

**ANDRÉ GRÜNSPUN PITTA**

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

As alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias

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

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo – SP**

**2017**

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

---

Pitta, André Grünspun

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

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

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

---

Nome: André Grünspun Pitta

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

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

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof.Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_  
Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof.Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_  
Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof.Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_  
Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof.Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_  
Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof.Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_  
Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

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

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

*(Milton Friedman, Capitalism and Freedom, 2002)*

## AGRADECIMENTOS

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

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

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

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

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

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

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

ao desenvolvimento deste trabalho.

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

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

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

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

## RESUMO

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

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



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

## **ABSTRACT**

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

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

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

## RÉSUMÉ

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

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

## SUMÁRIO

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

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

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

# 1 – INTRODUÇÃO

## 1.1 OBJETIVOS DO TRABALHO

O presente trabalho tem por objetivo avaliar em que medida o arcabouço jurídico e regulatório brasileiro relativo às formas de organização das sociedades empresárias e aos instrumentos de captação de recursos a elas disponíveis efetivamente favorecem o processo de formação de capital<sup>1</sup> por meio do mercado de valores mobiliários.

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

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

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

---

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

econômicos e aspectos estruturais e socioculturais.

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

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

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

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

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

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

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

capital.

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

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

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

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

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



realidade.

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

## 1.2 PLANO DE TRABALHO

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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



## 2 – FORMAÇÃO DE CAPITAL E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### 2.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Qualquer estudo sobre a disciplina do mercado de valores mobiliários embute algum juízo sobre os limites da atuação estatal<sup>12</sup> na organização e funcionamento desse mercado, tornando-se inevitável, nesse caso, a revelação – de maneira explícita ou implícita – de determinadas preferências ou visões acerca do papel a ser exercido pelo Estado com relação à organização da economia em uma dada sociedade.

E considerando que a principal ferramenta da qual o Estado lança mão nesse contexto é justamente a imposição de normas que, genericamente, estabelecem direitos, prescrevem as condutas desejáveis ou reprimíveis e fixam limites à liberdade de ação dos agentes econômicos, não resta dúvida de que uma das importantes facetas da discussão sobre o papel do Estado na organização econômica se traduz no debate acerca da função do Direito nesse contexto,<sup>13</sup> seja a partir da avaliação das normas dispostas para tanto – e dos incentivos por elas criados –, da maneira como tais normas são apropriadas pelos agentes econômicos ou da forma como são aplicadas por aqueles que exercem algum tipo de atividade judicante ou assemelhada (como ocorre, por exemplo, em alguns casos, na seara administrativa).

Não se pretende, por óbvio, no bojo do presente trabalho, explorar detidamente as inesgotáveis discussões sobre a função e os limites da atuação do Estado na organização econômica e social, que constitui, há longa data, um dos mais intensos, controversos e ideológicos embates na esfera política e econômica.

Nem tampouco aspira-se abordar em profundidade as discussões sobre o papel do Direito nesse contexto, ou sua influência (positiva ou negativa) no crescimento e

---

<sup>12</sup> A esse respeito, E. Grau apresenta a seguinte diferenciação entre os vocábulos “intervenção” e “atuação”, quando utilizados em referência ao papel do Estado: “*Intervenção indica, em sentido forte (isto é, na sua conotação mais vigorosa), no caso, atuação estatal em área de titularidade do setor privado; atuação estatal, simplesmente, ação do Estado tanto na área de titularidade própria quanto em área de titularidade do setor privado. Em outros termos, teremos que intervenção conota atuação estatal no campo da atividade econômica em sentido estrito; atuação estatal, ação do Estado no campo da atividade econômica em sentido amplo.*” (GRAU, Eros. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 17ª ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 91).

<sup>13</sup> Acerca de tal papel do Direito, E. Grau afirma: “*Em suma: (i) a sociedade capitalista é essencialmente jurídica e nela o Direito atua como mediação específica e necessária das relações de produção que lhe são próprias; (ii) essas relações de produção não poderiam estabelecer-se, nem poderiam reproduzir-se sem a forma do Direito Positivo, Direito posto pelo Estado; (iii) este Direito posto pelo Estado surge para disciplinar os mercados, de modo que se pode dizer que ele se presta a permitir a fluência da circulação mercantil, para domesticar os determinismos econômicos.*” (GRAU, Eros. Op. cit., p. 31).

desenvolvimento econômico, o que também é objeto de intenso debate na literatura.<sup>14</sup>

Pretende-se, a esse respeito, apenas apresentar um panorama dos elementos essenciais que regem aludido debate, com o objetivo de viabilizar a formulação de uma proposta de abordagem regulatória aplicável à organização do mercado de valores mobiliários que seja favorável ao bom cumprimento de sua função alocativa, associada à formação de capital pelas sociedades empresárias.

