos de investimentos no mercado de valores mobiliários brasileiro. O trabalho é iniciado enfatizando-se essa incipiência na alocação de recursos em ativos de longo prazo. Dentre as razões, o trabalho aponta o “aspecto conservador” do investidor brasileiro, regras tributárias diferenciadas para alguns ativos – o que, segundo, geraria externalidades negativas na indústria de fundos – e o elevado número de regras e imposições regulatórias aos fundos, o que diminuiria sua competitividade. Em um viés que poderia corroborar a ideia de que o mercado de capitais brasileiro é marcado pela presença de investidores *asocial*, o estudo trazido pela ANBIMA menciona que “as carteiras dos fundos são geralmente mais concentradas em títulos públicos e outros de renda fixa de curto prazo, devido, muitas vezes, à combinação de remuneração elevada, liquidez diária e baixa volatilidade”. Nesse relatório, foram apresentados dados comparativos entre as indústrias de fundos brasileira e mundial; na primeira, nota-se a predominância de fundos de investimento em ativos de renda fixa (29%), enquanto na segunda os fundos de investimento em ações são expressivos (41%). Relatório disponível em https://www.anbima.com.br/data/files/A2/63/16/8A/288675106582A275862C16A8/TPD-03_web_1_.pdf (acesso em 08/08/2019).

pretende é que esse mercado seja inclusivo, tanto para empresas menores, quanto para novos investidores, essa premissa deve ser revista e os dispositivos legais interpretados considerando, também, a realidade das PME, que é de um acionista controlador “do mercado” – como um fundo de investimento – e de que os minoritários são aqueles que efetivamente exercem ou coordenam de forma mais direta as atividades desenvolvidas pela empresa⁹⁵.

Ainda que objeto de maiores esclarecimentos nos tópicos subsequentes, a primeira conclusão a que se pode chegar, considerando essa análise dos dispositivos da Lei das Sociedades por Ações e das discussões havidas no âmbito do Congresso Nacional, é a de que eles são interpretados como se fossem aplicáveis apenas às grandes empresas, tanto em relação à constituição e à manutenção dessa sociedade anônima, quanto ao acesso ao mercado de valores mobiliários para obtenção de recursos financeiros sob melhores condições⁹⁶.

Nesse sentido, nota-se, pela análise do trâmite do projeto que originou a primeira versão da Lei das Sociedades por Ações e também de alterações posteriores, que as PME foram marginalizadas em um contexto geral da Lei, restando a elas a sujeição às mesmas obrigações robustas e à ideia de que – mesmo que sem uma necessária análise estrutural profunda do mercado – uma PME não é sustentável por si e precisa associar-se a outras PME em um grupo societário ou econômico para fazer frente a entraves estruturais, sejam relacionados à concorrência no mercado, sejam relacionado ao aumento do poder de barganha em negociações em setores fortemente concentrados⁹⁷.

⁹⁵ Importante ressaltar que o momento da PME que aqui se trata é aquele anterior ao acesso da companhia ao mercado de valores mobiliários como hoje ele se configura. As PME que não recebem esses investimentos prévios de “profissionais do mercado”, ainda que bastante relevantes para a economia, serão abordadas no terceiro capítulo, quando o que se pretende é, justamente, mostrar que o mercado de valores mobiliários atual apresenta entraves que o torna exclusivo a algumas empresas, carecendo, assim, de uma intervenção estruturalista que o torne permissivo a empresas que não atendam somente a essas características a que o mercado hoje anseia.

⁹⁶ Também no mesmo parecer da CCJ supracitado (vide nota 82), essa premissa resta evidente quando se afirma que “[a] lei prescreve ao controlador, em função do poder que exerce, deveres diferentes dos atribuídos aos minoritários e o submete a regime próprio de responsabilidade: e o valor do poder de controle é a contrapartida dessa responsabilidade, que o acionista minoritário não tem. Deste modo, assegurar aos acionistas minoritários o mesmo preço de venda das ações de controle, significa obrigar o empresário a transferir parte do valor do poder de controle para acionistas minoritários que não suportam os mesmos riscos, não têm lealdade à companhia e não se preocupam com o seu destino – mas consideram a sua participação acionária apenas como instrumento de vantagens patrimoniais.”

⁹⁷ O mercado de saúde e a relação entre prestadores de serviços de saúde e indústrias farmacêuticas (mercado notadamente bastante concentrado) é um exemplo claro em que tais associações são utilizadas com o intuito de ganhar maior poder de negociação na compra de medicamentos.

2.2. As estruturas regulatória e autorregulatória do mercado de valores mobiliários

Complementarmente ao diagnóstico relativo à Lei das Sociedades por Ações, para se poder compreender o funcionamento do mercado de valores mobiliários e também tecer conclusões a respeito da sua utilização por empresas menores, faz-se necessária a análise das estruturas regulatória e autorregulatória incidentes sobre esse mercado. Parece de notório saber que os recursos captados nesse mercado advêm, em sua maior parte, de grandes investidores institucionais (fundos controlados por instituições financeiras), entes públicos (fundos de pensão e BNDES) e as próprias instituições financeiras participantes das ofertas de valores mobiliários, e circulam entre os agentes integrantes dessa mesma estrutura de poder abordada no primeiro capítulo, isto é, aqueles que já detêm o poder (econômico ou político) e não desejam mudar sua posição⁹⁸.

Neste diagnóstico, assume-se como premissa que a tendência observada no mercado de valores mobiliários, sobretudo em relação às companhias abertas, de maximização do valor da ação de modo a atender aos anseios do acionista controlador, concentrando ainda mais o poder econômico nas mãos de poucos agentes, contribui para que novos investidores, incluindo

⁹⁸ Uma forma encontrada por tais agentes para manter sua posição privilegiada no cenário econômico brasileiro foi o de criar uma “cultura de renda fixa” no País, afastando grande parte dos investidores do mercado acionário. E evidências parecem não faltar, sobretudo quando se verifica que uma das formas de captação de recursos no mercado de valores mobiliários mais utilizadas pelas empresas e que, aqui, entende-se como um claro exemplo do poder de captura do público pelo privado, é a *oferta pública com esforços restritos*, instituída pela Instrução CVM nº 476/09, que vem priorizando títulos de renda fixa, como debêntures e cotas de fundos, em detrimento dos ativos de renda variável. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 2018, foram 448 ofertas restritas de debêntures simples, 148 de certificados de recebíveis imobiliários, 211 de notas promissórias comerciais e 1085 de cotas de fundos de investimento fechados, evidenciando essa “cultura da renda fixa” instalada no Brasil. Também se observa que, em 2018, as ofertas dispensadas de registro em razão de a emissora ser empresa de pequeno porte ou microempresa ficaram concentradas nas notas promissórias comerciais (37 emissões), contra emissões de Contratos de Investimento Coletivo (6 emissões) e de ações preferenciais (6 emissões). Note que, no âmbito do mercado de valores mobiliários, as notas promissórias comerciais podem ser emitidas por sociedades limitadas e objeto de custódia e negociação no segmento da “CETIP”, da B3, em mais um indício de que o mercado acionário brasileiro é voltado às empresas mais robustas, de maior porte, restando às empresas menores os títulos de dívida de renda fixa. Relatório disponível em <http://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta> (acesso em 06/07/2019).

Ainda, conforme dados coletados pela ANBIMA, no ano de 2018, 45,5% dos subscritores de debêntures objeto de oferta restrita (Instrução CVM nº 476/09) eram os próprios intermediários e demais participantes ligados à oferta, 52,5% eram investidores institucionais e apenas 1,3% eram pessoas físicas. Relatório “Boletim do Mercado de Capitais”, disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/investidores-institucionais-apresentam-a-maior-participacao-nas-ofertas-publicas-de-acoes-desde-2014.htm (acesso em 14/07/2019).

pessoas físicas, não apliquem seus recursos nessas e em quaisquer outras companhias que negociem nesse mercado⁹⁹.

E isso se dá porquanto a própria Lei das Sociedades por Ações, embora dita como de boa proteção aos interesses dos acionistas minoritários, é interpretada de forma a reforçar ainda mais essa situação de desequilíbrio e desconfiança, como se viu na análise nos tópicos anteriores¹⁰⁰.

CARVALHOSA, ao manifestar temor em relação à possibilidade que a Lei confere às companhias de transcrever e publicar as atas de assembleias gerais de forma sumária, elucida que “[e]m consequência, os controladores, através dessa ata censurada, impedem, concretamente, que os demais acionistas possam exercer convenientemente, com base em ampla informação publicada, os seus direitos, próprios ou derivativos, contra esses mesmos controladores ou administradores”¹⁰¹.

Assim, essa tendência acaba por gerar externalidades negativas que afastam o mercado de valores mobiliários brasileiro da consecução de seus principais objetivos, quais sejam, o estímulo à formação da poupança popular e sua aplicação em valores mobiliários¹⁰² e, como efeito consequente, o desenvolvimento econômico.

Nesse sentido, é possível afirmar que o mercado de valores mobiliários brasileiro tornou-se um verdadeiro “*market for lemons*”¹⁰³, em que as companhias que aí negociam seus valores

⁹⁹ Além dessa abordagem, a doutrina também já apontou os efeitos econômicos deletérios nos títulos e valores mobiliários negociados em mercados cujas companhias participantes apresentam forte concentração de poder no acionista controlador, o que os autores chamaram de *private benefits hypothesis* (cf. BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha. *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=291056>).

¹⁰⁰ Também nesse sentido, Modesto Carvalhosa (*op. cit.*) tece largas críticas à versão inicial da Lei das Sociedades por Ações, destacando alguns dispositivos que, em seu entendimento, trazem efeitos deletérios ao mercado em geral e cerceiam os interesses dos acionistas minoritários, tais como a possibilidade de transcrição de atas de forma sumária, o que permitiria ao controlador incluir na ata apenas o resultado das deliberações, e não o teor dos votos contrários. Assim, afirma que, “[a]o não se transcrever, e muito menos se publicar as interpelações, os pedidos de esclarecimentos e os votos discordantes e dissidentes, a grande maioria dos acionistas – quase todos sem direito de voto – não podem tomar conhecimento de eventuais questões societárias de seu interesse levantadas junto aos controladores e a administradores, durante a assembleia geral”. (p. 108).

¹⁰¹ *Idem.*

¹⁰² Conforme artigo 4º, I e II da Lei nº 6.385/76 e Exposição de Motivo nº 197, de 24 de junho de 1976: “o texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, 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”.

¹⁰³ Em alusão ao artigo e às considerações sobre tamanho do mercado, qualidade dos produtos e assimetria informacional de George A. Akerlof, *The Market for “Lemons”: quality, uncertainty and the Market mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, vol. 84, no. 3. Aug, 1970.

mobiliários são as piores em termos de transparência, cooperação interna e internalização – ou, ainda, consideração – de interesses distintos aos do acionista controlador e os investidores que participam desse mercado são, em sua maioria, especuladores *short-sighted* ou *asocial investors*¹⁰⁴. Ademais, a própria incipiência do mercado no Brasil corrobora essa premissa e a externalidade negativa gerada pela concentração de poder e de recursos em poucos agentes e empresas.

Considerando que a Lei das Sociedades por Ações foi pensada para fomentar o mercado de valores mobiliários brasileiro, como ficou claro na Exposição de Motivos apresentada junto ao Projeto de Lei que a originou e no trâmite simultâneo deste e do projeto que culminou na Lei nº 6.385/76, esta que possibilitou a criação da CVM e de diretrizes mais robustas para o desenvolvimento de um aparato regulatório mais próximo aos objetivos pretendidos à época, pode-se assumir, aqui, que muitos dos entraves ao acesso de PME e de novos investidores têm relação com os próprios dispositivos daquela Lei, incluindo a forma como são interpretados.

Nesse sentido, parece-nos que a premissa maior adotada na justificativa da Lei das Sociedades por Ações, no sentido de que ela seria adequada tanto a PME quanto a grandes empresas, reflete uma situação já objeto de crítica por E. OSTROM, quando a autora questiona a eficácia da adoção de políticas *one size fits all*, em arranjos institucionais que não se adequam à realidade¹⁰⁵, ou que não permitem a participação da maior parte da população nas discussões¹⁰⁶.

No tocante à Lei nº 6.385/76, acima referida, essa inadequação à realidade institucional e estrutural brasileira também fica evidente com declarações genéricas de princípios que devem ser observados pelo CMN e pela CVM em sua atuação frente ao mercado de valores mobiliários. Alguns exemplos estão no artigo 4º de tal Lei, que disciplina a finalidade da atuação desses órgãos: estímulo à formação de poupança popular e sua aplicação em valores mobiliários, promoção da expansão e do funcionamento eficiente dos mercados, estímulo à aplicação permanente em ações de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais e proteção de investidores contra atos de administradores e controladores de companhias abertas, dentre outros.

¹⁰⁴ Cf. Lynn Stout (vide nota 91 supra).

¹⁰⁵ OSTROM, E. *Beyond Markets and States: Polycentric Governance of Complex Economic Systems*. Nobel Lecture, December 8, 2009, no contexto dos “dilemas sociais” abordados pela autora em suas obras.

¹⁰⁶ Cf. OSTROM, E. *Understanding Institutional Diversity* (op. cit.), quando a autora afirma que “[i]f individuals voluntarily participate in a situation, they must share some general sense that most of the rules governing the situation are appropriate”.

Diante de tais princípios, cumpre-nos analisar, de forma breve, se a atuação de tais órgãos vem sendo orientada nesse sentido na discussão dos principais normativos que têm relação com o que aqui se discute, quais sejam, as Instruções CVM nº 358, nº 400¹⁰⁷, nº 476 e nº 480.

Em relação à Instrução CVM nº 358/02, que dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre atos ou fatos relevantes, esta poderia trazer relevantes considerações sobre o regime informacional aplicável às PME. Entretanto, o que se pode notar na análise dos relatórios das audiências públicas que objetivaram modificar referida Instrução é que pouco se falou sobre alterações que, claramente, pudessem impactar positivamente as PME. Tanto a atuação dos participantes, quanto a da CVM foram no sentido de “corrigir” falhas que o mercado vinha apontando – muito visando ao alinhamento entre a disponibilidade da informação, a cotação das ações negociadas e as decisões dos investidores – e dispositivos regulatórios que se mostravam anacrônicos, mas nada que representasse, de fato, uma mudança estrutural robusta e permissiva. Já a Instrução CVM nº 400/03, que regula, de forma geral, as ofertas públicas de valores mobiliários, foi objeto de discussões e alterações pontuais nos últimos anos. Em uma das alterações mais recentes, promovida pela Instrução CVM nº 604/18 e que trata de alterações em diversas Instruções normativas visando à redução progressiva dos custos de observância entre os participantes do mercado, o relatório de audiência pública SDM 06/2018¹⁰⁸ aponta comentários de um dos participantes – o STOCHE FORBES ADVOGADOS –, no sentido de que fossem alterados os limites de captação de ofertas públicas por meio de plataformas de *crowdfunding*, objeto de regulação pela Instrução CVM nº 588/17, que permitiriam o acesso a recursos por empresas menores e, em certa medida, por empresas que possuem receita bruta maior, mas que não pretendem obter o registro de emissor perante a CVM.

No comentário apresentado no âmbito da audiência pública em questão, o participante ressaltou que o limite de captação – equivalente a R\$5 milhões – por meio das plataformas de *crowdfunding* por empresas menores foi mantido próximo àquele previsto na instrução

¹⁰⁷ Em relação às Instruções nº 358 e 400, não foram disponibilizados no site da CVM os relatórios de audiência pública para que pudesse ser feita uma análise mais circunstanciada dos interesses envolvidos na elaboração desses normativos. Assim, a análise compreendeu os relatórios das audiências públicas de outras Instruções que trouxeram alterações substanciais a elas, tais como Instruções CVM nº 548/14, nº 568/15, nº 584/17, nº 588/17, nº 590/17 e nº 604/18. Além dessas, também foi objeto de análise o relatório da audiência pública SDM nº 01/2015, na qual discutiu-se a minuta da Instrução relativa à oferta pública de notas promissórias, instrumento que pode ser emitido por sociedades limitadas e sociedades de menor porte.

¹⁰⁸ Relatório de Audiência Pública SDM 06/2018 disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2018/sdm0618.html (acesso em 05/08/2019).

normativa que regulamenta a emissão de Contratos de Investimento Coletivo – título este inicialmente estruturado para financiar empresas menores –, ainda que o cenário macroeconômico fosse outro, completamente diferente.

Além disso, o participante, ainda que em outro contexto, trouxe um argumento que corrobora aquele trazido neste trabalho acerca das limitações da indústria de *private equity* no Brasil, no que concerne ao custo de oportunidade na análise e prospecção de empresas menores. Segundo STOCHE FORBES ADVOGADOS, “[e]xperiências práticas com participantes do mercado apontam que a indústria de *private equity* brasileira possui atuação na análise de potenciais investimentos apenas em empresas com receita bruta anual na faixa de R\$20.000.000,00 (vinte milhões de reais) a R\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais)”¹⁰⁹.

Ainda em relação a modificações à primeira Instrução, a atuação da CVM no sentido de aprimorar o mercado para grandes emissores – e, por consequência, atender aos anseios e interesses de grandes *players* – fica evidente na Audiência Pública SDM 04/2016¹¹⁰, que resultou na publicação da Instrução CVM nº 584/17 (dispõe sobre o programa de distribuição de valores mobiliários), considerando que, segundo a CVM, os critérios de elegibilidade adotados para que um emissor pudesse solicitar o registro de um programa de distribuição, quais sejam, *valor de ofertas anteriores* e *valor de mercado das ações em circulação*, assim o foram para que permitisse aos emissores já acompanhados e conhecidos pelo mercado o registro automático de ofertas de valores mobiliários. Com isso, grandes companhias e que já utilizam

¹⁰⁹ O argumento de Stocche Forbes Advogados relaciona-se à proposta apresentada no sentido de elevar o limite de receita bruta anual, trazido pela Instrução CVM nº 588/17 – equivalente a R\$10 milhões –, que uma empresa deve se enquadrar para utilizar as plataformas de *crowdfunding* reguladas pela CVM. Para ele, “*empresas abaixo desse patamar [de receita bruta anual entre R\$20 milhões e R\$25 milhões], mas com receita bruta superior a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) acabam alijadas do mercado de capitais e obrigadas a buscar financiamentos com taxas mais elevadas fora do mercado de capitais*”.

Não obstante essa preocupação, o cerne do comentário do participante ainda se relaciona à busca de redução de custos por “empresas em estágios mais maduros de desenvolvimento”, estas que apresentariam “*riscos substancialmente menores em suas atividades, além de possuírem melhores condições de reporte de informação*”. Embora o comentário do participante reflita uma situação verídica, visto que as companhias maiores possuem estrutura mais robusta e “adequada” ao que o mercado hoje anseia, entendemos que a CVM buscou, aqui, trazer uma opção de financiamento em certa medida apartada do mercado de valores mobiliários tradicional e voltada às empresas menores, e que a inclusão de empresas “mais maduras” e que atendam a essas características apontadas por Stocche Forbes Advogados pode criar um ambiente de desconfiança em relação às empresas menores que, possivelmente, não se enquadrem nessas características, podendo gerar, inclusive, um direcionamento indesejado de recursos a determinadas companhias em detrimento de outras tantas que, embora ainda não estejam estruturadas da forma apontada pelo participante, apresentam grande potencial em suas atividades. Disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2018/sdm0618.html (acesso em 05/08/2019).

¹¹⁰ Relatório da Audiência pública nº 04/2016 disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0416.html (acesso em 05/08/2019).

esse mercado como forma de financiamento continuariam a ter o acesso a recursos facilitado e a custos mais baixos, beneficiando instituições intermediárias, investidores profissionais e institucionais e em nada beneficiando companhias menores.

A Instrução CVM nº 476/09, que regulamenta as ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, foi objeto de discussão em audiência pública em 2008, com a participação de diversos entes do mercado, tais como bancos de investimentos, associações e escritórios de advocacia especializados. Tal como indicado no relatório da audiência pública, o cerne dessa instrução é a redução de custos de ofertas de valores mobiliários visando a facilitar o acesso ao mercado, especialmente por emissores que, até então, estavam dele excluídos, tais como as sociedades limitadas e as companhias fechadas¹¹¹. Inicialmente, referida Instrução permitia apenas a emissão de alguns valores mobiliários, com exclusão de ações e outros títulos conversíveis em ações, o que já é permitido hoje após alterações ocorridas em 2014, por meio da Instrução CVM nº 551/14, inclusive sob a justificativa de permitir o acesso gradual de PME ao mercado de valores mobiliários e às obrigações imputadas aos emissores.

Entretanto, ainda que tal alteração represente, na teoria, um avanço no acesso de empresas menores, muitas questões estruturais, inclusive do mercado brasileiro, sequer foram consideradas em tais discussões¹¹². A concentração de ativos em poucos investidores, sobretudo bancos e fundos de investimento ligados a essas instituições, e o parco estímulo a investimento em ações pouco têm a contribuir para um mercado de valores mobiliários que realmente busque o acesso de novos investidores, sobretudo pessoas físicas, e o investimento mais cooperativo e duradouro em empresas menores.