## 2.2 LIVRE-INICIATIVA E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: O PAPEL DO ESTADO E DO DIREITO

A partir do desenvolvimento e da consolidação do modelo capitalista, desabrocham os elementos centrais que delimitam a discussão sobre o papel a ser desempenhado pelo Estado na organização econômica e social.

O capitalismo, como tradicionalmente concebido, caracteriza-se por meio de determinados arranjos institucionais e comportamentais, marcados, genericamente, pela (i) produção de bens e serviços voltados ao mercado; (ii) propriedade privada dos meios de produção; (iii) definição de relações de trabalho por meio das quais a remuneração dos empregados deriva da cessão de sua mão de obra em prol da cadeia produtiva de bens e serviços; e (iv) predominância, entre os agentes econômicos, de um comportamento e maximizador de seu bem-estar.<sup>15</sup>

O esquema institucional que sustenta a sociedade capitalista revela, portanto, como aponta S. Freeman, que o capitalismo não se limita a um modo de produção ou a um sistema econômico, representando um verdadeiro sistema social e político orientado em função de determinadas premissas, que, por sua vez, estruturam-se em torno de um conjunto de normas jurídicas que lhe conferem efetividade, ancoradas especialmente nos direitos de propriedade e na liberdade contratual.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> Para uma ampla análise acerca de tal debate, ver TRUBEK, David M; SANTOS, Alvaro (org.). *The Law and Economic Development: A critical appraisal*. New York: Cambridge University Press, 2006 e DAM, Kenneth. *The Law-Growth Nexus – the rule of law and economic development*. Washington DC: Brookings Institution Press, 2006. Entre nós, ver SCHAPIRO, Mario G.; TRUBEK, David M. “Redescobrimo o Direito e desenvolvimento: experimentalismo, pragmatismo democrático e diálogo horizontal”. In: SCHAPIRO, Mario G.; TRUBEK, David M. *Direito e Desenvolvimento – um diálogo entre os BRICS*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 27-70.

<sup>15</sup> Cf. HUNT, Emery Kay; LAUTZENHEISER, Mark. *História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica*. Tradução por André Arruda Villela. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 2.

<sup>16</sup> A esse respeito, S. Freeman afirma: “*I regard capitalism as an economic and social/political system which enforces a scheme of extensive private economic rights and liberties within a system of free markets, wherein these economic rights and liberties are specified and markets are designed to achieve conditions of maximal productive output and economic efficiency in both the allocation and distribution of income and wealth.*”

O capitalismo se desenvolve, na Europa (em contraponto ao modelo feudal predominante durante a Idade Média), calcado justamente em valores associados à liberdade individual e autonomia da vontade, elementos centrais do pensamento econômico clássico, que passam a predominar a partir da Idade Moderna, especialmente em decorrência dos movimentos liberais deflagrados tanto na Europa – a partir da Revolução Francesa – quanto na América – a partir da Independência dos Estados Unidos da América.

Esse ideário, costumeiramente qualificado como individualista, se fortalece, na Europa, especialmente a partir da teologia protestante, que disseminou valores religiosos segundo os quais o trabalho e a acumulação de riqueza seriam o principal elemento de glorificação dos indivíduos, o que representava um importante e poderoso instrumento de expansão econômica.<sup>17</sup>

Essa lógica contribuiu também, durante o período mercantilista, para as recorrentes reivindicações contrárias à subordinação dos assuntos de natureza econômica à vontade do Estado Absolutista que à época vigorava por praticamente toda a Europa, sob a crença de que o bem-estar da coletividade seria melhor atendido na ausência do regime de privilégios – inclusive com relação à exploração da atividade empresária –, que beneficiava um grupo bastante restrito de indevidos, pertencentes da nobreza ou escolhidos a partir de critérios questionáveis pelo Estado.<sup>18</sup>