No que concerne à Instrução CVM nº 480/09, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários e traz as categorias em que as companhias são classificadas, de acordo com os tipos de valores mobiliários que estão autorizadas a emitir, notou-se que a audiência pública para discussão da minuta da Instrução e das informações exigidas contou com um número maior

¹¹¹ Relatório da Audiência Pública nº 05/2008 disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0508.html (acesso em 14/07/2019).

¹¹² Ressalta-se a afirmação de Sheila C. Neder Cerezetti (in “Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento”, *Regulação e Desenvolvimento - Novos Temas*. (org. Calixto Salomão Filho). São Paulo: Malheiros, 2012, p. 191): “(...) o desenvolvimento é antes um processo de conhecimento social que um conjunto de instituições organizadas para a promoção de um determinado resultado. (...) a regulação do mercado de capitais pode ser considerada adequada na medida em que sirva ao propósito de desenvolvimento, permitindo a inclusão e a abertura de portas aos mais diversos membros da sociedade.”

de participantes, incluindo companhias como Natura, Vivo, Gerdau, Energisa e Melhoramentos, e outros participantes em comum com outras audiências públicas de tal relevância.

Embora tenha sido um foro apropriado para se discutir uma necessária categoria de registro específica para PME, considerando suas especificidades e descontos regulatórios necessários, pouco se abordou nesse sentido. A grande preocupação trazida, nessa seara, pelos participantes foi com eventual enfraquecimento do mercado com a criação de categorias que apresentassem descontos regulatórios muito díspares entre si.

Assim, essa categoria específica de PME, que não exigisse destas o mesmo nível de obrigações periódicas exigido nas demais categorias, seguindo a premissa aventada pelos participantes, geraria uma informação ao mercado de que aquelas companhias registradas sob essa categoria específica teriam uma qualidade “inferior”¹¹³ em relação à transparência e à disponibilidade de informações, corroborando uma potencial conclusão de que o mercado de valores mobiliários brasileiro reflete uma estrutura pouco disposta a permitir o acesso de empresas menores, sob a justificativa de que elas não conseguiriam se adequar às necessidades e exigências desse mercado.

Analisando esses processos de construção de instruções normativas aplicáveis ao mercado de valores mobiliários, sobretudo os participantes envolvidos, parece-nos bastante clara a concentração desse mercado e utilização dessa esfera para legitimar ainda mais esse poder econômico sobre quaisquer mudanças que, potencialmente, fomentariam o mercado no sentido de torná-lo mais acessível e voltado ao desenvolvimento socioeconômico.

¹¹³ Uma justificativa possível para essa premissa pode ser encontrada, de forma análoga, no trabalho desenvolvido por E. FAMA acerca da relação entre informação e eficiência de mercado (“Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”. *The Journal of Finance*, New York: American Finance Association, v. 25, 1969). Segundo o autor, “[t]he primary role of the capital Market is allocation of ownership of the economy’s capital stock. In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of firms’ activities under the assumption that security prices at any time “fully reflect” all available information. A market in which prices always “fully reflect” available information is called ‘efficient’” (p. 383). Nesse sentido, se um mercado é considerado eficiente quando o preço esperado pelos potenciais investidores é igual ao preço de emissão do valor mobiliário, em razão dessa relação entre o preço e a quantidade – e qualidade – das informações disponibilizadas, no caso de descontos regulatórios concedidos à uma categoria específica, como uma mais voltada às PME, e que dizem respeito à divulgação de informações ou à uma forma determinada de elaboração dessas informações, poder-se-ia criar uma ideia no mercado de que as PME são inferiores porquanto não teriam o mesmo aparato e a mesma estrutura de empresas mais robustas na preparação e na divulgação de informações. Possíveis consequências dessa premissa serão abordadas no tópico seguinte.

Nesse sentido, em linha com o pensamento de J. STIGLITZ, que aponta a “falência” dos sistemas econômico e político muito em razão do que ele denomina *moral deprivation*¹¹⁴ e a necessidade de se ouvir a população em uma democracia, de modo, inclusive, a conhecer seus valores, suas reais necessidades e fatores estruturais históricos, esses instrumentos fortalecem a chamada “cultura da renda fixa” outrora abordada na medida em que se criam externalidades negativas no mercado em decorrência da captura desses aparatos regulatórios por alguns entes, tornando o mercado um ambiente de desconfiança.

Considerando os objetivos precípuos da estrutura criada na década de 1970, não se pensou na sustentabilidade do mercado, com a consequente inclusão de novas empresas e de portes diferentes e de ofertas menores. O que se vê atualmente, mais do que uma alternativa de investimento em empresas sólidas e responsáveis, é a utilização desse mercado como uma forma de “fazer renda” em um período de tempo mais curto, e não de estimular condutas mais “prós-sociais”, voltadas ao desenvolvimento e à preservação da empresa. Assim, poder-se-ia afirmar que o mercado de valores mobiliários brasileiro não é eficiente, na medida em que não possibilita a consecução de seus próprios objetivos e não se adequa à realidade da maior parte das empresas brasileiras¹¹⁵, nem justo, já que moldado para atender a demandas específicas de quem concentra poder econômico.

Complementando o que afirma STIGLITZ, “[a]ny economic system has to have rules and regulations; it has to operate within a legal framework. There are many different such frameworks, and each has consequences for distribution as well as growth, efficiency, and stability. The economic elite have pushed for a framework that benefits them at the expense of the rest, but it is an economic system that is neither efficient nor fair”¹¹⁶.

¹¹⁴ Como aponta o autor, “[a] political system that amplifies the voice of the wealthy provides ample opportunity for laws and regulations – and the administration of them – to be designed in ways that not only fail to protect the ordinary citizens against the wealthy but also further enrich the wealthy at the expense of the rest of society. (...) while there may be underlying economic forces at play, politics have shaped the market, and shaped it in ways that advantage the top at the expense of the rest.” (in *The Price of Inequality: how today’s divided society endangers our future*. Preface).

¹¹⁵ Complementarmente, Érica Gorga (“Culture and corporate law reform: a case study of Brazil”, *op. cit.* p. 806) afirma que “[c]reating efficient laws, however, is not an easy task. According to public choice scholars, interest groups who rationally pursue their own utility maximization will engage in lobbying efforts encouraging the enactment of rent-seeking laws in their favor. Hence, institutional change that promotes efficiency may be hampered.” Considerando o que se notou na análise dos relatórios de audiência pública dos normativos da CVM aqui tratados, mormente em relação aos participantes, essa afirmação corrobora a ideia de um mercado ainda bastante fechado e voltado a poucos – e determinados – interesses.

¹¹⁶ *Idem.*

Nesse diagnóstico acerca das estruturas regulatórias e autorregulatórias, além de ser fundamental considerar a influência direta de fatores estruturais históricos na construção dessa matriz institucional¹¹⁷, é necessário avaliar a influência de outras variáveis na geração de padrões e de resultados determinados¹¹⁸, tais como as características dos entes envolvidos, suas posições sociais e conjuntos de ações tomadas, quantidade de informação disponível, custos e benefícios e outras, a depender da matriz que se procura analisar.

No caso do mercado de valores mobiliários brasileiro, essas variáveis refletem o legado histórico de concentração de poder e captura do público pelo privado, tal como abordado no primeiro capítulo¹¹⁹. Tanto aqui, quanto no mercado financeiro, os agentes envolvidos são sempre as grandes instituições financeiras e os fundos de investimentos que participam da cadeia de laços objeto de análise por LAZZARINI e assumem posições nessa seara de modo a garantir seus interesses em detrimento de uma utilização do mercado sob um viés desenvolvimentista e acessível.

No caso do mercado de valores mobiliários “mais acessível às PME” – como dito, por meio das ofertas públicas com esforços restritos – essa característica fica ainda mais evidente, como se notou nos relatórios da ANBIMA outrora mencionados. Grandes *players*, que controlam os recursos financeiros disponíveis e utilizam o aparato institucional para garantir esses interesses privados. O que se notou das sugestões apresentadas por esses agentes à CVM nessas audiências

¹¹⁷ Como enfatiza Ruy Pereira Camilo Junior (in *Direito Societário e Regulação Econômica*. Barueri: Manole, 2018, p. 122), uma visão institucional do Direito deve considerar pontos de vista mais problematizantes e menos essencialmente positivistas, ou seja, deve examinar questões jurídicas sob diversas perspectivas e “*levando em conta todas as suas implicações*”. Assim, ao se analisar uma questão jurídica atual, sobretudo derivada de aspectos históricos estruturais, faz-se necessário analisar, também as implicações de tais aspectos históricos na questão atual, tal qual se pretende neste trabalho.

¹¹⁸ Em clara relação com a proposta de Elinor Ostrom (*Beyond Markets and States: Polycentric Governance of Complex Economic Systems*. Op. Cit.) de análise de diversidades institucionais – o IAD (*Institutional Analysis and Development*) framework – no contexto de dilemas sociais. Para a autora, o IAD framework “*is intended to contain a set of variables that an institutional analyst may want to use to examine a diversity of institutional settings including human interactions within markets, private firms, families, community organizations, legislatures, and government agencies. (...) At the core of the IAD framework is the concept of an action situation affected by external variables.*”

¹¹⁹ Também abordando os efeitos deletérios da concentração de poder experienciada no mercado brasileiro e corroborando a ideia aqui trazida de que esses efeitos geram consequências negativas para o mercado como um todo, e não somente em relação às grandes empresas: ALDRIGHI, D. Mendes; OLIVEIRA, A. V. Marques. *The Influence of Ownership and Control Structures on the Firm Performance: Evidence From Brazil* (2007). Disponível em <http://ssrn.com/abstract=972615>. Na mesma linha, Mariana Pargendler, Henry Hansmann e Ronald Gilson (*Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, April, 2010, p. 12) afirmam que “[t]he expectation of minority expropriation depressed share prices, which in turn deterred further offerings”.

públicas é que elas aparentam ser muito mais voltadas a garantir a melhor forma – que apresentaria melhor custo-benefício em razão de uma regulação mais “flexível” – de comercialização dos produtos ofertados no mercado por essas instituições, e não voltadas ao fomento de discussões sobre inclusão de empresas menores e suas especificidades¹²⁰.

No que concerne à autorregulação, embora pudesse ser bem aproveitada conjuntamente à regulação para permitir o acesso de novas empresas e novos investidores, ainda encontra entraves à essa permissividade, mesmo atendendo, em certa medida, ao que se entende como “mercado de acesso”. Nesse sentido, SHEILA C. NEDER CEREZETTI¹²¹ afirma que os “[m]ercados de acesso são ambientes que, além de apresentarem custos de listagem e de manutenção no mercado mais baixos que os incorridos por companhias que participam do mercado comum, contam normalmente com sistema regulatório mais simples e suficientemente atrativo para empresas de menor porte. Algumas vezes são marcados por poucos requisitos de admissão, obrigações contínuas menos gravosas e aplicação de apenas alguns princípios de governança corporativa”.

Observado esse movimento e a necessidade de incluir PME no mercado de valores mobiliários de forma eficiente¹²², em 2005 a então BM&FBovespa (hoje, B3) estruturou o “Bovespa Mais”,

¹²⁰ A título exemplificativo, muitas discussões se deram no sentido de adequar a regulação ao desejo dos grandes *players* de fazer com que seus produtos sejam atrativos a um maior número de investidores, considerando redução de custos na estruturação de operações com esses produtos e na manutenção desses ativos no mercado, ainda que isso, de fato, represente um aumento na circulação de recursos, por torná-los mais “baratos”. Nesse sentido, muitos foram os comentários visando à limitação da responsabilidade de instituições intermediárias e seus administradores, inclusive na garantia do fornecimento da informação mais clara e completa possível ao mercado. Não se viu, nessa seara, qualquer abertura para discussão de aspectos estruturais do mercado, sobretudo do mercado acionário.

¹²¹ Cf. CEREZETTI, Sheila C. Neder. “Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento”, *Regulação e Desenvolvimento - Novos Temas* (org. Calixto Salomão Filho). p. 222.

¹²² Aqui, o conceito de eficiência do mercado de valores mobiliários afasta-se da ideia trazida por E. FAMA, outrora mencionada (vide nota 112 supra), ou a de Gilson e Kraakman, de que os ativos de um mercado eficiente responderiam de forma acurada e rápida às informações colocadas nesse mercado – o que os autores chamam de *fundamental value efficiency* – (GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. *The Mechanisms of Market Efficiency*, 1984) ou a ideia de eficiência econômica pautada no estereótipo do *homo economicus*, que toma decisões de forma racional e não se deixa afetar por vieses, heurística ou emoções, o que já largamente contestado pela doutrina (Cf. AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert J. *Phishing for Phools: the economics of manipulation and deception*. Princeton University Press, v. eletrônica; KAHNEMAN, Daniel. *Maps of Bounded Rationality: a Perspective of Intuitive Judgement and Choice*. Nobel Prize Lecture, December 8, 2002. Princeton University. Department of Psychology, NJ08544, USA) e aproxima-se mais de uma ideia de “eficiência” como a alocação de recursos que tenha como norte “preocupações redistributivas”, “expansão das liberdades humanas”, o desenvolvimento que tenha como cerne a inclusão a nos agentes (cf. CEREZETTI, Sheila C. Neder, *idem*, p. 191); difusão do conhecimento econômico e possibilidade de escolha (concorrência, e não concentração)(cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. “Regulação, Desenvolvimento e Meio Ambiente”, *Regulação e Desenvolvimento – Novos Temas* (op. cit.)); ou, ainda, mais próxima do conceito de “eficiência social” valorizado por um processo de *screening*

segmento de listagem especial que teria como objetivo, segundo a B3, “fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais”, possibilitando um acesso gradual, uma preparação de forma adequada, a implementação de padrões mais elevados de governança corporativa e de transparência com o mercado e aumento da visibilidade dessa companhia perante os *stakeholders* do mercado¹²³.

Nesse segmento, a companhia passaria por um estágio de maturação após a listagem, tendo até 7 anos para realizar o *IPO*, e os investidores que aí buscariam suas oportunidades de investimento teriam um perfil de retorno no médio e longo prazo, assemelhando-se àqueles investidores *prosocial* estudados por LYNN STOUT. O que, entretanto, não resta claro é o que o mercado esperaria de uma companhia que se liste nesse segmento, mas não estrutura o *IPO* de imediato, aguardando esse “estágio de maturação”. Novamente, questiona-se se haveria um patamar considerado adequado pelo mercado para que os ativos dessas companhias sejam considerados “atrativos”, sem que essas companhias tenham de se tornar “grandes”, o que, entende-se, não ser o objetivo de um “mercado de acesso”.

Indubitável é o fato de que um segmento de listagem especial para PME, ou até mesmo um novo mercado dentro do mercado de valores mobiliários, é medida necessária. Entretanto, estabelecer um patamar que tem como *benchmark* ou é desenvolvido tendo como modelo o Novo Mercado, por exemplo, que apresenta níveis bem mais complexos de governança e é voltado, via de regra, a companhias mais estruturalmente robustas, pode criar a falsa ideia no mercado de que tal segmento, quando estruturado como um “espelho” dos segmentos mais complexos, é formado por companhias com um nível de governança subótimo¹²⁴. Assim, esse viés da autorregulação, se não bem pensado e estruturado, segue a sorte da interpretação feita sobre os descontos regulatórios para PME.

positivo dos produtos ofertados nos mercados (Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial*. (op. cit.), p. 50.

¹²³ Cf. apresentação disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/

¹²⁴ Nesse sentido, Pargendler, Hansmann e Gilson (op. cit. p. 14), ao tratarem da possibilidade de haver um “dualismo regulatório”, traçam um paralelo entre companhias listadas no Novo Mercado e as não listadas nesse segmento, afirmando que “[w]hile these firms [aquelas não listadas no Novo Mercado, o que os autores chamam de *old firms*] also feared being stigmatized for ‘suboptimal governance’ if they failed to embrace the Novo Mercado requirements, the fact that the old as well as the new standards remained permissible for both old and new firms offset somewhat the negative connotation”.

Dessa breve análise das estruturas regulatórias e autorregulatórias, parecem claras a ideia de captura dos agentes reguladores por interesses determinados e a resistência de uma elite econômica e política a reformas que visem à promoção do crescimento e desenvolvimento¹²⁵. Esses vieses, embora vistos por muitos como uma manutenção de uma estrutura que seria benéfica ao mercado por atender aos interesses de quem controla os recursos financeiros que hoje circulam, têm respaldo em premissas essencialmente econômicas que poucos – ou nenhum – questionamentos trazem acerca de acesso e desenvolvimento socioeconômico.

Além disso, entende-se que qualquer abordagem acerca de questões regulatórias e autorregulatórias que visem à promoção do acesso deve, sem dúvida, considerar a realidade socioeconômica da comunidade onde esse mercado terá maior incidência. No caso brasileiro, como se verá de forma breve neste capítulo e, sob outro – e maior – viés, no terceiro capítulo do presente trabalho, um mercado que possibilite a diminuição da carga regulatória, das obrigações periódicas e dos custos de acesso e permanência das novas empresas em relação ao mercado tal qual configurado atualmente, considerando, inclusive, a qualidade e as características que, aqui, se assume sejam aquelas pertinentes aos investidores de PME, merece um estudo aprofundado se o que se almeja é o acesso de novos participantes e a utilização desses aparatos regulatórios e autorregulatórios de forma realmente transformadora e voltada ao desenvolvimento.

2.3. Relação das estruturas do mercado com o acesso de PME

Não se pode olvidar que a Lei das Sociedades por Ações, e a forma como foi estruturada e é interpretada, tem relação direta com as estruturas do mercado de valores mobiliários. Como observado na análise do trâmite legislativo do projeto que a originou, considerou-se a premissa de que as disposições aplicáveis às companhias fechadas – em tese mais “brandas” em termos de obrigações – seriam melhores aproveitadas por PME; assim, a Lei das Sociedades por Ações poderia ser vista como adequada a companhias de todos os portes. Entretanto, é sabido que essa

¹²⁵ Em linha com o exposto por Pargendler, Hansmann e Gilson (*op.cit.*, p. 9), “Brazil’s failure to develop a sustainable capital Market was not due to ignorance about the relation between finance and economic developments. (...) Nonetheless, consistent with Olson’s predictions, a close look at the country’s history reveals that legal reforms attempting to create the preconditions for capital market development invariably faced significant resistance from established interest groups that benefited from the status quo.”

lei traz diversos entraves a companhias menores, com altos custos de manutenção, ainda para companhias fechadas, que não estão sujeitas, em grande parte, às outras obrigações regulatórias impostas pela CVM.

Em relação ao financiamento dessas empresas, se considerarmos essa premissa, pode-se afirmar que o mercado de valores mobiliários não é, regra geral, acessível a elas, porquanto as ofertas públicas de valores mobiliários dizem respeito somente às companhias abertas¹²⁶. Com isso, caberia às companhias fechadas – e às PME, neste caso –, as ofertas públicas com esforços restritos reguladas majoritariamente pela Instrução CVM nº 476/09, considerando o registro especial que tais companhias realizam perante à CVM e as especificidades e restrições de ofertas dessa natureza, incluindo a menor quantidade de informações que devem ser disponibilizadas ao mercado.

Ainda que, à primeira vista, a solução dada pelo mercado pareça se coadunar com a ideia de acesso, os fatores estruturais desse mercado, sobretudo sua composição (principais investidores), mostram que os meios de financiamento às PME apenas mudaram a forma – de contratos bancários e títulos de crédito para títulos de dívida negociados em mercados de balcão –, mas não a origem dos recursos¹²⁷.

No que concerne ao mercado acionário, embora a Instrução CVM nº 476/09 já permita a emissão de ações por meio de ofertas públicas com esforços restritos, os aspectos estruturais de uma PME, conforme apontado no primeiro capítulo, ganham relevância dentro dessa estrutura. Se esse mercado exige, hoje, que as companhias que aí negociam publicamente suas ações alcancem níveis mais “robustos” de governança corporativa e as PME que anseiam buscar recursos por meio de *IPO* têm de passar por uma fase de investimento inicial, aqui denominada “estágio de maturação”, que visa ao crescimento da companhia, tanto em termos econômico-financeiros, quanto em aspectos estruturais e de governança, indaga-se se esse mercado, mesmo com recentes mudanças no sentido de torna-lo “mais acessível”, ainda assim criaria entraves, porque não dizer “insuperáveis”, ao acesso de PME¹²⁸.

¹²⁶ Cf. art. 4º, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações: “Para os efeitos dessa Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”.

¹²⁷ Vide nota 97 *supra*.

¹²⁸ Em conversas com agentes do mercado, o acesso de PME, considerando as questões estruturais ora trazidas sobre essas empresas, ainda é visto com relutância pelos grandes investidores – como visto, maioria na participação na B3 –, porquanto ainda haveria uma necessidade de fazer com que a companhia fique “mais robusta”, maior em

Tal como indicado no tópico anterior, o mercado parece considerar de maneira relevante a premissa trazida por E. FAMA em sua análise sobre eficiência dos mercados e disponibilidade de informações. Nesse sentido, se uma PME que intente acessar esse mercado, tal como ele hoje está estruturado, precisa passar por um processo de “maturação” buscando a robustez em termos de governança corporativa que o mercado considera adequada, inclusive na forma de prestação de informações, falar em descontos regulatórios, simplificação da estrutura obrigacional imputada às companhias abertas e nível de *disclosure* menos incisivo parece uma utopia.

Se o mercado, mesmo com as alterações e estudos recentes promovidos pela CVM nos últimos anos visando ao acesso de novas empresas e novos investidores¹²⁹, principalmente as PME e os investidores pessoas físicas, ainda se mostra bastante incipiente a esses novos participantes, corrobora a ideia aqui trazida de que não bastam alterações normativas e legislativas se as premissas essencialmente econômicas sob as quais esse mercado foi estruturado não são reavaliadas.

No caso brasileiro, como restou nítido da análise do trâmite do projeto de lei que originou a Lei das Sociedades por Ações – concomitante e intrinsecamente ligado ao trâmite do projeto que deu origem à Lei nº 6.385/76 –, as premissas são interpretadas no sentido da criação da “grande empresa nacional” e dos fortes conglomerados empresariais e do incentivo a essas empresas à busca por recursos financeiros no mercado de valores mobiliários, com parca proteção aos investidores¹³⁰.

termos econômico-financeiros, para que seja atrativa aos investidores no *IPO* (pelo seu valor de mercado) e que gere retorno financeiro ao investidor inicial, notadamente o FIP que iniciou o investimento na fase de maturação. Outro aspecto que deve ser considerado é a concentração do mercado de valores mobiliários brasileiro em determinados agentes, não só em termos de disponibilidade de recursos, mas também de investidores de uma fase inicial de uma PME que anseie o acesso a esse mercado. Assim, se são os mesmos agentes que prospectam as companhias para um possível *IPO*, os custos e a disponibilidade de mão-de-obra seriam os mesmos tanto na prospecção de grandes companhias – ou companhias que potencialmente alcançariam esse “patamar mínimo” aceitável pelo mercado após o período de maturação – quanto na de companhias menores, como as PME. Por lógica econômica e sob o viés do custo de oportunidade, para esses agentes que hoje atuam no mercado brasileiro, pode-se afirmar que esse mercado de *IPO* não é acessível às PME, ainda que incidam sobre ele as mudanças regulatórias que a CVM vem implementando nos últimos anos com essa finalidade. Desta forma, como será abordado no terceiro capítulo, faz sentido pensar em novas – e alternativas – formas de financiamento às PME, talvez no próprio mercado de valores mobiliários, que não o mercado acionário, ou se pensar em intervenções estruturais no mercado que viabilizem a entrada de novos agentes que olhariam para as PME tal como elas são, considerando seus aspectos estruturais inerentes.

¹²⁹ Em menção aos estudos promovidos pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores desde 2010 e propostas de alterações em normativos da CVM e em dispositivos legais.

¹³⁰ Essas premissas, como visto em outro momento deste trabalho, permitiram que o mercado de valores mobiliários brasileiro construísse e solidificasse a ideia de um “market for the lemons”, em que somente companhias vistas sob

Em relação à estrutura das companhias, por fim, se resta essa pecha de que o mercado é voltado somente às grandes companhias e que as companhias menores deveriam, via de regra, passar pelo “estágio de maturação” ora mencionado, essas premissas, que criaram uma cultura de custosa – porém, acredita-se, não impossível – superação, se não questionadas, dificilmente permitirão o acesso de empresas menores considerando seus aspectos estruturais aqui abordados e sem a necessidade de atenderem a critérios mercadológicos alcançáveis por uma parcela ainda muito ínfima de empresas.

2.3.2. Flexibilização de obrigações aplicáveis às PME: afronta a *players* do mercado e grandes mídias

Resta evidente que, considerando o contexto histórico abordado no primeiro capítulo e tudo o que se observou neste capítulo, que a economia e a política ainda apresentam forte concentração em poucos agentes, que usam o aparato estatal – legislativo e regulatório – e estruturas autorregulatórias para garantir seus interesses privados.

Para os fins aqui propostos, de se buscar uma análise e intervenções estruturalistas nos regimes societário aplicável às companhias brasileiras e do mercado de valores mobiliários visando à promoção do acesso de PME e novos investidores, a flexibilização de obrigações periódicas e regulamentação incidente nesse âmbito é discussão precípua.

Não obstante o que já foi objeto de consideração nos tópicos anteriores deste segundo capítulo, no que concerne a uma potencial visão do mercado quanto à inferiorização de companhias sujeitas a descontos regulatórios, quando eles são formulados tendo como base a estrutura atual do mercado e as exigências hoje experienciadas, cumpre ressaltar outro aspecto negativo que essa flexibilização traz nesse cenário de forte concentração de poder econômico e político.

O que se observou nos movimentos que tinham esse objetivo, muito como forma de superar um anacronismo representado por publicações em jornais impressos e por uma infinidade de informações de custoso entendimento, foram manobras de grandes *players* do mercado visando à garantia dos seus interesses em detrimento de um funcionamento do mercado menos marcado pela complexidade e de menores custos às companhias.

a pecha de “expropriatórias de minoritários” e pouco transparentes e investidores voltados à especulação dele participariam.

Em um dos casos mais notáveis, qual seja, a Audiência Pública SDM nº 08/2013¹³¹, por meio da qual discutiu-se alterações às Instruções CVM nº 358/02 e nº 480/09 visando à simplificação dos processos de divulgação de informações sobre atos ou fatos relevantes por companhias abertas, notou-se grande participação de associações ligadas a mídias impressas questionando a proposta da CVM de dispensar as companhias abertas da obrigação de realizar tais publicações em jornais de grande circulação, desde que fizessem essas mesmas publicações nos portais de notícias na *internet*. Os comentários desses participantes, em grande medida, questionavam a própria funcionalidade e alcance da *internet* pelos investidores do mercado, o que, de notório saber, não tem qualquer fundamento.

Ainda que essa discussão não tenha alcançado, até o momento, a obrigatoriedade da realização de publicações periódicas e de atos societários, mesmo que por companhias fechadas, em observância às disposições da Lei das Sociedades por Ações, esse movimento das grandes mídias contrário à simplificação desse regime incidente sobre as companhias abertas também em nada beneficia as PME que acessariam o mercado, inclusive por meio de ofertas restritas, já que os emissores de ativos objeto dessas ofertas também se sujeitam à obrigação de divulgação de atos ou fatos relevantes.

No âmbito legislativo, recentes alterações à Lei das Sociedades por Ações também objetivando à simplificação das publicações periódicas feitas pelas companhias podem beneficiar as PME¹³².

¹³¹ Disponível em http://cfasociety.org.br/ph/9_SDM_08-13/sdm0813-relatorio.pdf (acesso em 06/08/2019).

¹³² Cumpre ressaltar, aqui, que, em 06/08/2019, foi publicada no Diário Oficial da União a MP 892/2019 (que perdeu a validade em 03/12/2019), objetivando alterações significativas na Lei das Sociedades por Ações no que concerne à obrigatoriedade de publicações de informações periódicas pelas companhias. Embora isto traga alterações significativas nas conclusões e na análise ora exaradas, e tenha sido editada por razões as quais não serão aqui tratadas, optou-se por mencionar no corpo do trabalho o que está em vigor à data de sua elaboração final e indicar, nesta nota, as propostas que foram trazidas pela referida MP. Pois bem.

A primeira delas objetivava a alteração da redação do artigo 289 da Lei das Sociedades por Ações no sentido de tornar obrigatórias as publicações exigidas pela Lei apenas no *site* da CVM e da entidade administradora do mercado em que os valores mobiliários da companhia são admitidos à negociação, como a B3, por exemplo. A redação vigente do *caput* do artigo 289 da Lei das Sociedades por Ações dispõe que “*as publicações ordenadas pela presente Lei serão feitas no órgão oficial da União ou do Estado ou do Distrito Federal, conforme o lugar em que esteja situada a sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que está situada a sede da companhia*”. A proposta trazida pela MP 892/2019 dispunha, assim, que “*as publicações ordenadas por esta Lei serão feitas nos sítios eletrônicos da Comissão de Valores Mobiliários e da entidade administradora do mercado em que os valores mobiliários da companhia estiverem admitidas (sic) à negociação*”. Além disso, tais informações também seriam divulgadas no *site* da própria companhia, observado que tais documentos teriam sua autenticidade comprovada por certificação digital.

Ainda em relação às mudanças que a controversa MP 892/2019 objetivava trazer, à Lei das Sociedades por Ações objetivava-se incluir uma permissão à CVM de regulamentar o regime de publicação aplicável às companhias, inclusive dispondo sobre quais atos e publicações de companhias abertas devem ser arquivados nas Juntas Comerciais. Em relação às companhias fechadas, a redação proposta para o §4º do artigo 289 dispunha que

A primeira delas, trazida pela Lei nº 13.818/19¹³³, sinaliza mudanças significativas e importantes à Lei das Sociedades por Ações no que concerne ao regime informacional, estabelecendo uma nova redação para o *caput* do artigo 294, o qual dispõe que as companhias que apresentarem menos de 20 acionistas e que possuam patrimônio líquido inferior ou igual a R\$10 milhões¹³⁴ estão dispensadas das publicações previstas no artigo 133 da Lei das Sociedades por Ações (*i.e.* relatório da administração, demonstrações financeiras, parecer de auditores independentes, parecer de conselho fiscal e outros documentos pertinentes à ordem do dia da assembleia geral convocada), desde que arquivem, nas Juntas Comerciais competentes, cópias autenticadas desses documentos objeto da dispensa.

Tal medida beneficia de sobremaneira PME, porquanto reduz os custos com publicações que tais companhias incorrem periodicamente¹³⁵, entretanto, não previu a exclusão do §3º de tal artigo, o qual dispõe que essa dispensa não contempla sociedade controladora de grupo de sociedade ou sociedade filiada a essa controladora¹³⁶. Assim, como observado na Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações, se a intenção do legislador, no tocante à constituição das PME sob a forma de sociedade por ações, foi permitir a essas companhias menores a organização sob a forma de grupos de sociedades nos termos do artigo 265 de tal Lei, aquele dispositivo representaria um óbice à flexibilização da obrigação de publicações periódicas às PME que, porventura, sejam filiadas a essa controladora.

Por fim, no sentido de retomar as discussões sobre acesso de PME ao mercado de valores mobiliários, a controversa MP 881/19 havia trazido uma recente e importante proposta de

“ato do Ministro de Estado da Economia disciplinará a forma de publicação e de divulgação dos atos relativos às companhias fechadas”.

Vale notar, aí, que a MP 892/2019 também pretendia trazer à Lei das Sociedades por Ações uma disposição no sentido de que as publicações feitas nos *sites* da CVM e da entidade administradora dos valores mobiliários (cf. proposta de novo *caput* do artigo 289) e as publicações realizadas por companhias fechadas não seriam cobradas.

¹³³ Tal Lei também pretendia ser objeto de alteração pela MP 892/2019, inclusive quanto à data de sua entrada em vigor. Inicialmente, algumas disposições incluídas/alteradas na Lei das Sociedades por Ações entrariam em vigor a partir de 2022. Nesse sentido, referida MP havia excluído o artigo da Lei nº 13.818/19 que passaria a vigorar a partir dessa data, trazendo alterações ainda mais incisivas à Lei das Sociedades por Ações, como mencionado na nota supra.

¹³⁴ A redação anterior estabelecia o limite de R\$1 milhão, o que deixa de contemplar diversas PME que também são afetadas pelos elevados custos com publicações nos jornais oficiais e de grande circulação.

¹³⁵ Acerca dos exemplos de custos com publicações incorridos por PME, vide nota 85.

¹³⁶ Aqui, cumpre ressaltar que a interpretação que se faz de tal dispositivo no tocante à menção a “grupo de sociedades” relaciona-se à definição de grupo de sociedades trazida e disciplinada pela própria Lei das Sociedades por Ações (artigo 265), e não de grupos econômicos formados por diversas PME que possuem um controle, direto ou indireto, em comum.

alteração na Lei das Sociedades por Ações, e que não foi contemplada na Lei nº 13.874/19. Embora não diga respeito exclusivamente às obrigações de divulgação e publicação de informações periódicas em jornais e veículos oficiais de comunicação, a inclusão de um artigo específico na Lei das Sociedades por Ações passaria a permitir que a CVM estabelecesse dispensa de exigências previstas na Lei das Sociedades por Ações para as companhias que assim definir como PME para fins de acesso ao mercado de valores mobiliários.

Nesse sentido, e considerando um cenário em que tal dispositivo tivesse sido aprovado, é mister que a CVM, que tem por competência, dentre outros, a regulamentação de matérias previstas na Lei das Sociedades por Ações¹³⁷, definisse expressamente quais dispositivos ela poderia dispensar às PME e por quais razões isso se dá¹³⁸, embora ainda dissesse respeito às companhias abertas, que são o objeto de regulação da CVM.

Caso tal discussão volte à tona em outro momento, a CVM poderia considerar nesse estudo prévio custos incorridos por PME para manutenção de uma estrutura de sociedade anônima – muitos decorrentes das publicações de informações periódicas, como visto –, além de considerar os aspectos qualitativos que caracterizam as PME brasileiras, alguns deles objeto de análise no presente estudo. Um deles, e que poderia embasar discussões sobre flexibilização a regras de divulgação de informações, é que as PME, por sua natureza, não possuem um grande número de sócios¹³⁹ e a ideia de um mercado de acesso a elas voltado é que isso seja a tônica, o norte para estruturação de um mercado eficiente.

¹³⁷ Cf. artigo 8º, I da Lei nº 6.385/76: “Art. 8º. *Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I – regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações*”.

¹³⁸ Considerando que a MP 881/19 foi editada em um contexto de discussão sobre liberdade econômica, vale mencionar estudo elaborado por pesquisadores da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas – SP e do Grupo de Estudos “SBDP”, em abril de 2019, no qual propõem a formulação de Lei Nacional de Liberdade Econômica, sugerindo, inclusive, dispositivos que poderiam ser utilizados. Nesse estudo, os acadêmicos tomam como premissa que toda intervenção regulatória estatal deve ser temporária e provisória, tendo de ser revista a fim de evitar anacronismos. Nesse sentido, afirmam que essa premissa, se considerada, mitigaria “o exercício descontrolado da função estatal de ordenar a vida econômica privada, evitando a ineficácia da regulação e as capturas”. Embora não se concorde com todas as premissas adotadas no estudo, muito em razão das práticas por vezes predatórias que um mercado desregulado possa vir a gerar, a CVM, no caso, deveria sempre rever a regulação que formula sobre dispositivos legais e sobre os agentes privados. Assim, uma dispensa que faz sentido hoje, pode não o fazer daqui a uns anos. Estudo intitulado “Para uma Reforma Nacional em Favor da Liberdade Econômica e das Finalidades Públicas da Regulação” disponível em <http://www.sbdp.org.br/wp/wp-content/uploads/2019/04/Lei-Nacional-da-Liberdade-Econômica-FGV-Direito-SP-sbdp-versão-final-04.04.19.docx.pdf> (acesso em 27/07/2019).

¹³⁹ O que será abordado nos tópicos seguintes deste segundo capítulo.

Mais do que trazer uma definição estanque e pautada em um critério econômico-financeiro que nem sempre condiz com a realidade das empresas brasileiras, um estudo aprofundado e estrutural pela CVM é necessário, ainda que as discussões sobre o acesso de PME a formas diversificadas de financiamento no âmbito do mercado de valores mobiliários não tenham evoluído como pretendia a MP 881/19.

É certo que se perdeu uma grande oportunidade de discussão de medidas efetivas para o acesso de PME ao mercado de valores mobiliários, para a simplificação da estrutura de sociedade anônima para empresas menores e, em maior grau, medidas que visassem à mitigação dos efeitos deletérios do histórico poder econômico e político concentrado.

2.4. O papel e o perfil dos investidores

Como se notou nos tópicos anteriores, ao se falar em acesso ao mercado de valores mobiliários, sobretudo de PME, é relevante considerar a segunda face desse acesso, no caso, de novos investidores. Ao se assumir como premissa, neste trabalho, que o mercado de valores mobiliários brasileiro é um “market for lemons” que ainda não se mostra tão atrativo a novos investidores e muito em razão das condutas adotadas por controladores e determinadas companhias, quando se fala do papel do investidor no financiamento de PME nesse mercado, parece-nos tratar de um investidor ainda bastante incipiente nessa seara.

No caso das PME, os investimentos não têm um retorno de curto prazo e, se a companhia ainda é fechada, pode ser que o tempo que ela tome para realizar sua primeira captação pública de recursos seja longo¹⁴⁰ e que o retorno financeiro positivo demore a vir. Assim, a dinâmica atual do mercado de valores mobiliários brasileiro, com ampla participação de companhias e investidores “lemons”, contribui para que o acesso de PME e de novos investidores, sobretudo pessoas físicas, fique ainda mais difícil.

Nesse viés, investidores que poderiam se interessar em investir em uma companhia cuja atividade é bem orientada à consecução de objetivos maiores do que à mera subserviência a interesses de poucos – e determinados – agentes são levados a aplicar seus recursos em títulos

¹⁴⁰ Importante notar que esse prazo ainda é prévio ao registro da companhia junto à CVM. Para acesso a um dos segmentos especiais da B3, quais sejam, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível II, e ter esse “estágio de maturação” que pode durar até 7 anos, é necessário que a companhia obtenha o registro de emissora de valores mobiliários na “Categoria A”.

de renda fixa, sobretudo públicos, por temerem expropriação pelas companhias “lemon”. Sob uma análise de custo de oportunidade, o padrão de conduta que se espera em um “market for lemons” é o de buscar o retorno certo do valor investido, ainda que a remuneração não seja tão atrativa, como é o caso de muitos ativos de renda fixa. E mesmo para as companhias ainda fechadas que desejam obter recursos por outras formas de financiamento mais atrativas, o “market for lemons” brasileiro as leva para mais endividamento junto às tradicionais instituições financeiras.

Segundo pesquisas coordenadas pela ANBIMA¹⁴¹ em 2018, 88% dos brasileiros ainda investem seus recursos em poupança¹⁴², sendo que 44% daqueles que têm renda superior a dez salários mínimos declararam também investir em poupança. Da parcela entrevistada, constatou-se que 56% não tinham qualquer investimento. Nota-se um potencial bastante grande de captação de novos investidores no mercado de valores mobiliários, embora o que se possa concluir aqui seja pautado na análise de critérios essencialmente quantitativos, e não totalmente qualitativos (*i.e.* as razões pelas quais essa parcela da população prefere a poupança aos ativos do mercado de valores mobiliários).

O relatório também apontou que, em relação ao conhecimento geral da população sobre investimentos, 54% não conhecem nenhum produto de investimento¹⁴³ e os que conhecem melhor os produtos além da caderneta de poupança ainda representam a parcela da população de maiores poder aquisitivo e escolaridade. Não obstante a metodologia utilizada na condução de tal pesquisa, nota-se que, de forma espontânea, as opções de investimento ainda não parecem vir à mente de grande parte da população brasileira, evidenciando um cenário de pouca difusão de conhecimento entre esses potenciais investidores.

No que concerne aos investimentos em ações, a pesquisa mostrou que, conquanto 73% dos entrevistados tenham mencionado essa opção de investimento na pesquisa de conhecimento estimulado (isto é, com apresentação de alternativas), apenas 1% declarou investir nesses ativos.

¹⁴¹ Relatório “Raio X do Investidor Brasileiro – 2ª edição” disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2019.htm (acesso em 07/08/2019).

¹⁴² Segundo o relatório, seguido por Previdência Privada (6%), Títulos Privados (5%) – estes representados por debêntures, CDB, LCI, LCA e outros - e Fundos de Investimento (4%). As ações ficam com 2% do total.

¹⁴³ Desse montante, 51% eram mulheres, 27% eram indivíduos com renda de até dois salários mínimos, 45% vivem na região Sudeste e 24%, na região Sul do País. Essa primeira análise foi feita com base em perguntas que exigiam respostas livres dos entrevistados, isto é, não possuíam alternativas que incutissem alguma lembrança. Em um segundo momento, a pesquisa foi conduzida apresentando alternativas de respostas aos participantes, o que fez aumentar os percentuais.

Um dos aspectos que se pode dizer como qualitativo nessa seara, e que poderia ter relação, segundo os condutores da pesquisa, com o porquê de somente 1% dos entrevistados investir em ações, diz respeito à pergunta acerca da exigência ou não de investimento mínimo; no caso das ações, 57% dos entrevistados responderam que o investimento em ações exige um montante mínimo entre R\$1 mil e R\$5 mil, o que não é verdade.

Outra pergunta que poderia ser classificada como qualitativa, embora, possivelmente, não tenha sido feita de forma a gerar respostas espontâneas, mas baseadas em alternativas pré-determinadas¹⁴⁴, relaciona-se às vantagens que os indivíduos veem em investir. Do total pesquisado, 48% afirmaram que a maior vantagem seria a segurança financeira, isto é, a possibilidade de conseguir acumular uma reserva financeira no tempo, em detrimento, inclusive, da facilidade para “sacar” o montante investido¹⁴⁵, ou seja, com base em investimentos em ativos de alta liquidez.