Com a consolidação do pensamento econômico clássico, especialmente a partir das ideias disseminadas por A. Smith, passou-se a reconhecer a supremacia do capitalismo enquanto modelo econômico. As ideias propagadas a partir de então, que compõem a espinha dorsal do liberalismo clássico, foram proeminentes no modelo de Estado Liberal que surge após a Revolução Francesa, especialmente durante o século XIX.<sup>19</sup>

Inspirado na filosofia do *laissez-faire* propugnado pelos fisiocratas, A. Smith defende que aos indivíduos, agentes econômicos por excelência, deve ser garantida a ampla liberdade

---

*Essential to this understanding of capitalism, then, is (1) a political system of extensive private property and contract rights, and other legal background conditions, (2) that are specified and adjusted to achieve efficient markets and the resulting maximization of productive output and, therewith, (3) maximal opportunities for consumption among those willing and able to pay for goods and services thereby produced. Finally, (4) the capitalist standard for the just distribution of income and wealth is fundamentally tied to market outcomes.”* (FREEMAN, Samuel. *Capitalism in the Classical and High Liberal Traditions*. In: PAUL, Ellen Frankel; MILLER JR., Fred D.; PAUL, Jeffrey. *Liberalism and Capitalism* (ed.). Cambridge: Cambridge University Press, 2012, p. 22-23).

<sup>17</sup> Cf. HUNT, Emery K; LAUTZENHEISER, Mark. Op. cit., p. 25-26.

<sup>18</sup> Cf. HUNT, Emery K; LAUTZENHEISER, Mark. Op. cit., p. 27.

<sup>19</sup> Cf. VENÂNCIO FILHO, Alberto. *A Intervenção do Estado no Domínio Econômico*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1968, p. 5-6.

de agir e qualquer atuação do Estado que possa restringir essa livre ação é altamente indesejável, por ser reputado absolutamente incapaz de substituir àqueles na tarefa de promover o bem-estar econômico.<sup>20</sup>

De acordo com essa lógica, todo homem permaneceria absolutamente livre para perseguir seus próprios interesses – inclusive para reunir capitais junto a outros indivíduos para a consecução de uma determinada atividade econômica – e o Estado, por sua vez, ficaria não apenas desincumbido de supervisionar essas ações, mas efetivamente impedido de dirigir os esforços desses agentes para o atingimento das finalidades por ele (Estado) almejadas.<sup>21</sup>

E foi justamente ao analisar especificamente como ocorreria a canalização de capitais em direção ao exercício de uma determinada atividade econômica nesse regime de liberdade individual, que A. Smith formulou sua proposição mais famosa, segundo a qual em um mercado livre da interferência do Estado, as ações dos indivíduos seriam dirigidas por uma “mão invisível”, que conduziria à alocação eficiente dos recursos e à maximização do bem-estar econômico.<sup>22</sup>

Em contrapartida, a atuação indevida do Estado, por meio de regulamentação, subsídios ou concessões de monopólios, tenderia a promover uma alocação imperfeita desses recursos, diminuindo sua contribuição para o bem-estar social e reduzindo a taxa de acumulação de capital da sociedade.<sup>23</sup>

O pensamento liberal clássico, que se estrutura e desenvolve a partir das ideias de A.

---

<sup>20</sup> Conforme ilustrado pela seguinte passagem de A. Smith: “*Without any intervention of law, therefore, the private interests and passions of men naturally lead them to divide and distribute the stock of every society among all the different employments carried on in it as nearly as possible in the proportion which is most agreeable to the interest of the whole society. All the different regulations of the mercantile system necessarily derange more or less this natural and most advantageous distribution of stock.*” (SMITH, Adam. Op. cit. p. 439).

<sup>21</sup> Cf. HUNT, Emery K; LAUTZENHEISER, Mark. Op. cit., p. 48.

<sup>22</sup> Cf. HUNT, Emery K; LAUTZENHEISER, Mark. Op. cit., p. 50-51. Conforme ilustrado pela seguinte passagem de A. Smith: “*As every individual, therefore, endeavours as much as he can both to employ his capital in the support of domestic industry, and so to direct that industry that its produce may be of the greatest value; every individual necessarily labours to render the annual revenue of the society as great as he can. He generally, indeed, neither intends to promote the public interest, nor knows how much he is promoting it. By preferring the support of domestic to that of foreign industry, he intends only his own security; and by directing that industry in such a manner as its produce may be of the greatest value, he intends only his own gain, and he is in this, as in many other cases, led by an invisible hand to promote an end which was no part of his intention.*” (SMITH, Adam. Op. cit., p. 312-313).

<sup>23</sup> Cf. HUNT, Emery K; LAUTZENHEISER, Mark. Op. cit., p. 51. A esse respeito, A. Smith afirma: “*The statesman who should attempt to direct private people in what manner they ought to employ their capitals would not only load himself with a most unnecessary attention, but assume an authority which could safely be trusted, not only to no single person, but to no council or senate whatever, and which would nowhere be so dangerous as in the hands of a man who had folly and presumption enough to fancy himself fit to exercise it.*” (SMITH, Adam. Op. cit., p. 313).

Smith, finca-se, portanto, no pressuposto de que o indivíduo dispõe de determinadas liberdades de fundamental importância, por constituírem requisitos para o atingimento de outros valores sociais essenciais – como a eficiência econômica, a promoção do bem-estar social e mesmo a moderação no grau de desigualdade da distribuição de renda dentro da sociedade – e que, portanto, não podem ser limitadas senão para proteger outras liberdades de igual importância.<sup>24</sup>

Esse pensamento, absolutamente alinhamento e influenciado pelos acontecimentos políticos e desenvolvimentos científicos do período,<sup>25</sup> teve reflexos importantes no Direito, sobretudo no contexto do movimento constitucionalista que dele decorreu, com o objetivo de reafirmar as liberdades individuais e impor limitações ao arbítrio e agigantamento do Estado, a partir do qual, inclusive, se estruturou também o direito privado moderno, a partir das codificações napoleônicas.<sup>26</sup>

Os seguidores dessa que ficou conhecida como Escola Clássica do pensamento econômico – como David Ricardo, Thomas Malthus e Jean-Baptiste Say no século XVIII, Frédéric Bastiat no século XIX, e Friedrich Hayek, James Buchanan, Gary Becker, Ludwig von Mises e Milton Friedman no século XX – partilham, embora com distinções importantes que não podem ser ignoradas,<sup>27</sup> a visão de que o Estado deve ocupar limitado papel no que diz respeito à organização e estruturação da economia de uma sociedade, limitando sua atuação a corrigir as chamadas “falhas de mercado”.

Em contraponto aos ensinamentos da Escola Clássica e daquelas que a sucederam, surgem linhas de pensamento que enxergam no Estado um importante – senão o principal – ator na organização econômica e social, a partir da percepção de que o funcionamento da

---

<sup>24</sup> Cf. FREEMAN, Samuel. Op. cit., p. 19.

<sup>25</sup> A esse respeito, F. Nusdeo afirma: “*Dentre os eventos que influenciaram a grande opção liberal do último quartel do século XVIII é de se destacar aqueles ocorridos no campo das próprias descobertas científicas, pois estas produziram explicações para fenômenos do mundo físico que, com base na analogia, acabaram sendo transpostas para o campo das relações sociais e econômicas. (...) Assim, como a natureza respondia por tal equilíbrio, também na sociedade dever-se-ia adotar uma ordem natural, responsável pelos melhores resultados humanamente possíveis para todo o conjunto de cidadãos e pelo equilíbrio entre eles, ordem essa que não poderia ser contrária aos desígnios da divindade.*” (NUSDEO, Fábio. *Fundamentos para uma codificação do Direito Econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995, p. 10-11).

<sup>26</sup> Cf. NUSDEO, Fábio (1995). Op. cit., p. 11. A esse respeito, A. Venâncio Filho afirma: “*Esse sistema reflete-se diretamente no pensamento jurídico e político com a elaboração das várias constituições que passam a reger a vida política dos Estados europeus no século XIX e que foram imitadas pelos países da América Latina, ao conquistarem sua independência. Essa doutrina político-jurídica, denominada de “constitucionalismo” pode ser considerada como a “própria doutrina política do liberalismo”, configurando o que foi cognominado, com felicidade, de “Estado burguês de direito”.*” (Cf. VENÂNCIO FILHO, Alberto. Op. cit., p. 9).