Essa percepção da população, para os fins aqui propostos, pode representar um bom indício de investidores menos *short-sighted*, tais quais aqueles mais adequados, segundo as premissas aqui assumidas, aos investimentos em PME. Entretanto, quando se analisa apenas as respostas sobre os motivos dos investimentos no tocante às ações, a expectativa de retorno financeiro – mesmo que não no curto prazo – ainda predomina (62%), inclusive se comparado às demais opções de investimento objeto da pesquisa. Tal motivação é seguida, igualmente, por “imagem/marca” e “motivo pessoal” (11% cada).

Como visto nesse panorama, o Brasil ainda apresenta um campo fértil para atração de novos investidores, sobretudo se forem dispendidos maiores esforços na difusão do conhecimento econômico entre a população. Além disso, outras medidas, as quais não serão objeto de discussão neste trabalho em razão da complexidade a que não se pretende aqui conferir, tais como incentivos tributários para investimentos em PME, também são profícuas e merecem estudos mais aprofundados.

Ao se tratar do papel e do perfil dos investidores neste trabalho, objetiva-se mais entender se é possível incutir uma cultura de cooperação e de internalização, pelas empresas, de interesses diversos, muito como uma forma de *screening* positivo ao mercado e maior confiabilidade, em

¹⁴⁴ Premissa adotada considerando o resultado apresentado, em forma de gráfico dividido por respostas “padrão” dada pelos entrevistados.

¹⁴⁵ A vantagem do retorno financeiro representou um total de 19%, seguido da facilidade para retirar o dinheiro aplicado (9%).

contrapartida à potencial ideia de que companhias menores – no caso, as PME – possuem estruturas inadequadas aos investimentos em mercados de valores mobiliários e pouca governança.

2.4.1. Quem seriam os investidores de PME?

Tendo em vista o então exposto, e considerando as premissas e ideias adotadas aqui, pode-se afirmar que os investidores que, atualmente, atuam no mercado de valores mobiliários brasileiro ainda não seriam os mais aptos a investir em ativos de PME, sobretudo em ações. Durante os estudos internacionais comparativos conduzidos pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores para a elaboração de propostas de alterações regulatórias, autorregulatórias e legislativas no início da década¹⁴⁶, constatou-se que, nos mercados analisados¹⁴⁷, não há uma forte preocupação dos investidores – muitos deles pessoas físicas – com liquidez no curto prazo das ações emitidas nesses segmentos especiais objeto do estudo, mas sim com o retorno a longo prazo, consideradas as características das PME e a expectativa de crescimento.

Assim, esses investidores não teriam forte apetite em negociar essas ações no mercado secundário (isto é, com outros investidores e *stakeholders*), mostrando um perfil de investidor mais alinhado com o que LYNN STOUT denominou “long-term sighted”¹⁴⁸, em oposição aos interesses de certos investidores focados na valorização, em curto período de tempo, das ações das quais são titulares.

¹⁴⁶ Diagnóstico “*Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações*” disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/abertura-de-capital/beneficios-para-pequenas-e-medias-empresas/ (acesso em 07/08/2019).

¹⁴⁷ Foram analisados os mercados considerados “de acesso” na Inglaterra (AIM), no Canadá (TSXV), na Espanha (MAB), na Polônia (*New Connect*), na Coreia do Sul (KOSDAQ), na China (*Chinext*) e na Austrália (ASX).

¹⁴⁸ A fim de diferenciar investidores *short-term sighted* e *long-term sighted*, a autora traz o conceito de “atitudes míopes” tomadas por administradores de companhias visando a aumentar o valor das ações dessa companhia no curto prazo, considerando aquela premissa já aqui apresentada sobre a eficiência do mercado estar pautada no valor das ações negociadas nesse mercado. Segundo a autora, “*long-term shareholders fear corporate myopia. Short-term shareholders embrace it – and many powerful shareholders today are short-term shareholders*” (in *The Shareholder value myth: how putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. p. 44 – versão eletrônica). A consequência de uma divergência de interesses entre tais investidores e a valorização do acionista – por meio da valorização das suas ações no curto prazo –, segundo Stout, seria análoga à pesca com dinamite, isto é, alguns indivíduos alcançariam resultados grandes e imediatos, mas, no longo prazo, os investidores e a economia, como um todo, perdem.

Não obstante o que será abordado no tópico seguinte, acerca de externalidades negativas no mercado de valores mobiliários geradas por companhias “lemon”¹⁴⁹, guiadas por condutas do acionista controlador, e pelo foco que a Lei das Sociedades por Ações confere a essa figura, uma externalidade negativa que também pode ser imputada ao paradigma do “shareholder primacy” é a indução do surgimento de investidores “lemon”, que são aqueles que presumem que os investimentos em ações de companhias brasileiras, cujas características já foram aqui apontadas, são de curto prazo e que seus interesses não serão considerados na tomada de decisões sensíveis à empresa. Esses investidores, portanto, tendem a ser oportunistas, *short-sighted* e “jogadores individualistas”¹⁵⁰.

Esse cenário, notadamente, não é o que se almeja para um mercado de acesso, que possibilite a entrada de novos investidores, mormente pessoas físicas¹⁵¹, e novas empresas. Mesmo os fundos de investimento, que, como visto nas estatísticas aqui mencionadas, dominam o mercado de valores mobiliários e poderiam, claro, ser utilizados como veículos para investimento em ativos

¹⁴⁹ Ref. a George A. Akerlof. *op. cit.* (vide nota 102)

¹⁵⁰ Interessante notar que, mesmo nos Estados Unidos, os investidores institucionais, que teriam o condão de sinalizar bons investimentos e privilegiar aqueles de longo prazo, uma vez que atuam em benefício de certas pessoas físicas, muitas vezes são orientados por visões de curto prazo, investindo e desinvestindo para manter seu portfólio sempre “em alta”. A pesquisa empírica realizada e a explicação em maiores detalhes foram indicadas por Lynn A. Stout (*The Shareholder value myth: how putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. Berrett-Koehler, 2012, pp. 44-45). No caso brasileiro, a tendência é de investidores com objetivos de curto prazo, especuladores ou que possuem interesses obscuros, como o próprio BNDESPar e fundos de pensão, como visto na chamada “Operação Greenfield”, realizada pela Polícia Federal em 2016, e que apurava distorções em investimentos feitos pelos principais fundos de pensão em diversas companhias abertas, incluindo algumas listadas no Novo Mercado.

¹⁵¹ Como visto em estudos citados neste trabalho, acerca do perfil dos investidores brasileiros e disponibilidade/alocação de recursos, a maior participação de investidores pessoas físicas é desejável e apresenta grande potencial para contribuir ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro. Estatísticas mais recentes da ANBIMA mostraram que as pessoas físicas foram responsáveis apenas 7% das subscrições de ações emitidas por companhias abertas no primeiro semestre de 2019, contra 52% dos investidores institucionais e 41% dos estrangeiros. Em 2018, as pessoas físicas responderam por 5,6% das subscrições, enquanto os investidores institucionais somaram 31,1% e os estrangeiros, 63,3%. Números, estes, que denotam a incipiência da participação desses investidores no mercado acionário. Relatório disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm

de PME, a depender de seus objetivos precípuos¹⁵², ainda parecem buscar mais o retorno financeiro em primeiro lugar e após um tempo não tão longo¹⁵³.

Ainda sobre os resultados verificados pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores, nos países objeto de comparação, notou-se que a prevalência de um tipo de investidor sobre outro varia de acordo com o tamanho da oferta. Os investidores estrangeiros, que têm participação expressiva no mercado acionário brasileiro, ganham relevância quando as ofertas são superiores a US\$80 milhões na Inglaterra, US\$50 milhões no Canadá e US\$200-250 milhões na Austrália. Já os institucionais têm a participação variada a depender do país, podendo chegar a 60% nas ofertas menores, caso do Canadá, ou ter uma participação mais expressiva quando a oferta supera US\$100 milhões, caso da Austrália.

Em relação às pessoas físicas, o diagnóstico elaborado pelo Comitê ressaltou a importância de sua participação nas ofertas menores. No segmento especial da Coreia do Sul – o KOSDAQ –, com *ticket* médio de oferta de US\$71 milhões, a participação de pessoas físicas restava em torno de 40%. Em ofertas com *ticket* pequeno, caso da Polônia (New Connect) e de parte do mercado na Austrália, notou-se a prevalência de pessoas físicas diretamente afetadas pelo negócio investido – um negócio local, por exemplo – característica bastante interessante, uma vez corroborar com a ideia de que o mercado de valores mobiliários também pode ser importante veículo de desenvolvimento regional, o que se assume ser de suma relevância no caso do Brasil. Na Inglaterra, por sua vez, a presença de pessoas físicas se deu por grandes fortunas e investidores de fundos especializados em PME.

Importante notar, também, que nos mercados de acesso analisados é comum a presença de certos assessores que atuam como *gatekeepers*, isto é, instituições intermediárias que prestam serviços a emissores e ao mercado no sentido de assessorá-los na seleção de investidores e investimentos,

¹⁵² Interessante apontar que já há, no mercado brasileiro, fundos de investimento guiados por outros interesses além do mero retorno financeiro. Assim são os chamados “impact funds”, que investem em empresas menores, com expectativa de crescimento econômico no longo prazo e que, necessariamente, gerem um impacto positivo na sociedade. Como exemplo, a VOX Capital, que investe recursos nos “negócios de impacto social”, definido, pela gestora, como “empresas com fins lucrativos e que têm o impacto como parte central de seu negócio” e “negócios que desenvolvam soluções em escala para problemas reais da população da base da pirâmide socioeconômica”. Relatórios e maiores informações sobre tais investimentos em <https://www.voxcapital.com.br/impacto> (acesso em 08/08/2019).

¹⁵³ Em questionamentos feitos a pessoas relacionadas a bancos de investimento e gestoras de *private equity*, notou-se que a média que um fundo permanece investindo em uma companhia fechada é em torno de 5-6 anos, até que haja a venda para outro acionista ou *stakeholder* estratégico ou o *IPO* da companhia investida – neste último caso assumindo algumas premissas exigidas pelo mercado, como o valor da companhia para que compense o retorno do investimento.

respectivamente¹⁵⁴. Nesses mercados, os investidores que aplicam seus recursos nos ativos atraídos ao mercado por esses agentes estariam, em certa medida, investindo na reputação destes, e não propriamente na companhia e no que ela, sozinha, representa. De fato, esses assessores atuam com o intuito de realizar estudos sobre o potencial de cada empresa que leva ao mercado e melhor alocar os recursos nessas empresas, considerando os riscos do investimento e as expectativas dos investidores que atraem¹⁵⁵.

O mercado brasileiro, entretanto, parece distante dessa realidade, ainda que se considerasse a estruturação de um mercado especializado em PME. Como outrora suscitado, os agentes intermediários e gestores que poderiam atuar como os *gatekeepers* verificados nos mercados internacionais não têm interesse na prospecção de companhias menores. Assim, para que um mercado de acesso no Brasil, considerando o perfil dos potenciais investidores brasileiros e o marcante desconhecimento financeiro que se verifica, ganhe impacto, novos – e especializados – intermediários seriam necessários, além de estímulos à difusão do conhecimento econômico na sociedade em geral.

2.4.2. Mudança do paradigma de “shareholder primacy”?

A noção de *shareholder primacy* pode ser reduzida, ainda que de forma bastante simplória, à premissa amplamente aceita por economistas de que uma companhia pertence aos acionistas e a empresa tem por função social a maximização do valor das ações de emissão da companhia e do bem-estar daqueles¹⁵⁶. E isso vem sendo adotado como filosofia de negócio por muitas

¹⁵⁴ Maiores informações sobre a figura do *gatekeeper* em HAENSEL, Taimi. *A figura dos gatekeepers: aplicação às instituições intermediárias do mercado de valores mobiliários brasileiro*. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-04032015-083153/pt-br.php>.

¹⁵⁵ O relatório do Comitê Técnico de Ofertas Menores (*op. cit.*) relata que, em entrevistas com investidores nesses mercados estudados, “o foco dos investidores em ações de PMEs é no retorno potencialmente mais elevado, fruto de um crescimento mais acentuado, apesar do risco” (p. 21).

¹⁵⁶ Nesse sentido, Milton Friedman (in *The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits*. New York Times Magazine 32, 1970); Michael C. Jensen e William H. Meckling (in *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, Oct/1976, v. 3, no. 4. pp. 305-360).

Importante ressaltar que, considerando o contexto em que o termo “shareholder primacy” foi criado e as abordagens desses economistas sobre a relação entre uma companhia e seus acionistas, para os fins do presente trabalho, e também considerando o contexto brasileiro, o termo se aplicaria mais como uma “primazia do acionista controlador” – dada, inclusive, a ênfase que a Lei das Sociedades por Ações confere a essa figura –, do que uma “primazia dos acionistas” – minoritários e controlador.

companhias, sendo possível inferir que esse padrão de comportamento tem o condão de produzir efeitos indesejáveis na própria estrutura empresarial¹⁵⁷ e no mercado de valores mobiliários, porquanto desperta a desconfiança de *stakeholders* e mesmo de agentes internos à companhia, que não possuem poder de decisão ou não têm seus interesses considerados pelos centros de poder. Ainda no âmbito econômico, para R. COASE, a natureza da empresa estaria relacionada à eliminação de conflitos entre agentes produtivos em um mercado marcado por incertezas¹⁵⁸.

Isto posto, considerando a realidade das companhias brasileiras, caracterizadas pela elevada concentração acionária, em que um acionista ou um grupo seletivo assume o controle por meio da titularidade de ações ordinárias que lhe conferem o poder de orientar os negócios da empresa em conformidade com seus interesses, sem considerar – ou pouco considerando – diversos outros que são inerentes ao próprio conceito orgânico de empresa. Nesse sentido, criam-se, internamente à companhia, situações potenciais de conflito não apenas entre acionistas controladores e minoritários, mas também entre estes – mormente o controlador – e trabalhadores, consumidores, credores e a própria comunidade onde a empresa atua.

A própria Lei das Sociedades por Ações, como visto, dá maior ênfase à figura do acionista controlador quando dispõe sobre o exercício do poder de controle em seu artigo 116, deixando clara a relação entre quem detém o poder e quem deveria ser compensado por eventuais abusos, reproduzindo os efeitos de estruturas de poder econômico que marcam a sociedade brasileira desde a sua colonização¹⁵⁹.

¹⁵⁷ Segundo Calixto Salomão Filho (*Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial*. 1ª ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 163), “do ponto de vista prático, o efeito óbvio [da identificação do interesse social aos interesses precípuos dos acionistas] é o estímulo à busca desenfreada de aumento do valor de venda das ações por todos os agentes do mercado. Essa preocupação exclusiva, criadora de realidade unifocal de difícil controle por instrumentos jurídicos, é responsável hoje pela forte tendência à interpretação permissiva de regras contábeis, à mudança de regras contábeis ou até mesmo à maquiagem de balanços (...)”.

¹⁵⁸ COASE, Ronald H. *The nature of the firm*. Economics, new series, vol. 4. No. 16. Nov/1937. pp. 386-405.

¹⁵⁹ A realidade brasileira, a princípio, parece ser pautada em compensações a diversos grupos sociais em razão da priorização dada a outros, tanto economicamente quanto na proteção de direitos. Minorias como povos indígenas, pequenos agricultores e comunidades afetadas por danos ambientais, por exemplo, são os exemplos mais comuns quando se trata de compensações e privilégio de outros interesses. Ao explorar o conceito de *shareholder primacy*, Lynn Stout (*op. cit.*) também traz, em certa medida, uma visão que corrobora a utilização de medidas compensatórias nessa seara, sobretudo ao citar R. Kraakman e H. Hansmann (*The End of History for Corporate Law*): “(...) *ultimate control over the corporation should rest with the shareholder class; the managers of the Corporation should be charged with the obligation to manage the corporation in the interest of its shareholders; other corporate constituencies, such as creditors, employees, suppliers, and customers, should have their interests protected by contractual and regulatory means rather than through participation in corporate governance.*” Embora diga respeito à classe dos acionistas como um todo, entende-se, aqui, ser possível utilizar a mesma ideia aplicada apenas ao acionista controlador, tratando os minoritários como parte dos “*other corporate constituencies*”.

Desta maneira, dada a realidade de poder econômico concentrado e a sua natural tendência ao abuso, pautar a legislação em normas que preveem como esse poder deve agir, e não como ele deve ser mitigado, parece estar contribuindo para sedimentar ainda mais um padrão comportamental de neutralidade e aceitação de uma propriedade disfuncional sobre a empresa. E essa disfuncionalidade pode ser notada quando o acionista controlador, ao exercer o poder de modo a atender aos seus interesses privados, oculta ou supervaloriza informações a serem divulgadas tanto internamente quanto ao mercado.

Nesse ínterim, controlando as informações sobre a “qualidade de seu produto” – no caso, da empresa –, o acionista controlador sempre tentará buscar a maximização do valor das suas ações em um determinado período de tempo, pouco se importando com a sustentabilidade da empresa no longo prazo. Cria-se, com isso, companhias “lemon”¹⁶⁰, cujo padrão de governança é manipular informações, sob diversas justificativas, de modo a fazer com que *stakeholders* olhem apenas o curto prazo (o lucro e a valorização das ações para ganhos imediatos), e não a qualidade do produto, sua “durabilidade” e seu propósito.

Quanto ao mercado de valores mobiliários, é fato notório que o regime informacional de uma companhia, sobretudo quanto à sua atuação e estrutura interna, tem impactos na percepção de *stakeholders* quanto à própria segurança e transparência do mercado como um todo¹⁶¹. Reduzir a atuação empresarial a pouquíssimos interesses que nem sempre são condizentes com um interesse maior que a empresa deve considerar – qual seja, o de cumprir sua função social – sob a justificativa de redução de custos de transação, porquanto há menos interesses “em jogo”¹⁶², contribui para transformar a companhia nesse “lemon” gerador de assimetria informacional e instrumento para exercício – e abuso – de poder econômico.

¹⁶⁰ Ref. nota 102 supra.

¹⁶¹ A dificuldade em selecionar companhias que adotam boas práticas internas e tendem a considerar outros interesses além dos de seus acionistas controladores pode ser tratado como um “market cost” (cf. R. Coase, in *The Nature of the Firm. Op. Cit.*), porquanto há grande assimetria informacional. No entanto, o mercado *per se* não está sendo capaz de diminuir esse “market cost”, nem mesmo com a implantação das práticas de governança corporativa no Novo Mercado.

¹⁶² Harold Demsetz (*Toward a Theory of Property Rights*. *The American Economic Review*, vol. 57, no. 2. May/1967. p. 358) aborda questão semelhante ao tratar das companhias de capital difuso norte-americanas, em que o poder de decisão é delegado a um grupo menor como uma forma de reduzir custos de negociação, já que, se todos os “proprietários”, no caso, os acionistas, participassem de todas as decisões, tais custos seriam demasiadamente elevados. De fato, em companhias com um número muito grande de acionistas e larga difusão acionária, é mais eficiente, em termos de redução de custos, que as decisões sejam tomadas pelos administradores. Não obstante, no caso brasileiro, o Conselho de Administração e a Diretoria executiva são comumente subservientes ao acionista

Tomando o caso das PME, por exemplo, aquelas que se organizam em um grupo econômico – sob controle comum – também se sujeitam a essa redução dos interesses. Ainda que o ideal de um grupo coeso, sinérgico, seja benéfica em certas ocasiões, como já apontado anteriormente, os acionistas minoritários das PME que integram esse grupo ficam com a participação nas decisões bastante restrita e pontual, isto é, apenas para matérias do “dia-a-dia”, e não em relação a decisões mais estratégicas, voltadas ao desenvolvimento da empresa.

Nesse sentido, a “primazia do acionista” e a maximização do valor da ação no curto prazo parecem gerar externalidades negativas no mercado de valores mobiliários¹⁶³, uma vez que se cria um padrão de comportamento predatório indesejado por uma coletividade. Assim, o mercado como um todo passa a ser visto como um ambiente de risco propício a ganhos e perdas no curto prazo, mas inadequado para investimentos mais longos e estratégicos – tais como os investimentos em PME, como se assume aqui e objeto de observação no relatório elaborado pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores –, já que os investidores tendem a considerar a possibilidade de serem expropriados no tempo pelos controladores.

Como já apontado, com a estruturação do mercado de valores mobiliários no Brasil na década de 1970, visou-se à criação de uma estrutura capaz de atender a demandas de grandes empresas e setores considerados estratégicos para o desenvolvimento da indústria brasileira, e não propriamente ser uma alternativa de financiamento empresarial em sentido amplo.

Com o direcionamento de recursos de investidores apenas a empresas de grande porte – uma minoria frente à grande quantidade de empresas de menor porte – sedimentou-se a premissa de que esse mercado é restrito a empresas que, supostamente, teriam o condão de melhor alocar os recursos disponíveis. Entretanto, olhar a eficiência empresarial apenas sob um viés alocativo

controlador, de modo a não haver uma clara independência dos administradores nas decisões de orientação dos negócios da companhia.