<sup>27</sup> Para uma visão abrangente e panorâmica dessas distinções, ver HUNT, Emery K; LAUTZENHEISER, Mark. Op. cit.

economia e dos mercados nela inseridos segundo os ditames do pensamento liberal clássico apresentava importantes inoperâncias, imperfeições e limitações, não se mostrando apto a adequadamente tutelar e solucionar importantes problemas de ordem social.

A partir de então, surgem linhas de pensamento que passam a enxergar no Estado um importante centro decisório no âmbito da organização econômica e social, responsável, por meio de sua ação intervencionista, não apenas por sanar as ditas falhas de mercado, mas também por promover o interesse público, recorrentemente negligenciado pela atuação autônoma do mercado.<sup>28</sup>

Essa realidade também promoveu, a partir de uma perspectiva mais extremada, o surgimento das doutrinas socialistas, que responsabilizavam o sistema capitalista pelos problemas acima descritos, propugnando sua substituição por um regime essencialmente paternalista no qual, por meio da abolição da propriedade privada do capital e dos bens de produção, o Estado proveria, de maneira geral, a igualdade social entre os indivíduos.<sup>29</sup>

Entretanto, mesmo entre os defensores do capitalismo, surgem teorias que buscam defender a atuação mais incisiva do Estado em determinados setores da economia, promovendo uma espécie de bifurcação no pensamento econômico liberal.<sup>30</sup>

---

<sup>28</sup> Cf. NUSDEO, Fabio (1995). Op. cit., p. 17. Esse ideário se fortalece, em grande medida, a partir dos desdobramentos da Revolução Industrial, ao revelar uma série de problemas sociais, especialmente conectados à precarização das relações de trabalho e à degradação da situação econômico-social da classe operária, que a economia de livre mercado se demonstrava incapaz de resolver ou, quiçá, agravava. Em bom diagnóstico dessa transformação, A. Venâncio Filho afirma: “*As implicações cada vez mais intensas das descobertas científicas e de suas aplicações, que se processam com maior celeridade, a partir da Revolução Industrial, o aparecimento das gigantescas empresas fabris, trazendo em consequência, a formação de grandes aglomerados urbanos, representam mudanças profundas na vida social e política dos países, acarretando alterações acentuadas nas relações sociais, o que exigirá que paulatinamente, sem nenhuma posição doutrinária preestabelecida, o Estado vá, cada vez mais, abarcando maior número de atribuições, intervindo mais assiduamente na vida econômica e social, para compor os conflitos de interesses de grupos e de indivíduos.*” (Cf. VENÂNCIO FILHO, Alberto. Op. cit., p. 9-10).

<sup>29</sup> Cf. HUNT, Emery Kay; SHERMAN, Howard J. *História do Pensamento Econômico*. Tradução por André Jaime Larry Benchimol. 26ª. ed. Petropolis: Vozes, 2013, p. 91.

<sup>30</sup> Sobre essa bifurcação do pensamento econômico neoclássico, entre liberais e conservadores, E. K. Hunt e M. Lautzenheiser afirmam: “*De fins do século XIX até o presente, há uma divisão na tradição intelectual neoclássica entre as alas liberal e conservadora. Estes termos às vezes provocam confusão porque a doutrina do laissez-faire no século XIX era considerada “liberal” enquanto hoje os defensores mais extremos do laissez-faire são chamados de conservadores e os economistas neoclássicos que moderam sua análise e defendem a intervenção do governo para corrigir “imperfeições do mercado” ou “falhas do mercado” são agora chamados de liberais.*” (HUNT, Emery K; LAUTZENHEISER, Mark. Op. cit., p. 411-412). Essa classificação conferida às escolas neoclássicas são, entretanto, objeto de críticas, especialmente por M. Friedman, que, a esse respeito, afirma: “*Beginning in the late nineteenth century, and especially after 1930 in the United States, the term liberalism came to be associated with a very different emphasis, particularly in economic policy. It came to be associated with a readiness to rely primarily on the state rather than on private voluntary arrangements to achieve objectives regarded as desirable. The catchwords became welfare and equality rather than freedom. The nineteenth-century liberal regarded an extension of freedom as the most effective way to promote welfare and equality; the twentieth-century liberal regards welfare and equality as either prerequisites of or alternatives to freedom. In the name of welfare and equality, the twentieth-century*

Nesse ponto, já havia certo consenso de que o sistema de livre mercado continha imperfeições, que inclusive podiam colocar em risco o próprio sistema capitalista, associadas às chamadas “falhas de mercado”, que faziam com que: (i) determinados agentes de mercado passassem a deter influência dominante sobre a fixação de preços de produtos e serviços; (ii) a produção e venda de determinados bens e serviços de relevância social não fosse naturalmente produzidos, por não se demonstrarem lucrativas;<sup>31</sup> (iii) os custos de produção de um determinado bem ou serviço pudessem diferir consideravelmente dos custos sociais associados a essa produção, em função de externalidades negativas,<sup>32</sup> e (iv) a ampla liberdade no âmbito do mercado tivesse o potencial de gerar uma importante instabilidade, sujeitando o sistema capitalista a recorrentes crises com enormes repercussões sociais.<sup>33</sup>

Assim, passa a existir, entre os adeptos da Escola Clássica, visões distintas sobre a relevância dessas imperfeições e os mecanismos a serem utilizados para administrá-las.

Aqueles ainda fortemente alinhados com os pressupostos do liberalismo clássico e com a ideologia do *laissez-faire* – que a partir de então passam a ser conhecidos, por alguns, como conservadores – consideram essas imperfeições como secundárias, não justificando uma ação interventiva ostensiva do Estado para seu equacionamento.<sup>34</sup>

---

*liberal has come to favor a revival of the very policies of state intervention and paternalism against which classical liberalism fought. In the very act of turning the clock back to seventeenth-century mercantilism, he is fond of castigating true liberals as reactionary! We do not wish to conserve the state interventions that have interfered so greatly with our freedom, though, of course, we do wish to conserve those that have promoted it. Moreover, in practice, the term conservatism has come to cover so wide a range of views, and views so incompatible with one another, that we shall no doubt see the growth of hyphenated designations, such as libertarian-conservative and aristocratic-conservative. Partly because of my reluctance to surrender the term to proponents of measures that would destroy liberty, partly because I cannot find a better alternative, I shall resolve these difficulties by using the word liberalism in its original sense as the doctrines pertaining to a free man.” (FRIEDMAN, Milton. *Capitalism and Freedom*. The University of Chicago Press: Chicago, 2002, p. 5- 6).*

<sup>31</sup> Problema esse associado aos chamados bens públicos, que, em função de suas características, são de uso não rival (sua utilização por um agente não impede a utilização por outros) e não excludente (é inviável impedir sua utilização por terceiros a um custo justificável). Nesse sentido, J. Stiglitz e C. Walsh afirmam: “*Um bem público é aquele em que o custo marginal de oferecê-lo a uma pessoa adicional é rigorosamente zero e é impossível excluir quem quer que seja de receber o bem.*” (STIGLITZ, Joseph E.; WALSH, Carl E. *Introdução à microeconomia*. Tradução por Helga Hoffmann. 3ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003, p. 195-196).

<sup>32</sup> A noção de externalidade está associada aos efeitos, positivos ou negativos, que um determinado arranjo pode surtir em relação a agentes externos a ele, que, dessa forma, poderão obter benefícios em relação aos quais não arcaram com o respectivo custo (no caso das chamadas externalidades positivas) ou prejuízos pelos quais não foram adequadamente compensados (no caso das chamadas externalidades negativas). Em boa síntese sobre tal modalidade, de falha de mercado, J. Stiglitz e C. Walsh afirmam: “*Uma externalidade surge quando um indivíduo ou uma firma leva a cabo uma ação que afeta outros diretamente, sem que tenha de pagar pelo resultado maléfico ou sem que seja remunerado pelo resultado benéfico. Quando estão presentes externalidades, firmas e indivíduos não arcam com todas as consequências de seus atos.*” (STIGLITZ, Joseph E.; WALSH, Carl E. Op. cit., p. 194).

<sup>33</sup> Cf. HUNT, Emery K.; SHERMAN, Howard J. Op. cit., p. 130-131.

<sup>34</sup> Cf. HUNT, Emery K.; SHERMAN, Howard J. Op. cit., p. 131-132.