¹⁶³ Menciona-se interessante estudo no sentido de refutar os argumentos essencialmente econômicos de que as companhias que não fossem direcionadas à maximização de seu valor e lucros aos acionistas seriam excluídas do mercado. Os autores concluíram que as companhias que seguem essa premissa acabariam por “quebrar” após certo tempo, enquanto outras teriam um impacto positivo no mercado: “(...) *a profit-maximizing firm (i.e. a firm run by an entrepreneur/manager who maximizes profits) will, almost surely, fail in finite time. There are, however, a variety of non-profit-maximizing behaviours that have a positive probability of never failing. Our second result shows that if there is sufficient diversity in the set of potential firms, then some of the firms with a positive probability of survival will find financing in the capital market; consequently, after a long time, most of the surviving firms will not, in fact, be profit maximizers.*” (DUTTA, Prajit K.; RADNER, Roy. “Profit Maximization and the Market Selection Hypothesis”, *The Review of Economic Studies*, vol. 66, no. 4 (oct. 1999).

não parece ser algo que possa induzir o desenvolvimento econômico no País¹⁶⁴. E, como é notável em diversas companhias abertas brasileiras, a tendência a manter as decisões empresariais atreladas aos interesses de acionistas controladores, em detrimento de outros diversos interesses que permeiam a empresa, também não tem sido muito eficiente para o desenvolvimento do nosso mercado de valores mobiliários.

Isto posto, em relação às PME, embora o conceito de *shareholder primacy* tratado pela doutrina tenha maior afinidade à realidade das empresas maiores, mormente as norte-americanas, é possível dizer que esse conceito pode ser aplicado ao acionista controlador quando se considera essa tendência das PME de se associarem em grupo ou de intentarem a obtenção de recursos no mercado de valores mobiliários, sob a premissa – que aqui se contesta – de que essas empresas devem “ficar grandes” e serem controladas por “profissionais do mercado” a fim de ganharem a visibilidade e confiança que a estrutura atual do mercado diz ser exigida.

No caso das PME associadas em grupo, ainda que se possa ver, de forma bastante nítida, o tratamento dado à empresa como uma propriedade de certas pessoas físicas que visam ao lucro que aquela empresa possa gerar com o desenvolvimento de suas atividades – e estas coordenadas e, por vezes, desenvolvidas, por esses mesmos sócios –, quando há essa “profissionalização”, mitiga-se essa propriedade em prol do acionista que passará a orientar os negócios sociais e a produzir as informações financeiras de acordo com seus interesses – nem sempre conhecidos pelos demais sócios¹⁶⁵.

¹⁶⁴ Nesse sentido, não obstante diversos argumentos que prezam pela máxima eficiência da atuação empresarial e pela redução de custos de transação, aponta-se a acertada crítica trazida por J. E. Stiglitz (in *The Price of Inequality: how today's divided society endangers our future*. 1st ed. W.W. Norton & Company. Preface) no sentido de que os mercados não têm agido de forma eficiente na medida em que ainda há uma série de necessidades que não foram supridas por essa “eficiência”, como empregos, superação de desigualdades e questões socioambientais. Quanto a apenas alocar os recursos disponíveis a alguns poucos agentes, o autor (acerca do mercado financeiro) enfatiza que “*bankers received large rewards, though their contribution to society – and even to their firms – had been negative. The wealth given to the elites and to the bankers seemed to arise out of their ability and willingness to take advantage of others*”. Assim, a pretensa eficiência alocativa imputada à atividade empresarial apenas tem possibilitado, tal como aponta Stiglitz, um acordo tácito entre o topo e o resto da sociedade, nos seguintes termos: “*we will provide you jobs and prosperity and you will let us walk away with the bonuses. You all get a share, even if we get a big share.*”

¹⁶⁵ Corroborando essa ideia, Calixto Salomão Filho traz (in *Monopolies and Underdevelopment. op. cit.* pp. 159-160) a afirmação de Keith Dowding (in *Power*, 1996) no sentido de que, sob uma perspectiva da teoria dos jogos, o poder estaria muito mais na estrutura das relações individuais do que no desequilíbrio de forças entre as partes. Se não há um estímulo à cooperação entre os agentes participantes da relação – no caso aqui tratado, dentro das companhias – há maiores chances de comportamentos individualistas. Como enfatiza Dowding, “[t]his is the force of structures. It is not that people are not acting. It is not that they cannot act any other way. It is not that there is no-one with power: everyone has some power, and some more than others, but no one person is required for the end to occur. No one person is the cause, and thus personally responsible for the bad or good outcomes. Each

Por essa razão é que é possível afirmar que o paradigma do *shareholder primacy* trabalhado por STOUT, quando aplicado nesse contexto, diz respeito não à coletividade de acionistas de uma companhia, mas ao controlador, sendo os demais tratados de forma mais afim à figura do *stakeholder* – aquele que carece de informações mais completas e claras – do que do próprio *shareholder*.

person finds themselves in situations that structurally suggest one course of action or another, but they may know that if only they and others could act in concert some other outcome might accrue. Each person's action affects others; indeed, one person's action is (a part of) another's structure." (idem, p. 42).

3. INTERVENÇÕES ESTRUTURALISTAS: NOVO CENÁRIO POSSÍVEL?

Como se notou nos capítulos anteriores, aspectos estruturais históricos influenciaram – e ainda influenciam – a formulação, a interpretação e a aplicação de regras positivadas. No âmbito do que se aqui discute, essas estruturas permitiram a criação de um mercado de valores mobiliários pouco acessível a empresas menores e a investidores pessoas físicas e uma legislação societária bastante centralizada na estrutura das empresas de grande porte, deixando aspectos relativos às empresas menores a um segundo plano, ainda bastante afastado da realidade brasileira.

Do trâmite do Projeto que culminou na publicação da primeira versão da Lei das Sociedades por Ações, restou claro que a Lei não foi desenvolvida de forma a contemplar as PME como um ente singular, mas sim indicando a elas um caminho da associação em grupos como forma de competir em um mercado notadamente marcado pela concentração de recursos financeiros e poder econômico em poucos e determinados agentes.

Como já abordou CALIXTO SALOMÃO FILHO, o direito é, com frequência, influenciado – ou por vezes determinado – por relações de poder e interesse¹⁶⁶, o que, na visão do jurista, também em linha com o pensamento crítico de COMPARATO¹⁶⁷, cria uma “duplicidade de direitos”, um tradicional e outro “avesso”. O primeiro, da forma como interpretado e aplicado, estaria mais voltado à proteção de estruturas, de certos grupos de interesse que determinam regras e moldam instituições sociais; o segundo, o “avesso”, corresponderia a uma interpretação da Lei mais afim à ideia de coletividade e integração¹⁶⁸.

Assim, uma interpretação e aplicação da Lei das Sociedades por Ações, da Lei nº 6.385/76, da regulação e da autorregulação sob o viés tradicional mais aproximaria a discussão às premissas essencialmente econômicas que norteiam essa seara e à garantia de interesses determinados – como a maximização dos lucros a qualquer custo – do que à ideia de interesse social e organização de diversos interesses, muito como forma de integrá-los à realidade empresarial e

¹⁶⁶ Cf. *Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial*, op. cit., p. 123.

¹⁶⁷ Em referência ao artigo publicado pelo eminente jurista Fábio Konder Comparato, *O direito e o avesso*. Est. Av. [online], 2009, v. 23.

¹⁶⁸ Calixto Salomão Filho aponta que um sistema considerado “integracionista” tem como pressuposto a “colaboração na persecução de um interesse social predeterminado”, e não uma contraposição de interesses, tal qual no sistema contratualista (in *Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial*, op. cit., p. 167).

conferir-lhes uma forma mais apropriada de solução de conflitos entre eles¹⁶⁹. Note que esses vínculos obrigacionais entre agentes podem acontecer no âmbito de um espectro mais amplo da regulação, em que o órgão regulador delegaria certas funções aos entes privados, embora sem perder o seu poder de polícia e sua importância enquanto Estado. Também é possível pensar em uma autorregulação não só setorial ou dentro de associações, mas sim internamente às empresas, que podem organizar-se de forma a atender de forma eficientes a determinados objetivos.

RICHARD POSNER¹⁷⁰ já tratou da regulação dos Países periféricos afirmando que estes não teriam recursos – incluindo financeiros – suficientes para uma adequada manutenção de uma estrutura que possibilitasse a melhor eficiência das instituições governamentais e sociais. Assim, precisariam “importar” dos Países desenvolvidos regras que, sob uma visão essencialmente econômica, seriam consideradas eficientes, sobretudo aquelas que regulam a propriedade privada, como forma de impulsionar o desenvolvimento.

Como já visto, a Lei das Sociedades por Ações é fruto da importação do modelo norte-americano das *corporates*, com adaptações voltadas a atender às demandas políticas da época de sua formulação, mas não à realidade das empresas brasileiras¹⁷¹. Se, idealmente, a importação de regras consideradas “eficientes” tem esse objetivo precípuo de impulsionar o desenvolvimento, pode-se considerar que, à época, a política não foi inteiramente fracassada, porquanto se impulsionou certos setores da economia, notadamente o financeiro¹⁷², embora com efeitos indesejáveis para PME e para certas regiões do País.

¹⁶⁹ Para o mesmo jurista, o objetivo da compreensão da sociedade como uma organização não estaria relacionado à uma teoria econômica que vê no interesse social uma organização que tem como fim a obtenção de eficiência econômica, mas sim a uma “*estruturação e organização mais apta a solucionar os conflitos entre esse feixe de contratos e relações jurídicas*” (*Idem*, p. 171). Também na ideia de integração de interesses diversos, o autor sugere uma internalização seletiva de interesses como forma de melhor aproveitar as soluções organizativas de conflitos (*Ibidem*, p. 172).

¹⁷⁰ POSNER, Richard A. “Creating a legal framework for economic development”, in *The World Bank Research Observer*, vol. 13, no. 1 (February, 1998), pp 1-11.

¹⁷¹ Ruy Pereira, em sua obra “Direito Societário e Regulação Econômica” traz alguns aspectos interessantes e importantes sobre a relação, que considera de “retroalimentação”, entre “governança dos mercados” e “governança das sociedades”. Nesse sentido, o autor enfatiza que nem sempre a convergência e sobreposição desses dois vieses da governança significam captura ou desvirtuamento, mas sim que a participação de empresas na criação da regulação é um primeiro passo para seu cumprimento e sua aceitação (in CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. *Op. Cit.*; Prólogo)

¹⁷² Carvalhosa tece largas críticas à hegemonia dos grandes grupos econômicos e a manutenção desse poder por meio da Lei das Sociedades por Ações. Para o autor, “(...) *como toda lei injusta e anti-social, a nova lei de S.A. criará privilégios especiais e específicos para determinados grupos econômicos.*” (in *A Nova Lei das Sociedades Anônimas: Seu Modelo Econômico. Op. cit.* p. 138).

Também tecendo críticas nessa seara, GUERREIRO afirma que “[a] atuação da empresa tem escapado sistematicamente às previsões legislativas, em razão da incompreensível inércia dos governos quanto à regulação efetiva dos abusos do poder econômico, cuja legislação se encontra escandalosamente atrasada (...). Parece, no entanto, que nós, os juristas, com as exceções de praxe, confiamos demais nas aparências e nos sintomas e sentimos uma preguiça tropical de invadir as essências e as causas dos distúrbios sociais e econômicos que nos incumbe resolver”¹⁷³.

A crítica estruturalista que aqui se propõe, e que visa a questionar as premissas sobre as quais emergiram todo o aparato legislativo e regulatório que atuam sobre as esferas societárias e econômicas, busca, também, – e o faz desde a análise do contexto histórico e dos interesses envolvidos nas construções legislativa e regulatória – “invadir as essências e as causas dos distúrbios sociais e econômicos que nos incumbe resolver”¹⁷⁴. Como já indicado neste trabalho, a busca é por um Direito que seja um instrumento de transformação social e superação da *path dependence*¹⁷⁵.

A primeira indagação que aqui se coloca é se a legislação e a regulação atuais poderiam, também, comportar um “avesso” que permitisse o ingresso e a permanência, no mercado de valores mobiliários, de investidores mais aptos à cooperação e mais próximos à ideia de *prosocial investors* trazida por STOUT e de PME. A tendência de resposta, no contexto atual do mercado, é de que uma interpretação nesse sentido ainda encontraria bastante resistência¹⁷⁶.

Como se viu, sobretudo na análise do trâmite legislativo do Projeto da Lei das Sociedades por Ações, havia muitos interesses aos quais se buscava conferir maior proteção. Assim, tal Lei, da

¹⁷³ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sociologia do Poder na Sociedade Anônima”, in *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, Ano XXIX, n. 77, Janeiro-Março/1990. p. 51.

¹⁷⁴ *Idem*.

¹⁷⁵ Ref. nota 15.

¹⁷⁶ Corroborando esse argumento da resistência a mudanças que tragam um novo viés ao mercado de valores mobiliários, há alguns anos o Grupo de Pesquisa e Extensão “Estudos Crítico-Estruturalistas em Direito Comercial (ECEDCOM) da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo formulou uma proposta, que foi apresentada à B3, para reformulação de segmentos de listagem visando à inclusão, em regulamento, de cláusulas voltadas aos chamados negócios de impacto social, que têm por objetivo, além da geração de lucros, o impacto social e/ou ambiental positivo e mensurável. A proposta não foi acatada na audiência pública para alteração dos regulamentos dos segmentos de listagem da B3. Também nesse sentido Ronald Gilson, Henry Hansmann e Mariana Pargendler (*Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU. op. cit.*), quando afirmam que “(...) a close look at the country’s history reveals that legal reforms attempting to create the preconditions for capital market development invariably faced significant resistance from established groups that benefited from the status quo” (p. 9).

forma como interpretada e aplicada, traduz, além desses interesses, valores históricos¹⁷⁷ que refletem a realidade apresentada no Primeiro Capítulo do presente trabalho, isto é, instituições sociais e econômicas pautadas em estruturas de poder econômico concentrado e um lapso na busca por conhecimento social.

Um mercado de acesso que se mostrasse inclusivo a novos investidores e empresas menores deveria ser estruturado e implementado considerando premissas outras que não essas essencialmente econômicas.

Uma dessas premissas que guiam o mercado de valores mobiliários, e que tem um impacto significativo quando se trata de PME, é a ideia de eficiência como o reflexo pleno, no preço das ações, das informações que a companhia disponibiliza. Nesse cenário, considerando uma tendência natural do ser humano de aversão a perdas, à incerteza e, em certa medida, a assumir certos riscos¹⁷⁸, um mercado baseado nas informações de tal forma seria, indubitavelmente, melhor aproveitado por companhia maiores, estruturalmente mais robustas e complexas e administradas por nomes conhecidos do mercado, e por investidores com capacidades mais desenvolvidas de obtenção, análise e checagem de informações¹⁷⁹. Caso contrário, as ações negociadas por empresas menores e com estruturas menos complexas dificilmente teriam a liquidez necessária para serem atraentes aos investidores que hoje acessam o mercado de valores mobiliários. Assim, questiona-se, também, se o mercado “tradicional”, além da possibilidade de

¹⁷⁷ Para Calixto Salomão Filho, citando G. Calabresi, não há normas “vazias”, isto é, sem algum interesse ou valor a ser protegido. Então, a sociedade, ao cumprir regras, é uma representação de valores estabelecidos, porquanto traduz esses valores (in “Globalização e Teoria Jurídica do Conhecimento Econômico”. *Direito Global*, Carlos Ari Sundfeld e Oscar V. Vieira (coord.). São Paulo: Max Limonad, 1999. p. 267).

¹⁷⁸ Lynn Stout contesta o conceito de eficiência baseada nessa premissa econômica de que um mercado equilibrado e eficiente é aquele cujas ações negociadas refletem com precisão (*accuracy*) as informações disponibilizadas e que todos os investidores estariam “fully informed”, uma vez que, segundo ela, os investidores têm percepções, opiniões e capacidades de análise diferentes quanto aos potenciais efeitos de uma informação e quanto aos riscos atrelados aos investimentos e, além disso, as informações teriam um custo, que varia de investidor para investidor (in STOUT, Lynn. *The Mechanisms of Market Inefficiency*. UCLA School of Law. Research Paper nº 04-8:

¹⁷⁹ Ainda segundo Stout, “(...) *information, like other resources, is costly. Moreover, the cost of acquiring, analyzing, and verifying different information varies substantially from investor to investor. Even when a particular piece of data is technically in the public domain, in many cases it is likely to be obtained and analyzed only by a small subset of all investors. Thus the fact that information may be ‘public’ does not necessarily imply that all investors are actually aware of it. How, then, can Market prices behave as if all investors know the information?*” (*idem*, p. 652). Assim, parece-nos que, mais do que disponibilizar informações e garantir a transparência e o *full disclosure* almejados pelo mercado, são necessários conhecimento específico, tempo e recursos tanto para preparar, quanto para analisar essas informações, o que ainda parece distante do perfil médio do investidor brasileiro, sobretudo as pessoas físicas, e da maioria das PME, que, assume-se aqui, apresentam as características estruturais mencionadas no Primeiro Capítulo.

uma interpretação de normas “ao avesso”, seria, de fato, acessível e adequado a essas empresas menores e investidores pessoas físicas.

No caso do mercado de acesso, se fossem consideradas premissas e estruturas semelhantes, caberia às PME tornarem-se “grandes” e “robustas”, como já aqui observado, ou recorrerem a profissionais do mercado que ofertariam mais do que as ações dessas PME, e sim a sua própria reputação – os *market makers* –, já que eles teriam, regra geral, melhor conhecimento técnico e disponibilidade para analisar as informações disponibilizadas por essas companhias menores.

Em relação às normas societárias e aquelas incidentes sobre o mercado, se a importação de regras foi importante em um determinado momento da história econômica e política do País, a continuidade da forma de interpretação e aplicação delas, atualmente, parece-nos anacrônico. Como apontado no Capítulo anterior, razoáveis descontos normativos e simplificação de estruturas de obrigações a que as companhias brasileiras estão sujeitas, embora tendam a encontrar resistência do mercado, são necessários para se permitir essa permissividade¹⁸⁰.

No cenário externo, a movimentação vem sendo no sentido de tornar o mercado e as companhias cada vez mais alinhados a interesses diversos, em uma abordagem mais próxima à ideia integracionista já aqui tratada de forma breve e àquela do “avesso” do Direito Comercial.

Nos Estados Unidos, a *Business Roundtable* publicou novo manifesto, assinado por 181 CEOs, no sentido de conferir uma nova visão, mais atual, de propósito dos negócios e das companhias. Nesse manifesto, afirmou-se o anacronismo de uma visão estreita e focada no *shareholder primacy* e reforçou-se, em contrapartida, a necessidade premente de as companhias focarem seu desenvolvimento na geração de valor a longo prazo por meio da integração efetiva dos interesses de trabalhadores, investidores, comunidade, fornecedores e consumidores¹⁸¹.

¹⁸⁰ Para Sheila C. Neder Cerezetti, “(...) é papel da regulação incentivar e promover verdadeira participação, assegurando, em uma ponta, a oportunidade de investimento e, em outra, a possibilidade de ofertar produtos no mercado”, ressaltando que “não parece ser recomendável que o propósito de facilitar o acesso justifique sacrifícios regulatórios elevados, em especial em termos de proteção a investidores. (...) um bom caminho, ao que tudo indica, seria diminuir o peso regulatório especificamente no que diz respeito a burocracias e custos para entrada e manutenção de novos emissores” (in “Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento”, *Regulação e Desenvolvimento - Novos Temas. Op. Cit.*).

¹⁸¹ Business Roundtable é uma associação norte-americana que reúne os executivos (exclusivamente CEOs) de grandes companhias norte-americanas visando à discussão de temas relacionados à governança corporativa e ao aprimoramento da legislação em matérias corporativas. <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans> (acesso em 01.10.2019).

Essa visão externa pode trazer uma nova forma de estruturar um mercado de acesso que possa ser considerado eficiente, no sentido de permitir uma atratividade de novos investidores e empresas e a aproximação entre esses agentes. Para os fins ora propostos, o estímulo à cooperação, a superação da ideia de primazia do acionista – do controlador, principalmente – e a internalização, ainda que seletiva, de interesses diversos no âmbito decisório das companhias pode ser o ponto de partida na estruturação desse novo mercado¹⁸².

3.1. A crítica sobre o duplo acesso

Como se notou no Capítulo anterior, o Brasil tem um potencial bastante grande tanto do ponto de vista do acesso de novos investidores – considerando um atual cenário de deficiência de educação financeira e aplicações de recursos financeiros em poupança ou em nenhum tipo de investimento – quanto do ponto de vista do acesso de novas empresas, sobretudo as PME¹⁸³. SHEILA CERZETTI já apontou que a atração do investidor depende “*da boa qualidade da estrutura normativa que fundamenta a participação acionária*”, assegurando “*direitos ao longo*

¹⁸² Carl Bergstrom *et. al.*, em artigo sobre comportamentos dos indivíduos em diversas situações institucionais, apontam que os mercados deveriam se apoiar em valores criados por eles mesmos para que funcionem de forma efetiva, e não em valores que tenham surgido antes deles. Embora isso deva ser visto com parcimônia, entende-se, porquanto os valores de uma sociedade e a realidade histórico-estrutural dela devam ser considerados, os autores apontam que os mercados são construções humanas, e, com isso, os indivíduos tenderiam a se envolver mais em uma gama de regras e instituições das quais tenham participado da criação. Assim, argumentam que “*(...) a vital step in the evolution of smoothly functioning social and financial institutions is the process by which the players themselves choose or modify the rules of the game. By turning simple games, often with non cooperative solutions, into mechanism design problems, agents can expand the possibilities for stable pro-social interaction, thereby facilitating exchange and generating values*”, mais próximo de um cenário de autorregulação do que de um cenário – pelo menos nos moldes atuais, ainda muito pautado na ideia de captura outrora trazida – legislativo e regulatório. (“*Building Trust by Wasting Time*”, in *Moral Markets: the critical role of values in the economy* / edited by Paul J. Zak, with a foreword of Michael C. Jensen)

¹⁸³ Felice Friedman e Claire Grose, em interessante artigo sobre promoção de acesso ao mercado de valores mobiliários, ressaltam a incipiência desses mercados em países emergentes, incluindo o Brasil, indicando, também, que “[i]f emerging markets are unable to serve as a major source of capital for their leading issuers, perhaps, in the face of globalization, their strategic focus should be instead on serving the smaller, less well-known domestic issuer. Indeed, small and medium sized enterprises (SMEs) form the economic backbone of most emerging market economies. Instead of focusing on prime issuers who, it appears, may leave home as soon as they are able, emerging markets could concentrate on improving access to finance for SMEs, and increasing market participation by domestic retail and institutional investors. However, while many emerging markets support a stock exchange, in most cases this has not seemed to be an effective source of financing for domestic SMEs.” (cf. *Promoting Access to Primary Equity Markets: A Legal and Regulatory Approach*. World Bank Policy Research Working Paper Series, 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=913188>; pp. 4-5).

de todo o processo de investimento: entrada, manutenção e eventual saída”, além de informações adequadas e um ambiente não marcado pela concentração de poder¹⁸⁴.

É de notório saber, e objeto de bastante estudo na doutrina, que o mercado de valores mobiliários é marcado pela assimetria de informações e pela dificuldade, pelo investidor – sobretudo pessoa física –, em acessar informações claras, adequadas e completas sobre as companhias investidas. Uma das formas, via de regra, de mitigar os efeitos de assimetria informacional é garantir a prospecção aos agentes que já atuam no mercado, como os bancos de investimento e os *market makers*¹⁸⁵ e os investidores confiariam nesses agentes, e não nas companhias que investem.

Tomadas de decisão tendo esse viés parece-nos mais algo relacionado à heurística¹⁸⁶, à decisão fundamentada em aspectos superficiais da realidade, do que à necessária, embora custosa, busca de informações sobre a realidade da companhia que se pretende investir. O que se assume, aqui, é que um mercado de acesso que possa ser considerado eficiente na aproximação entre novos investidores, sobretudo as pessoas físicas, e as PME deve ser marcado pela facilidade dessa aproximação, idealmente com o menor número de intermediários possível, inclusive como forma de redução dos custos da oferta. Indubitavelmente, esse mercado seria bem mais simples do que o mercado de valores mobiliários tradicional, marcado por outros princípios, instituições e estruturas¹⁸⁷.

¹⁸⁴ *Idem.* p. 205.

¹⁸⁵ Acerca da assimetria informacional no mercado de valores mobiliários, Bernard S. Black afirmou que alguns Países conseguiram, ainda que parcialmente, mitigar a influência dessa distorção de mercado por meio de leis e instituições – públicas e privadas – que dariam certo conforto aos investidores quanto às companhias que atuam no mercado. Segundo o autor, “[a]mong the most important institutions are reputational intermediaries – accounting firms, investment banking firms, law firms, and stock exchanges – who vouch for the quality of securities. These intermediaries are credible because they are repeat players who will suffer a loss of reputation if they let a particular company exaggerate its prospects, that exceeds the intermediary’s one-time gains from permitting the exaggeration.” (in “Strengthening Brazil’s Securities Markets”, in *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, Outubro, 2001. p. 43.). Nota-se, entretanto, e possivelmente pela época em que o artigo foi escrito, que o autor ainda guarda a plena confiança nos agentes de mercado, o que, com a crise de 2008 nos Estados Unidos, provou-se ser uma falácia.

¹⁸⁶ Daniel Kahneman, vencedor do prêmio Nobel de Economia em 2002, é um dos maiores expoentes da economia comportamental. Em sua *lecture*, fez uma breve abordagem sobre heurística de julgamento, afirmando que “(...) people rely on a limited number of heuristic principles which reduce the complex tasks of assessing probabilities and predicting values to simpler judgmental operations.” Disponível em <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/kahnemann-lecture.pdf>

¹⁸⁷ Ruy Pereira (*op. cit.* pp. 11-12), ao tratar dos objetivos e propósitos da regulação, enfatiza ser inócuo estabelecer um objetivo único da regulação, uma vez que o interesse público e os valores sociais variam ao longo do tempo, embora seja de suma importância que se tenha clareza quanto a esses objetivos pretendidos, como forma de controlar a eficiência da regulação e monitorar seus resultados. Assim, segundo o autor, “(...) podem existir vários meios ou instrumentos à disposição do regulador, e a ineficiência da regulação decorrerá da falta de adequação entre tais instrumentos e os objetivos postos (regulatory mismatch)”.

Como alternativa aos entraves encontrados no mercado de valores mobiliários para o financiamento de PME¹⁸⁸, a “revolução” do mercado financeiro com a entrada das *fintechs* vem trazendo essa aproximação entre investidores e PME em operações de empréstimos diretos, os chamados P2P (*peer-to-peer*). Uma das *fintechs* que vem operando nesse segmento, a Nexoos, já intermediou o empréstimo de R\$155 milhões de pessoas físicas para mais de 1.500 PME¹⁸⁹. Outra alternativa, já objeto de regulação pela CVM por meio da Instrução CVM nº 588/17, é o *equity crowdfunding*, que utiliza plataformas *online* para viabilizar a aproximação entre agentes superavitários e deficitários.

Na seara regulatória, a CVM optou por dispensar o registro das ofertas públicas de valores mobiliários de sociedades de pequeno porte¹⁹⁰ realizadas por meio dessas plataformas, deixando clara a diferença entre essa forma de financiamento e os empréstimos P2P acima mencionados. O *ticket* máximo de captação para que haja a dispensa de registro é de R\$5 milhões, isto é, um valor que aproxima empresas ainda em fase inicial – as *startups* – do que às PME mais consolidadas no mercado e que, para fins de capital de giro, possivelmente demandariam um volume maior de recursos para fazer frente as suas atividades.

De fato, se o mercado de valores mobiliários atual não vem conseguindo ser uma plataforma eficaz na aproximação entre PME e investidores, sobretudo pessoas físicas, e se considerarmos que, nesse mercado, ainda há “exigências” mínimas para que uma companhia possa realizar um *IPO*¹⁹¹, e as formas tradicionais de financiamento às PME, como os financiamentos bancários, também não se mostram tão vantajosas, a disrupção pela qual o mercado financeiro vem passando pode trazer – e, como visto, tem trazido – boas alternativas para o financiamento de PME, embora ainda não se aproxime das intervenções estruturalistas de que carece o mercado em geral.

¹⁸⁸ Felice Friedman e Claire Grose (*op. cit.*) ressaltam a dificuldade de adaptação do mercado tradicional às necessidades dessas empresas, indicando, inclusive, que esse mercado pode nem ser a melhor alternativa de financiamento a elas.

¹⁸⁹ Disponível em <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2019/07/09/fintechs-atraem-pessoas-fisicas-para-financiar-pequena-empresa.ghtml>

¹⁹⁰ Note que, embora neste trabalho os critérios adotados para se conceituar as PME no Brasil tenham uma abordagem mais estrutural e qualitativa, a CVM optou pela receita bruta anual como critério de qualificação de uma sociedade de pequeno porte para fins de incidência da Instrução CVM nº 588/17, que, no caso, é de até R\$10.000.000,00, inclusive para sociedade de pequeno porte que seja controlada por pessoa jurídica ou fundo de investimento, o que, nesse caso, esse limite deve ser observado para todo o grupo sob controle comum.

¹⁹¹ Vide nota 127 *supra*.

Sob uma perspectiva mais estruturalista, uma das barreiras ao acesso é decorrente do poder econômico concentrado que se instalou. Criando centros de informação que permitem a perpetuação de desequilíbrios sociais¹⁹², impede-se a difusão do conhecimento, o devido processo econômico, a formação de escolhas pessoais dos indivíduos e a inclusão de novos agentes nesse processo. Como se notou na análise dos perfis dos investidores pessoas físicas no Brasil¹⁹³, o desconhecimento ainda é um dos principais entraves ao direcionamento de recursos de pessoas físicas no Brasil a outras formas de investimento além da poupança.

A preocupação que se deve ter em mente quando se trata da rediscussão das premissas que envolvem o mercado de valores mobiliários e o Direito Societário, e que impacta diretamente na duplicidade de acesso de que aqui se trata, é limitar a quantidade e o teor de medidas compensatórias nessas searas¹⁹⁴. O cerne, aqui, passa a ser disciplinar esses centros de poder econômico, com medidas de “re-institucionalizar” esse mercado e novas formas de interpretar dispositivos já existentes.

A Lei das Sociedades por Ações, por exemplo, ao estabelecer uma distinção entre os acionistas – no caso, o controlador e os demais – e o poder que o primeiro exerce sobre a companhia, possibilita que condutas do acionista controlador que sejam – ou potencialmente sejam – conflitantes com deveres imputados a esse poder em relação à companhia, aos demais acionistas e outros *stakeholders* sejam o gatilho para compensações a esses interesses.

Considerando o mercado de valores mobiliários atual, o estímulo ao acesso (e permanência) de novos investidores, do ponto de vista do Direito Societário, poderia se dar com formas orgânicas de resolução de conflitos, como visto, e, em última instância, eficientes e razoáveis mecanismos de saída da sociedade¹⁹⁵.

¹⁹² SALOMÃO FILHO, Calixto. *Monopolies and underdevelopment*. Edward Elgar, 2015, in “Conclusion: the end or beginning of history?”.

¹⁹³ Vide nota 140 supra.

¹⁹⁴ Como esclarece Calixto Salomão Filho, as medidas compensatórias visariam a uma eficiência corporativa no sentido de redução de custos de transação em matéria de conflito de interesses, mas evitariam que tais conflitos fossem resolvidos de maneira orgânica (in *O Novo Direito Societário*. *Op. cit.* pp. 51-52). Sob a perspectiva de teorias econômicas, haveria equilíbrio em relações se quem detém o poder, e auferisse vantagens desse poder, fosse capaz de indenizar quem eventualmente seja prejudicado nesse contexto. De fato, medidas compensatórias são importantes em contextos específicos e, idealmente, em situações pontuais, para mitigar os efeitos gerados por desequilíbrios econômicos ou sociais, mas não devem ser a tônica das relações sociais. A prevalência, entende-se, e sempre que possível, deve ser pela inclusão de novos agentes nos processos decisórios e pela internalização, mesmo que seletiva, de interesses diversos como forma de resolver os potenciais e efetivos conflitos no âmbito da governança.

¹⁹⁵ Embora assumindo premissas distintas das que aqui se assume, Mette Neville traz conclusões importantes acerca das principais causas de conflitos entre acionistas nas PME e sobre mecanismos eficientes de saída. Segundo o

Se esse mercado ainda estimula a formação, pelas PME, de grupos econômicos sob controle comum para que a sociedade controladora alcance os padrões mínimos exigidos, órgãos internos poderiam ser criados visando à solução dos conflitos, similar a uma área de relacionamento com investidores, mas que fosse mais voltada a ouvir as demandas dos “sócios internos”, e não apenas as demandas do mercado quanto a esclarecimentos sobre variações no preço das ações, por exemplo.

Indubitavelmente, a prestação de informações nesse mercado é imprescindível para que ele opere na forma como atualmente o faz, no entanto, uma intervenção estruturalista nessa seara teria por objetivo trazer esse olhar sobre alguns interesses que são relegados a um segundo plano quando a companhia se prepara para o *IPO* ou após a realização deste. Aqui, o disposto no parágrafo único do artigo 116 da Lei das Sociedades por Ações, por exemplo, poderia ser interpretado sob um novo viés, menos voltado a uma governança corporativa “extrativista”, baseada na premissa econômica de que o papel dos executivos de uma companhia é voltar seus esforços na obtenção do maior valor aos acionistas no menor tempo, e mais voltado a uma governança corporativa “integracionista”, em que o valor da companhia extrapola o valor das ações e integra outras noções de valor, como o impacto social positivo que a companhia gera, o direcionamento a um propósito maior e aferível, a ética como mote nas decisões estratégicas e foco na cooperação.

Sendo notável uma mudança de mentalidade dos investidores e potenciais investidores no mundo¹⁹⁶, as novas empresas que acessam o mercado já devem integrar esses novos valores à

autor, uma cláusula de saída em casos específicos poderia ser mais eficiente do que uma eventual decisão judicial, algo externo à sociedade (cf. *A Statutory Buy-Out Right in SMEs - An Important Corporate Governance Mechanism and Minority Protection?* (2010). COMPANY LAW AND SMEs, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen, eds., Thomson Reuters, 2010; Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-03. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1709954>.)

¹⁹⁶ Em matéria do jornal Valor Econômico sobre o crescimento de um movimento contrário à noção anacrônica do *shareholder primacy*, Larry Fink, CEO da gestora BlackRock, indicou que usará maiores filtros para selecionar, para investimentos, empresas que têm outros propósitos além do lucro e que não tenham uma visão autocentrada – que não considera interesses diversos – e não sejam *short-term sighted*. A matéria ainda afirma que a geração “millennial”, que já representa 35% da força de trabalho, querem comprar, trabalhar e investir em empresas alinhadas a seus valores, sobretudo em empresas que trazem impacto social positivo ou estejam alinhadas com questões de sustentabilidade (<https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2019/08/30/o-novo-normal-dos-negocios-e-alisar-lucro-a-criterios-mais-sustentaveis-de-aplicacao.ghtml?GLBID=11845d5eb63d20a0c4ab8d9913da001a5684644385f5a496e4d427466632d65723133414b62516955584846475666386a683049304449504d4e78613536796761436668797669385a4f594d737649634735695239456a2d726c6a6e356751775f6733744555673d3d3a303a6c656f343438332e32303136> – acesso em 12.10.2019). Além disso, o próprio presidente da B3, Gilson Finkelstein, afirmou que a tendência do mercado de valores mobiliários é ver uma crescente no número de ofertas menores em razão do maior interesse de bancos e

sua governança. As PME, entende-se, muito pela influência mais local e mais direta, próxima da comunidade, dos consumidores e dos trabalhadores, que podem atingir com suas atividades, teriam grande potencial em gerar impacto positivo e representar uma alternativa às muitas companhias *lemon* que atualmente integram o mercado de valores mobiliários brasileiro¹⁹⁷.

Embora a mentalidade do investidor “médio” ainda seja guiada pelo fenômeno psicológico da aversão ao risco, o que faz com que esse investidor, para direcionar seus recursos aos investimentos em ações, busque uma contrapartida, normalmente financeira, que “compense” as eventuais perdas¹⁹⁸, exigindo das companhias um gerenciamento de riscos focado na garantia do melhor resultado financeiro para o acionista, como se viu, há grande movimento que almeja uma mudança dessa mentalidade focada no par “risco de perda - compensação”.

No caso da Lei das Sociedades por Ações, o artigo 2º ainda traz a ideia de que a função da companhia é gerar lucro e distribuir aos seus acionistas, conferindo uma visão unilateral à administração e às áreas de controles internos e *compliance* da companhia. Por outro lado, a mesma Lei prevê o atendimento da *função social da empresa*, o que, embora objeto de inúmeras discussões doutrinárias que não são abordadas de forma aprofundada neste trabalho, entende-se ser mais afim ao posicionamento de BULGARELLI, em “A Teoria Jurídica da Empresa”:

*“Por função social deve-se entender, no estágio do nosso desenvolvimento socioeconômico, o respeito aos direitos e interesses dos que se situam em torno da empresa. Daí que a doutrina brasileira assinala essa função relativamente aos trabalhadores, aos consumidores e à comunidade, o que parece evidente.”*¹⁹⁹

Deste modo, um gerenciamento de riscos mais próximo às ideias atuais sobre as empresas deveria considerar outras métricas além das estritamente econômico-financeiras que visam ao retorno de capital ao acionista. Essa parece ser a tendência que se observa no mercado em geral e que tem feito investidores repensarem suas estratégias de investimento. Novamente, as PME,

gestoras de *private equity* em trabalhar com empresas menores, cf. <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2019/10/10/tamanho-mdio-de-ipos-deve-diminuir-diz-presidente-da-bolsa.ghtml> (acesso em 10/10/2019)

¹⁹⁷ Em recente estudo conduzido pela consultoria Alvarez & Marsal apontou em 45% das companhias listadas na B3 podem deixar de existir. As razões apontadas relacionam-se a problemas de governança, má gestão, falta de planejamento e de investimentos em inovação. Disponível em <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2019/10/10/estudo-mostra-que-45percent-das-empresas-da-bolsa-podem-deixar-de-existir.ghtml> (acesso em 10.10.2019).

¹⁹⁸ Cf. Lynn Stout. *The Mechanisms of Market Inefficiency* (Op. Cit.). p. 662.

¹⁹⁹ Ref. nota 50.

muito por seu caráter regional, poderiam, de forma mais eficiente, mensurar o impacto positivo de suas atividades em determinada comunidade e conhecer melhor os riscos a que seus *stakeholders* estariam sujeitos²⁰⁰, inclusive como forma de *screening* positivo ao mercado.

Ainda sob uma perspectiva estruturalista em relação ao investidor, um mercado de acesso eficiente na aproximação entre investidores e empresas deveria considerar um cenário em que esses investidores pudessem investir seus recursos financeiros e atuarem de forma proativa e engajada no desenvolvimento da empresa investida, mesmo que conferindo a gestão direta da sociedade a executivos. No mercado de valores mobiliários “tradicional”, o que se nota é a prevalência de relações não continuativas entre os acionistas de uma companhia e de investidores *asocial*²⁰¹.

Nesse sentido, questiona-se se o Direito poderia atuar de forma a desestimular o ingresso de investidores interessados na maximização, em curto prazo, da performance econômico-financeira da companhia – muito como forma de gerar valor às ações de sua titularidade – em detrimento de um desenvolvimento sustentável ao longo do tempo, que considerasse interesses e propósitos outros que não os estritamente econômicos.

Mesmo em relação aos FIP e à “indústria de *private equity*”, a realidade é de investimento durante um certo período – o “período de maturação” –, seguido de uma fase de desinvestimento, que pode ter seu fim no *IPO*²⁰². Como já assinalado²⁰³, o *private equity*, em geral, ainda tem como premissa fundamental o crescimento econômico-financeiro da companhia investida durante esse período, isto é, ainda se exige que a companhia menor se torne grande, robusta de tal forma que compense, financeiramente, o investimento feito pelo FIP.

²⁰⁰ Aqui, adota-se a premissa de que as PME teriam um impacto de abrangência mais restrita em relação às grandes empresas, estas que, embora possam contar com estruturas muito mais robustas, inclusive de gerenciamento de riscos, teriam maior dificuldade em saber quem são, realmente, seus *stakeholders* e quais são os interesses destes. Assim, quem investiria em uma grande empresa estaria muito mais interessado no retorno financeiro do investimento do que nas externalidades – positivas e negativas – geradas pelas atividades dessa empresa.

²⁰¹ Em uma análise sobre o subdesenvolvimento, Calixto Salomão Filho aponta que o elemento dinâmico de países subdesenvolvidos está na demanda interna, que não é estimulada em razão dos elementos histórico-estruturais que fundaram as instituições econômicas e sociais desses países, incluindo o Brasil, e da concentração de renda, recursos e conhecimento. Segundo o autor, o desenvolvimento da demanda interna pode ser um propulsor do progresso econômico (in *Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial*, op. cit. p. 228). No caso do mercado de valores mobiliários, a demanda seria representada pelos investidores. Assim, uma forma, ainda que não positivada, de expansão de conhecimento e formação das escolhas econômicas dos indivíduos que não fosse atrelada aos interesses de grandes instituições financeiras, por exemplo, poderia ser uma forma de impulsionar essa demanda.

²⁰² Vide nota 152.

²⁰³ Vide nota 127.

Embora a Lei nº 6.385/76 traga como atribuição da CVM o estímulo à formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários de forma perene²⁰⁴, isto é, uma possível educação financeira da população para que os recursos financeiros poupados sejam direcionados ao mercado de valores mobiliários em investimentos de longo prazo, a realidade é outra, como já visto.

Assim, entende-se que o papel da CVM, mais do que aquele meramente descrito na Lei e ainda interpretado de forma bastante restrita, é de estimular uma demanda de investidores com interesse genuíno em investir em empresas que gerem impactos positivos à sociedade, sobretudo localmente e em segmentos econômicos diversos. Não que a Lei deva ser alterada para prever isso de forma positivada, mas que esses dispositivos declaratórios possam ser interpretados com esse viés, que cada vez mais vem ganhando espaço na sociedade²⁰⁵.

Nesse sentido, a governança corporativa também ganha relevância, porquanto precisaria incorporar como uma boa prática algo próximo ao que MICHAEL JENSEN²⁰⁶ denominou “enlightened value maximization” e “enlightened stakeholder theory”. Segundo o autor, são necessários critérios bem definidos acerca da maximização do valor de uma empresa, a fim de se criar uma estratégia para que os objetivos da companhia sejam atingidos. Ainda, “(...) *it is a basic principle of enlightened value maximization that we cannot maximize the long-term market value of an organization if we ignore or mistreat any important constituency.*”

Sob essa perspectiva de geração de valor de longo prazo à companhia e internalização de interesses, como forma de mitigar os efeitos da ideologia do *shareholder primacy*, ainda bastante forte no mercado de valores mobiliários brasileiro, a governança corporativa seria bastante relevante na criação da demanda de investimentos – pelo acesso de investidores com uma visão mais atual e *prosocial* –, além da regulação e de novas formas de interpretação da lei. Por fim, em relação ao acesso de PME ao mercado de valores mobiliários “tradicional”, já foi abordada a alta carga obrigacional imputada às companhias, tanto pela Lei das Sociedades por Ações, quanto pela regulação da CVM, no caso das companhias abertas. Além de custosas, as obrigações periódicas exigem das companhias uma estrutura interna robusta e qualificada, o que

²⁰⁴ Cf. art. 4º, I e II.

²⁰⁵ O manifesto da Business Roundtable, o surgimento de cada vez mais “Empresas B” e de fundos de investimento em negócios de impacto são exemplos.

²⁰⁶ JENSEN, Michael C. C. *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*. Harvard Business School Working Paper, Oct/2001, disponível em http://papers.ssrn.com/abstract_id=220671.

nem sempre é possível em PME. Assim, “descontos” obrigacionais também são um primeiro passo para o acesso de PME a esse mercado, embora com todas as críticas que aqui se faz a ele e questionamentos sobre se essa é, de fato, uma forma de financiamento viável às PME.

3.2. A crítica sobre as obrigações periódicas

No Segundo Capítulo, abordou-se o resultado dos estudos comparativos conduzidos pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores com o intuito de aperfeiçoar o mercado de valores mobiliários brasileiro. Uma das frentes de análise do Comitê foi em relação aos custos envolvidos em uma oferta menor e eventuais “descontos” às PME que estruturam seu *IPO* em alguns mercados.

Embora o estudo tenha sido importante para avaliar em que momento o mercado brasileiro se encontra em relação a outros mercados e o que seria possível fazer para que o acesso de PME fosse realmente expressivo e efetivo, muitos aspectos não foram considerados, o que é de se entender, tendo em vista que referido Comitê foi estruturado para buscar, em mercados estrangeiros, estruturas de acesso que pudessem ser aplicadas no Brasil, nos âmbitos legislativo, regulatório e, em certa medida, autorregulatório.

Além da finalidade do acesso, uma das mudanças mais expressivas passaria por alterações na Lei das Sociedades por Ações com o intuito de simplificar a estrutura para as PME, tal como objeto de crítica por congressistas durante o trâmite do Projeto de Lei que a originou. A nova Lei da Liberdade Econômica, tal qual é conhecida, embora bastante genérica e principiológica, traz algumas alterações legislativas em atendimento a esses princípios, sobretudo no Código Civil. Entretanto, a conversão da MP 881/19 não considerou a proposta de alteração do artigo 294-A da Lei das Sociedades por Ações que permitiria à CVM estabelecer dispensas de exigências a companhias que classificar como PME, sem qualquer explicação na Mensagem de Veto.

Não obstante a crítica no sentido de ser este ou não o papel da CVM²⁰⁷, perdeu-se a chance de discutir medidas efetivas não apenas para o acesso de PME ao mercado de valores mobiliários,

²⁰⁷ Embora a CVM tenha como uma de suas funções a de regulamentar a Lei das Sociedades por Ações, como já tratado neste trabalho, entende-se que essa função regulamentar seria aplicável apenas às companhias abertas, mas não a uma PME ainda fechada, mas que se prepara para o acesso ao mercado de valores mobiliários.

mas também formas de conferir maior permissividade a essas empresas na estruturação sob a forma de sociedade anônima.

De fato, a Lei das Sociedades por Ações carece de interpretações que considerem outros vieses além daqueles hoje incidentes sobre a forma que seus dispositivos são aplicados, muitos guiados por premissas econômicas, como já aqui tratado. No entanto, algumas alterações são necessárias para que a estrutura de sociedade anônima não seja tão custosa às PME, seja em termos de recursos financeiros, seja em relação a outros recursos (humanos, estruturais, governança e outros), muito em razão da alta carga obrigacional imposta às sociedades anônimas no Brasil. No Capítulo anterior, abordou-se uma importante alteração na Lei das Sociedades por Ações no que concerne às obrigações periódicas, qual seja, a dispensa de certas publicações para companhias que apresentam menos de 20 acionistas e que possuam patrimônio líquido igual ou inferior a R\$10 milhões. Sendo os custos com publicações de demonstrações financeiras os mais elevados, em virtude da quantidade de informações divulgadas, essa alteração reduz significativamente a carga sobre empresas menores. Entretanto, as demais obrigações de publicação, como as de atos societários, ainda permanecem, e com custos bastante significativos para PME²⁰⁸.

Para tais empresas, mesmo aquelas em estágio prévio ao *IPO*, além desses custos, as obrigações de manutenção de livros societários atualizados, sobretudo livro de atas²⁰⁹, também as oneram de sobremaneira, porquanto demandam uma estrutura interna de pessoal que nem sempre é compatível com o porte dessas empresas.

Em relação às companhias fechadas que acessam o mercado de valores mobiliários por outras formas que não a emissão e a negociação de ações em bolsa ou balcão, mas por emissão de outros valores mobiliários, como as debêntures, por exemplo, ainda que emitidas com esforços restritos de distribuição (regulação pela Instrução CVM nº 476/09), também devem cumprir obrigações perante o mercado e a CVM que vão além daquelas previstas na Lei das Sociedades por Ações.

O intuito de imputar certas obrigações às companhias fechadas que acessam o mercado de valores mobiliários por meio das ofertas com esforços restritos é, justamente, possibilitar que

²⁰⁸ Vide nota nº 86 supra.

²⁰⁹ O livro de atas, em um mundo mais digital, a nosso ver, é algo bastante anacrônico e sem alguma função relevante, considerando que os atos societários já são arquivados na Junta Comercial competente para fins de produção de efeitos perante terceiros.

os investidores tenham acesso a informações que uma companhia aberta já estaria obrigada, por força legal e regulatória, a divulgar, tais como atos e fatos relevantes e informações financeiras²¹⁰.

Para uma PME, mesmo o controle da divulgação dessas informações pode ser um grande desafio para sua estrutura interna, considerando o perfil técnico mais especializado que é necessário para avaliar o conteúdo de atos e fatos para considerá-los “relevantes” ao mercado e de pessoas com certa expertise em mercado de valores mobiliários para facilitar a interação com os investidores e com a B3, por exemplo. No caso de uma PME que se prepararia para um *IPO*, a necessidade de formular e atualizar – periodicamente – o Formulário de Referência, obrigação imputada as companhias que se registram perante a CVM como emissoras de valores mobiliários, também é um impasse bastante significativo a uma PME em relação à disponibilidade de tempo, expertise e recursos financeiros.

Não obstante a necessidade de divulgação de informações aos investidores, o que se reputa de fundamental importância para que o ambiente de investimento seja marcado pela confiança, a forma como tais informações devem ser divulgadas ainda representa um custo elevado às PME. A necessidade de publicação em jornais, obrigação legal, como visto, é um custo elevado para uma empresa menor, que precisa direcionar seus recursos a outras frentes que agreguem valor para seu desenvolvimento e crescimento²¹¹.

Nesse sentido, entende-se que, tanto do ponto de vista legislativo, quanto do regulatório, alguns ajustes ainda são necessários para que não recaiam sobre as PME obrigações que nem sempre são compatíveis com sua estrutura e sua forma de organização. Faz-se necessário um questionamento genuíno sobre a forma de estruturação das PME²¹² para que as mudanças

²¹⁰ Embora seja essa a determinação regulatória, grande parte dos valores mobiliários emitidos por companhias fechadas e distribuídos por meio de ofertas restritas são adquiridos por um número reduzido de investidores ou, então, pelas próprias instituições intermediárias da oferta – ou entidades a elas ligadas. Ou seja, considerando um número reduzido de *stakeholders*, entende-se não haver necessidade de publicação de uma quantidade grande de informações, mas sim notificações ao agente fiduciário da emissão, que representa os investidores.

²¹¹ Embora polêmica em seus interesses, a MP 892/19, que perdeu a validade em 03/12/2019 sem ser aprovada, pretendia trazer alterações significativas – e modernas – à Lei das Sociedades por Ações no que concerne à possibilidade de dispensa de arquivamento e publicação de determinados atos societários e a supressão da obrigatoriedade de publicações em jornais, mas apenas no site da CVM e da entidade onde os valores mobiliários da companhia são admitidos à negociação. Note que tais dispositivos seriam, entretanto, aplicáveis apenas as companhias abertas, já que somente estas têm obrigação de se reportarem à CVM. No caso das PME, as dispensas seriam aquelas trazidas pela Lei nº 13.818/19, já aqui tratadas.

²¹² Os aspectos estruturais considerados no Primeiro Capítulo podem ser um ponto inicial para as discussões sobre a forma de divulgação de informações e sobre como melhor estruturar as obrigações que recaem sobre as sociedades anônimas em geral.

necessárias sejam bem formuladas, o que, entretanto, não parece estar sendo a preocupação nas últimas discussões sobre o tema.

3.3. A crítica sobre a autorregulação

No âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro, a autorregulação tem sido uma forma de contornar a ideia aqui já trazida de que esse é um mercado de *lemons*, embora não tenha conseguido superar alguns efeitos deletérios advindos de estruturas históricas de poder²¹³. A criação do Novo Mercado, nos anos 2000, trouxe um impulso que, à época, era necessário, porquanto estabeleceu regras mais robustas de governança corporativa para as companhias que desejassem acessar o mercado e serem reconhecidas sob um aspecto positivo, diferentemente do que então se via no mercado²¹⁴.

Embora se fale em segmentos próprios para PME, como o Bovespa Mais e o Bovespa Mais – Nível II, com certas exigências de governança corporativa e estrutura que, em tese, seriam mais apropriadas a companhias que almejam o acesso ao mercado de valores mobiliários, como já apontado anteriormente – e corroborando, em certa medida, a preocupação trazida por CALIXTO SALOMÃO FILHO quanto à criação de “bolhas”²¹⁵ – um segmento diferenciado e com essa estrutura mais simples em um mercado já bastante marcado pela desconfiança, pela assimetria informacional e pela posição estratégica e privilegiada do acionista controlador poderia transmitir a ideia de que tais companhias ainda não seriam sólidas suficiente para receber investimentos, inclusive de pessoas físicas²¹⁶.

Ao se pensar em um mercado de acesso que seja eficiente tal como aqui mencionado, faz-se necessário não só questionar as premissas essencialmente econômicas que permeiam o mercado

²¹³ Conforme Gilson, Hansmann e Pargendler (*op. cit.*), “[t]he idea was that a contractual solution would circumvent the persistent legislative capture thwarting legal reform”, abordando a ideia de que o Novo Mercado seria uma expressão do que os autores denominam “dualismo regulatório”.

²¹⁴ Calixto Salomão Filho, ao abordar aspectos positivos do Novo Mercado e do “salto qualitativo” que ele representou à época de sua criação, ressaltou a inconveniência da utilização do Novo Mercado como uma “bolha de governança”, isto é, que as boas práticas de governança exigidas por esse segmento obscureçam a necessidade de ter empresas sólidas em termos projetos e atividades (in *O Novo Direito Societário, op. cit.* p. 71).

²¹⁵ *Idem.*

²¹⁶ Giandomenico Majone (in *Regulating Europe*, Londres, Routledge, 1996) traz algumas críticas à autorregulação, notadamente à sua inadequação nos casos de externalidades negativas presentes no mercado. Assim, se o mercado de valores mobiliários brasileiro já é marcado por grandes falhas nesse sentido, como já aqui apontado, a autorregulação ainda poderia ser um meio fraco para se evitar que um mercado de acesso, voltado a PME, faça parte dessa “bolha” apontada por Salomão Filho.

de valores mobiliários atual, mas também quem dita as regras desse mercado. Os aspectos estruturais históricos abordados no Primeiro Capítulo trazem um panorama do soerguimento de instituições capturadas e dependentes daqueles que controlam os recursos financeiros e as companhias desse mercado²¹⁷. Um aparato de autorregulação que pudesse ser eficiente na aproximação entre PME e investidores deveria considerar mais do que somente aquilo exigido pelo mercado em si – o que os grandes investidores acreditam ser o mais sólido –, mas também, e principalmente, as características e necessidades das PME.

Um potencial problema que esse mercado enfrenta, em termos de autorregulação e segmentos de listagem e negociação, é que, no caso brasileiro, as negociações de ações emitidas por companhias abertas e ofertadas publicamente são realizadas somente pelo intermédio de uma companhia privada, a B3, que tem seus lucros atrelados ao volume de ações e outros valores mobiliários negociados e ao preço envolvido em tais negociações²¹⁸. Se nesse mercado, tal como configurado e estruturado, as ações emitidas por PME não encontrariam liquidez e seriam negociadas a um preço menor, em razão do seu porte e do seu valor de mercado, um mercado de acesso, a princípio, não seria tão lucrativo para a B3, que, ainda, incorreria em custos para manutenção desse mercado.

Assim, parece fazer sentido, ao menos sob um viés estritamente econômico, que as PME tenham de se tornar “grandes” para acessar o mercado, ainda que por meio dos segmentos autorregulados especiais, aguardando um período de maturação, que é de 7 anos no Bovespa Mais. No caso do Bovespa Mais Nível 2²¹⁹, uma companhia listada nesse segmento também tem um prazo de 7 anos para alcançar um *free float* equivalente a 25%²²⁰, isto é, 25% das ações de emissão dessa companhia devem estar em circulação no mercado.

Se o que o mercado pretende – ou ao menos deveria considerar – é ser acessível a PME e a empresas “de impacto”, por exemplo, poderia considerar reformas que se mostrassem mais

²¹⁷ Nesse sentido, Gilson, Hansmann e Pargendler (*op. cit.*), entendem que “*an effective system of regulatory dualism requires that the reformist regime be provided by a regulatory authority with some independence from the regulated – and especially the established – firms. (...) Strong forms of regulatory dualism seem to require that the alternative regulatory regimes be promulgated and maintained by separate authorities that are at least to some degree subject to different political pressures*” (pp. 46-47).

²¹⁸ Dados disponíveis em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/tarifas/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/tarifas-de-acoes-e-fundos-de-investimento/a-vista/ (acesso em 27/10/2019)

²¹⁹ Regulamento disponível em <http://www.b3.com.br/data/files/05/52/5D/7C/EEF606107D0F9606790D8AA8/Regulamento-de-Listagem-aplicacao-Sencoes-Pecuniarias-Bovespa-Mais-Nivel-2.pdf> (acesso em 27/10/2019)

²²⁰ Mesmo *free float* aplicável às companhias listadas no Novo Mercado, isto é, mais “robustas”.

política e economicamente independentes, isto é, uma forma de superação de um caminho de dependência e garantia dos interesses já consolidados pelo poder estrutural (o *establishment*). OSTROM, acerca do posicionamento de indivíduos frente a dilemas sociais complexos, considerou que “*external officials are expected to impose an optimal set of rules on those individuals involved. It is assumed that the momentum for change must come from outside the situation rather than from self-reflection and creativity of those within a situation to restructure their own patterns of interaction*”²²¹. Em uma analogia, poderia vir do próprio mercado a solução para torná-lo mais inclusivo tanto para empresas menores, quanto para novos investidores, embora isso não queira dizer que o Direito teria um papel secundário frente a um mercado “livre” e regulado por si só. Por óbvio, o Direito e o mercado devem trabalhar conjuntamente para que esses objetivos sejam alcançados e, em última instância e como consequência de um acesso eficiente, que o mercado seja um transformador da realidade e um meio de promoção do desenvolvimento do País.

²²¹ OSTROM, Elinor. *Beyond markets and states: polycentric governance of complex economic systems*. Prize lecture. Dec/2009, p. 417.

4. CONCLUSÕES

Inicialmente, o presente trabalho visava a buscar vias de acesso às PME e novos investidores brasileiros, sobretudo pessoas físicas, no mercado de valores mobiliários brasileiro, procurando fazer uma análise de eventuais possibilidades que esse mercado ofereceria às PME, muito por influência dos trabalhos realizados ao longo dessa última década por agentes do mercado, governo e a CVM.

Entretanto, as pesquisas e as análises dos contextos socioeconômico histórico e atual direcionaram o trabalho à não desejada conclusão de que esse mercado, tal qual hoje se configura e é estruturado, não é acessível e sustentável às PME sem que elas tenham a necessidade de integrarem um grupo econômico ou sob controle comum ou que tenham de atender aos padrões mínimos que os investidores institucionais, profissionais ou qualificados – os maiores investidores –, exigem, isto é, tenham de deixar de ser uma PME, ao menos em relação aos critérios quantitativos comumente utilizados para se conceituar uma PME, tais como aqueles apresentados no Primeiro Capítulo²²².

Sob o aspecto do duplo acesso, de PME e de novos investidores, sobretudo pessoas físicas, acreditava-se que mudanças legislativas, regulatórias e autorregulatórias poderiam ser o estímulo necessário, embora o histórico que se tem dos anos passados é de estagnação, desconhecimento e falta de estudos mais aprofundados sobre a realidade das empresas e da sociedade brasileira, como elas são estruturadas, quais são suas necessidades e anseios e em que medida conhecem o mercado de valores mobiliários para que tais mudanças pudessem ser, em certa medida, efetivas.

O que se tinha como ideia de interpretação “ao avesso” do aparato normativo já existente, com alterações determinadas que fossem consideradas necessárias para atender a essa finalidade, foi mitigado pela grande preocupação desses agentes econômicos e políticos em buscar estímulos externos²²³ em detrimento de questionamentos internos, de uma mudança que começasse internamente ao sistema, por meio da crítica às suas próprias premissas, estruturas e instituições. Desde as discussões no Congresso brasileiro do texto-base da Lei das Sociedades por Ações, como visto no Segundo Capítulo do presente trabalho, a preocupação com o direcionamento da

²²² Vide nota 109 supra.

²²³ Tais como estímulos tributários a investidores e a determinados valores mobiliários.

Lei a determinados interesses em detrimento de um aparato normativo que fosse realmente inclusivo e que permitisse a um rol maior de empresas o acesso a formas de financiamento mais baratas já era uma constante, embora pouco se tenha feito para que essa Lei também pudesse atender às especificidades de empresas menores.

Como se nota, o mercado de valores mobiliários brasileiro é baseado em um conceito econômico de eficiência alocativa, ou seja, os recursos disponíveis são direcionados a quem os confere maior valor. Assim, para o mercado, as grandes empresas, pelo poder de fazer frente à concorrência internacional e o grande – embora não específico – alcance de suas atividades, conseguiriam atender às premissas dessa eficiência alocativa, quais sejam, a maximização de utilidade do bem-estar individual e o bem-estar de todos os indivíduos que compõem uma sociedade²²⁴.

Assim, a construção legislativa e regulatória, baseado nessa premissa de eficiência alocativa, é imbuída de certos valores que refletem situações de poder históricas, como já abordado no presente trabalho. As instituições que daí decorrem, como os mercados, também não são neutras em relação a essas estruturas históricas, embora possam estar em constante evolução e questionamentos de suas próprias premissas.

No entanto, mesmo nessa evolução, os objetivos do mercado de alocação de recursos da forma mais eficiente possível²²⁵, de distribuição dos resultados e de assegurar um fluxo informacional que permite aos indivíduos determinar suas escolhas, continuam sendo o cerne e devem ser atendidos de alguma forma. E, mesmo nesse cenário, questionamentos quanto à possibilidade de estruturação de um mercado de acesso voltado às PME é razoável, embora, diante de todo o aqui exposto, ainda pareça encontrar resistência.

Ainda que não tenha sido a tônica do presente trabalho uma abordagem maior sobre as sociedades limitadas, não se pode olvidar que essa estrutura societária ainda é relevante para

²²⁴ Ruy Pereira (*op. cit.*; pp. 13 e ss.) explora os conceitos de eficiência alocativa e eficiência distributiva e suas respectivas premissas, enfatizando que “*as sociedades empresariais prestam-se ao incremento da eficiência alocativa da economia, por serem veículos para mobilização e concentração de capitais – dirigindo-os a finalidades produtivas – e fonte permanente de informações para o funcionamento dos mercados*”, embora afirme que “*o tema distributivo é central na dinâmica societária, do que são exemplos os conflitos entre agentes econômicos internos ou externos à empresa pela partilha dos excedentes econômicos por ela produzidos*”(p. 20).

²²⁵ Aqui, considera-se a eficiência de alocar os recursos onde eles serão maximizados, o que pode se dar tanto por um aspecto mais econômico, de maximização da riqueza disponível e da geração de valor, quanto por um aspecto mais voltado ao desenvolvimento social de uma determinada região ou a algum outro propósito não estritamente econômico.

PME em razão de sua simplicidade e do reduzido número de obrigações periódicas. Considerando que o mercado de valores mobiliários, regra geral, não é acessível a elas, procurou-se observar mais o regime das sociedades anônimas, por sua complexidade e robustez frente à proteção de investidores e pelos objetivos ora propostos e o que se observou foi, precisamente, a dificuldade desse regime em absorver as características dessas empresas.

Embora criada com o intuito de beneficiar as grandes empresas e sua demanda maior por recursos financeiros e estabilidade, não se ignora o fato de que é possível contornar esse entrave, mesmo com as dificuldades que mudanças estruturais nessa seara encontrariam. O que se vinha discutindo sobre uma estrutura de Sociedade Anônima Simplificada pode ser o ponto de partida para tornar a Lei das Sociedades por Ações um pouco mais próxima das PME.

Em relação aos investidores, ainda que o trabalho tenha mostrado o potencial de pessoas físicas como agentes superavitários, inclusive podendo direcionar recursos a investimentos em PME, a falta de conhecimento econômico em relação ao funcionamento do mercado de valores mobiliários e às diversas opções de investimento ainda é um grande obstáculo. De fato, pensar que, no curto prazo, esses potenciais investidores poderiam investir diretamente²²⁶ em ações de companhias menores, que, embora mais simples, ainda apresentam aspectos estruturais que demandam maiores conhecimentos em finanças e governança, parece-nos uma utopia.

A crítica estruturalista, quando tem por meio a análise de características históricas da formação econômica e social do País, visa, justamente, a identificar certos padrões que moldaram as instituições que ainda ditam as “regras do jogo” e em que medida essas instituições contribuem para fortalecer estruturas de poder e concentrar ainda mais recursos e conhecimento em determinados agentes.

Assim, os aspectos históricos trazidos, conjuntamente às análises legislativa e regulatória e do “jogo de interesses” por trás da construção de aparatos normativos, trouxe-nos a ideia de que ainda há muito a ser feito para que se possa falar em um mercado de valores mobiliários mais acessível e instrumento de transformação social. Enquanto não questionadas e superadas as estruturas advindas dessa matriz colonial de exploração e direcionamento estratégico de recursos, quaisquer alterações legislativas e regulatórias que sejam postas sobre essas instituições tenderão ao fracasso.

²²⁶ Ressalta-se, aqui, a diferença entre o investimento direto do investidor e aquele indireto, por meio de fundos de investimento.

Ainda que sejam conduzidos estudos comparativos e que haja certo empenho na formulação de regras que viabilizem o acesso de PME e novos investidores, a resistência de certos grupos – tanto financeiros, quanto empresariais – em deixar de controlar os recursos é bastante relevante para se permitir mudanças de caráter estrutural. E, entende-se, que tais mudanças estruturais teriam uma finalidade precípua de mitigar a ideia de que o mercado de valores mobiliários brasileiro é um *market for lemons* que atrai, em grande medida, grandes companhias cuja qualidade da governança, sobretudo em relação à proteção de minoritários e de outros *stakeholders*, é questionada e investidores que teriam uma visão de curto prazo não desejada. Não obstante as conclusões às quais as pesquisas e a análise ora realizadas direcionaram apontem para uma incapacidade, ao menos atual, de o mercado de valores mobiliários ser permissível às PME, considerando suas características estruturais e econômicas, e a investidores pessoas físicas, de forma direta, a disrupção pela qual o mercado financeiro vem passando pode trazer boas tendências para que essa aproximação seja possível, como se viu no exemplo da *startup* Nexoos, que usa o método P2P nas transações entre pessoas físicas e PME. Embora não seja investimento por meio de *equity*, para as PME, o P2P pode contribuir para que essa aproximação seja feita, inclusive e principalmente, entre PME e pessoas físicas de uma determinada região, isto é, localmente.

Nesse sentido, poder-se-ia aventar, inclusive, a possibilidade de um mercado não só voltado às sociedades anônimas, mas sim a “agentes econômicos”²²⁷ em geral, permitindo que outros agentes também possam ter acesso a formas alternativas de financiamento de suas atividades e, potencialmente, em condições financeiras e negociais mais favoráveis em relação às aquelas oferecidas pelos bancos em operações financeiras. Essa disrupção pela qual o Direito Comercial

²²⁷ A ideia de “agentes econômicos” no âmbito do Direito Comercial tem ganhado força sobretudo com a proposta apresentada no anteprojeto de alteração da Lei nº 11.101/05, a Lei de Recuperação e Falência, quando se aventou a possibilidade de estender o benefício da recuperação não só às sociedades empresárias e aos empresários, mas a “agentes econômicos”, em um sentido mais amplo e que englobaria muito agentes que, hoje, estão excluídos do escopo dessa Lei. Como enfatizou José Marcelo Martins Proença (in “Novos Horizontes do Direito Concursal – uma crítica ao continuísmo prescrito pela Lei 11.101/05”, artigo originalmente publicado na Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 48, n. 151/152, pp. 47-64, 2009), ao comentar sobre o regime concursal brasileiro, referida Lei tem por objetivo a preservação da atividade produtiva e este deve ser buscado sempre, “*por ser gerador de riqueza, de emprego, de renda, contribuindo para o crescimento e desenvolvimento econômico e social do País*”. Assim, se a Lei de Recuperação e Falência, com seu objetivo de preservar uma atividade econômica cujo explorador encontra-se em crise, por que não, por uma analogia, não se poderia entender que o mercado de valores mobiliários também é tem como objetivo a preservação de uma atividade econômica desempenhada por um agente que não se encontra, necessariamente, em crise? E esse agente não precisaria, via de regra, ser constituído apenas sob a forma de sociedade anônima.

tem passado mostra, cada vez mais, que os regimes fortemente regulados já não mais estão acompanhando esse novo paradigma. Um mercado que ainda se pautasse em conceitos estanques e menos abertos a questionamentos pode se tornar cada vez mais anacrônico.

Já nos investimentos do tipo *equity*, o acesso de investidores pessoas físicas ainda ficaria mais limitado às vias mais estruturadas, como os FIP. No caso das PME, seria mais adequado que esses FIP fossem específicos para esses investimentos, tais como os FIP que investem em companhias de impacto social, a exemplo, no Brasil, da VOX Capital, em que os gestores pudessem compreender melhor as especificidades dessas empresas. Essa alternativa, além de poder ser menos onerosa a empresas menores, também não exigirá delas a necessidade de tornarem-se companhias abertas, ao menos em curto prazo.

Em suma, aspectos históricos que moldaram as instituições políticas, econômicas e sociais do País ainda exercem grande influência sobre o Direito Comercial. Os regimes legislativo e regulatório que regulam a constituição e o funcionamento de sociedades por ações e do mercado de valores mobiliários ainda são nítida expressão de questões estruturais históricas de difícil superação e necessitam de urgente reavaliação se o que se almeja é um papel transformador do Direito.

Se esse mercado já é considerado incipiente mesmo para empresas maiores, é de grande valor que o potencial de crescimento e desenvolvimento das PME, com todo o impacto local que elas podem gerar, e o volume significativo de recursos aplicados em poupança ou mantidos em outros investimentos que só visam ao retorno financeiro possam ser aproveitados em formas alternativas de aproximação desses agentes deficitários e superavitários.

BIBLIOGRAFIA

ANBIMA. *Consolidado de Debêntures*, disponível em <http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp>.

ABRÃO, Bernardo Felipe; FONSECA, Dario Augusto Campos; WANDERLEY, Letícia Galdino. *O Papel da Regulação e Autorregulação para o Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro in PENTEADO, Mauro Rodrigues (Org.). Mercado de Capitais Brasileiro II – Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert J. *Phishing for Phools: the economics of manipulation and deception*. Princeton University Press – versão eletrônica.

ALDRIGHI, D. Mendes; OLIVEIRA, A. V. Marques. *The Influence of Ownership and Control Structures on the Firm Performance: Evidence From Brazil* (2007). Disponível em <http://ssrn.com/abstract=972615>.

ANDRADE FILHO, Sérgio Teixeira de. *Organização do Controle Societário na Sociedade Familiar*. São Paulo: Almedina, 2012.

ARAÚJO, Danilo B. dos S. G. de (org.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

AYYAGARI, Meghana; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; BECK, Thorsten. *Small and Medium Enterprises across the Globe: A New Database* (2003). World Bank Policy Research Working Paper No. 3127. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=636547>.

BAKKER, Marie H. R.; UDELL, Gregory F.; KLAPPER, Leora F., *Financing Small and Medium-Size Enterprises with Factoring: Global Growth and Its Potential in Eastern Europe* (2004). World Bank Policy Research Working Paper No. 3342. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=610386>

BEBCHUK, Lucian A. *Asymmetric Information and the Choice of Corporate Governance Arrangements* (2002). Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 398. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=327842>.

_____. *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value* (2013). Columbia Law Review, Vol. 113, No. 6, pp. 1637-1694, October 2013; Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 755. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2248111>.

_____. ROE, Mark J. *A theory of path dependence in corporate governance and ownership*. Columbia Law School Working Paper Series. Nov/1999.

BERGSTROM, Carl; KERR, Ben; LACHMANN, Michael. “Building Trust by Wasting Time”, in *Moral Markets: the critical role of values in the economy* / edited by Paul J. Zak, with a foreword of Michael C. Jensen.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*; with a new introduction by Murray L. Weidenbaum and Mark Jensen. Transaction Publishers.

BHAIRD, Ciarán mac an; LUCEY, Brian. *Capital Structure and the Financing of SMEs: Empirical Evidence from an Irish Survey* (2006). Disponível em <http://ssrn.com/abstract=905845>.

BHOJRAJ, Sanjeev; SENGUPTA, Partha. *Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=291056>.

BLACK, Bernard S. “Strengthening Brazil’s Securities Markets”, in *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, Outubro, 2001.

BM&FBOVESPA. Regulamentos do “Bovespa Mais” e do “Bovespa Mais Nível 2”.

BRASIL. *Exposição de Motivos da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965*. Publicação no Diário Oficial da União em 16.07.1965 e retificado em 18.08.1965.

BRASIL. *Exposição de Motivos da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. Publicação no Diário Oficial da União em 09.12.1976.

BRASIL. *Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Publicação no Diário Oficial da União em 17.12.1976 (suplemento).

BRETTEL, Malte; BREUER, Wolfgang; ESPEL, Philipp; ABEDIN, Annas. *Private Equity for SME: A Behavioural Model of the Demand-Side Perspective* (2009). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1141068>.

BROWN, Stephen; HILLEGEIST, Stephen A.; *How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry*. Review of Accounting Studies, Forthcoming. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=956256>.

BULGARELLI, Waldírio. *A Teoria Jurídica da Empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. *Direito Societário e Regulação Econômica*. Barueri: Manole, 2018.

CARVALHAL, Andre; LEAL, Ricardo P. C., *Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil* (2003). Coppead Working Paper Series No. 390. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=477302>.

CARVALHOSA, Modesto. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas: Seu Modelo Econômico*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977.

CEREZETTI, Sheila C. Neder. “Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento”, in SALOMÃO FILHO, C. (org.). *Regulação e Desenvolvimento – Novos Temas*, São Paulo: Malheiros, 2012.

_____. *A Recuperação Judicial de Sociedade por Ações. O Princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência*. São Paulo: Malheiros Editores, 2012.

COASE, Ronald H. *The nature of the firm*. Economics, new series, vol. 4. No. 16. Nov/1937. pp. 386-405.

COLE, Rebel A.; DIETRICH, Andreas. *SME Credit Availability Around the World: Evidence from the World Bank's Enterprise Surveys* (2013). Midwest Finance Association 2013 Annual Meeting Paper. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2043624>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relações com Investidores: da pequena empresa ao mercado de capitais / Instituto Brasileiro de Relações com Investidores; Comissão de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: IBRI: CVM, 2014.

COMPARATO, Fabio K. *O poder de controle nas sociedades anônimas*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

_____. *O direito e o avesso*. Est. Av. [online], 2009, v. 23.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

DEMSETZ, Harold. *Toward a Theory of Property Rights*. The American Economic Review, vol. 57, no. 2. May/1967.

DIAS, L. C. Ribeiro. *Financiamento de Pequenas e Médias Empresas no Mercado de Capitais*, São Paulo: FDUSP, 2015 - monografia para obtenção do título de bacharela em Direito, apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo em 2015.

DOWDING, Keith. *Power*. Minneapolis: University of Minnesota Press, 1996.

DUTTA, Prajit K.; RADNER, Roy. “Profit Maximization and the Market Selection Hypothesis”, *The Review of Economic Studies*, vol. 66, no. 4 (oct. 1999).

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FAMA, E. “Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”. *The Journal of Finance*, New York: American Finance Association, v. 25, 1969.

FAORO, Raymundo. *Os Donos do Poder: Formação do Patronato Político Brasileiro*. 5. ed. São Paulo: Globo, 2012.

FRIEDMAN, Milton. *The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits*. New York Times Magazine 32 (1970).

FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. *Promoting Access to Primary Equity Markets: A Legal and Regulatory Approach*. World Bank Policy Research Working Paper Series, 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=913188>.

FURTADO, Celso. *Formação Econômica do Brasil*. 34ª ed. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. *The Mechanisms of Market Efficiency*, 1984.

GORGA, Érica. *Culture and Corporate Law Reform: a case study of Brazil* (2006). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=999942>.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sociologia do Poder na Sociedade Anônima”, in *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, Ano XXIX, n. 77, Janeiro-Março/1990. p. 51.

HAENSEL, Taimi. *A figura dos gatekeepers: aplicação às instituições intermediárias do mercado de valores mobiliários brasileiro*. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-04032015-083153/pt-br.php>.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The End of History for Corporate Law* (2000). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=204528>.

HIMMELBERG, Charles P.; HUBBARD, R. Glenn; LOVE, Inessa, *Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital* (2004). World Bank Policy Research Working Paper No. 2834. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=303969>.

HOLANDA, Sérgio B. de. *Raízes do Brasil*. São Paulo: Companhia das Letras, 1997.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, 5ª edição. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf>.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. *Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias da América Latina. Desafios de Governança Corporativa nas Empresas Familiares*. Washington: publicação em 2010.

JACKSON, Matthew O., *A Brief Introduction to the Basics of Game Theory* (2011). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1968579>.

JENSEN, Michael C. C. *Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*. Harvard Business School Working Paper, Oct/2001, disponível em http://papers.ssrn.com/abstract_id=220671.

_____; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, Oct/1976, v. 3, no. 4. pp. 305-360.

KAHNEMAN, Daniel. *Maps of Bounded Rationality: a Perspective of Intuitive Judgement and Choice*. Nobel Prize Lecture, December 8, 2002. Princeton University. Department of Psychology, NJ08544, USA.

KENNEDY, David. *Some Cautions about Property Rights as a Recipe for Economic Development*, oct/2010.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ DE SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W., *Investor Protection and Corporate Governance* (1999). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=183908>.

LAZZARINI, Sérgio. *Capitalismo de Laços: os donos do Brasil e suas conexões*. São Paulo: Campus, 2011.

LEUZ, Christian; LINS, Karl V.; WARNOCK, Francis E. *Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?* (2008). ECGI - Finance Working Paper No. 43/2004; IFDP No. 816. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=677642>.

MAJONE, Giandomenico. *Regulating Europe*, Londres, Routledge, 1996.

MENDOZA, Jose Miguel. *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of The Alternative Investment Market*. 2011. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1004548>.

NEVILLE, Mette. *A Statutory Buy-Out Right in SMEs - An Important Corporate Governance Mechanism and Minority Protection?* (2010). COMPANY LAW AND SMEs, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen, eds., Thomson Reuters, 2010; Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-03. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1709954>.

NORTH, Douglass. *Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance*. New York: Cambridge University Press, 1990.

OSTROM, Elinor. *Beyond markets and states: polycentric governance of complex economic systems*. Prize lecture. Dec/2009.

_____. *Understanding Institutional Diversity*. New Jersey: Princeton University Press, 2005.

PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry; GILSON, Ronald. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, April, 2010.

PEREIRA, Cristiana. *As Práticas de Governança e o Acesso de Pequenas e Médias Empresas ao Mercado de Capitais*. Apresentação. Março/13.

PINHEIRO, Caroline e RAMALHO, Matheus Sousa. *A Sociedade Anônima Simplificada (RE-SAS) e o Fenômeno da Simplificação das Estruturas Corporativas*. Artigo disponível em <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=416b9feb0ec119ee>.

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

POSNER, Richard A. “Creating a legal framework for economic development”, in *The World Bank Research Observer*, vol. 13, no. 1 (February, 1998), pp 1-11.

PRADO JÚNIOR, Caio. *Formação do Brasil Contemporâneo – Colônia*. 6. ed. São Paulo: Brasiliense, 1961.

PROENÇA, José M. M. “Novos Horizontes do Direito Concursal – uma crítica ao continuísmo prescrito pela Lei 11.101/05”, artigo originalmente publicado na *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 48, n. 151/152, pp. 47-64, 2009).

PROJETO DE LEI Nº 4303/2012. *Altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, para criar e disciplinar a sociedade anônima simplificada (SAS)*. Dep. Laercio Oliveira.

SACRAMONE, Marcelo B. “Acordo de Acionistas e Eficiência da Companhia”, in *Estudos de Direito Empresarial / coord.: Claudio Lamachia, Sheila C. Neder Cerezetti, Gustavo Ramiro Costa Neto*. Brasília: OAB, Conselho Federal, 2019, pp. 433-478.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Teoria Crítico-Estruturalista do Direito Comercial*. 1ª ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

_____. *O Novo Direito Societário*, 4. ed., rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2011.

_____. *Revolution Through Law in the Economic Sphere* in SELA (Seminário em Latinoamérica de Teoría Constitucional y Política) Papers. Paper 10. Disponível em: http://digitalcommons.law.yale.edu/yls_sela/10/.

_____. “Globalização e Teoria Jurídica do Conhecimento Econômico”, in SUNDFELD, Carlos Ari; VIEIRA, Oscar V. (org.), *Direito Global*. São Paulo: Max Limonad, 1999.

_____. *Análise Jurídica do Poder Econômico nos Mercados*. Tese de Livre Docência em Direito Comercial apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

_____. “Regulamentação da Atividade Empresarial para o Desenvolvimento”, in SALOMÃO FILHO, C. (coord.), *Regulação e Desenvolvimento – Novos Temas*, São Paulo: Malheiros Editores, 2012.

_____. *Monopolies and underdevelopment*. Edward Elgar, 2015.

SEN, Amartya. *A Ideia de Justiça*. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

SØRENSEN, Karsten Engsig. *Duty of Loyalty of Shareholders - A Possible Remedy for Conflicts in SMEs?* (2010). COMPANY LAW AND SMEs, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen, eds., Thomson Reuters, 2010; Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-01. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1709944>.

SKAIFE, Hollis Ashbaugh; COLLINS, Daniel W.; LAFOND, Ryan. *Corporate Governance and the Cost of Equity Capital* (2004). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=639681>.

STIGLITZ, Joseph E., “Financial Markets and Development”, in *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 5, No. 4.

_____. *The Role of the State in Financial Markets*. World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993.

_____. *The Price of Inequality: how today’s divided Society endangers our future*. 1st ed. W.W. Norton & Company.

STOUT, Lynn A. *The Toxic Side Effects of Shareholder Primacy*. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 161: 2003.

_____. *The Shareholder Value Myth, How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*. Berrett-Koehler: São Francisco, 2012.

_____. *The Investor Confidence Game*. UCLA School of Law Research Paper n° 02-18. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=322301>.

_____. *The Mechanisms of Market Inefficiency*. UCLA School of Law. Research Paper nº 04-8. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=523747>.

_____. *The Mythical Benefits of Shareholder Control*. Virginia Law Review, 2006; UCLA School of Law Research Paper nº 06-19. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=929530>.

STRINE, Leo E. *Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law* (2014). Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 766; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 14-43. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2421480>.

WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge e CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *O Regime Especial da Sociedade Anônima Simplificada*. Artigo publicado na edição do 2º trimestre de 2013 da Revista Comercialista. Disponível em <http://pt.scribd.com/doc/153402472/Comercialista-2o-Trimestre2013>.

YACUZZI, Enrique. *A Primer on Governance and Performance in Small and Medium-Sized Enterprises*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=998589>.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Elsevier: Rio de Janeiro, 2007.

_____. “A vinculação dos administradores das sociedades aos acordos de acionistas”. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários* – coord. Erasmo Valladão Azevedo Novaes e França e Nelson Eizirik. São Paulo: Almedina, 2015.