Surge, entretanto, uma nova linhagem no pensamento econômico, que não obstante defensora do capitalismo, considera que as imperfeições da sistemática do livre mercado acima elencadas são absolutamente relevantes e merecedoras de grande atenção, dadas as suas repercussões, admitindo uma maior atuação direta do Estado na organização da economia para corrigi-las – e que, a partir de então, passam a ser conhecidas como liberais.<sup>35</sup>

Essa perspectiva sobre o papel do Estado na organização da economia ganha maior aceitação após a recessão que atingiu a Europa, na sequência da Primeira Guerra Mundial, e os Estados Unidos da América, após a Grande Depressão, deflagrada a partir do final da década de 1920, e tem, na figurada de J. Keynes, seu principal teórico, que apresenta importantes questionamentos ao pensamento da Escola Clássica.<sup>36</sup>

Em linhas gerais, J. Keynes defendia que a manutenção e a sobrevivência do sistema capitalista dependia, em grande medida, da atuação centralizadora do Estado, por meio da adoção de uma série de políticas públicas, desempenhando, inclusive, algumas funções de planejamento econômico.

Essa doutrina influenciou sobremaneira as políticas anticíclicas recuperacionais no âmbito do *New Deal* – inclusive as reformas regulatórias do mercado de valores mobiliários dos Estados Unidos da América que nela estavam inseridas – projetando o Estado à função de órgão regulador e motor da economia, inclusive por meio de sua atuação na definição de preços, salários e taxas de juros e do estabelecimento de prioridades para o investimento privado.<sup>37</sup>

A reboque da disseminação dessa nova doutrina econômica, de natureza predominantemente intervencionista, veio, também, um novo movimento constitucional, destinado a incorporar o Estado ao centro decisório econômico e a ele atribuir importante papel na garantia da igualdade social.<sup>38</sup>

---

<sup>35</sup> Cf. HUNT, Emery K; LAUTZENHEISER, Mark. Op. cit., p. 411-412.

<sup>36</sup> A esse respeito, ver KEYNES, Jonh Maynard. *The end of laissez-faire*. In: *Essays in Persuasion by Jonh Maynard Keynes*. London: Norton & Company, 2011.

<sup>37</sup> Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & “insider trading”*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, p. 14.

<sup>38</sup> Sobre esse movimento, F. Nusedo afirma: “(...) *todo movimento constitucional iniciado com Weimar em 1919 destinou-se a reintroduzir o Estado na arena do processo decisório econômico de tal sorte a transmutar profundamente os velhos quadros liberais, fazendo-os passar por uma evolução de não pequena monta, a ponto de, gradualmente, ir tomando corpo o novo sistema econômico já mencionado, conhecido como sistema misto ou, então, sistema de iniciativa dual, na expressão do professor Camargo Vidigal. Não é preciso ressaltar que esse novo sistema é justamente aquele ao qual correspondem as normas de cunho explicitamente econômico constantes das restrições modernas que, assim, o consagram. Por essa razão, os constitucionalistas procuram distingui-las das leis fundamentais do classicismo constitucional. A essas últimas era dado o nome de constituições-garantia, por ser a sua preocupação primeira garantir a liberdade individual e a contenção do poder político dentro de lindes, os mais estreitos. Já aquelas, as constituições*



Essas visões sobre o maior ou menor grau de influência do Estado na organização da economia, a partir das variâncias acima descritas, perduram até os dias atuais, inclusive com importantes esforços de integração das diversas visões dos representantes do chamado neoclassicismo.

O maior exemplo dessa iniciativa integrativa é a chamada “síntese neoclássica” desenvolvida por P. Samuelson, por meio da qual se busca integrar os elementos da teoria keynesiana e da economia neoclássica, aplicáveis, respectivamente, às questões macro e microeconômicas.

De acordo com a visão eclética de P. Samuelson, a teoria keynesiana forneceria os elementos necessários para manter o funcionamento da economia a pleno emprego, e nesse esquadro, o sistema de mercado operaria a alocação de recursos de acordo com os princípios neoclássicos, unindo-se, assim, a “mão invisível” do mercado ao “pulso visível” do Estado, atuando como um espécie de *deus ex machina*<sup>39</sup> e, assim, promovendo a eficiência da economia, a equidade e a estabilidade econômica.<sup>40</sup>

Em contraponto a essa abordagem, encontram-se as linhas de pensamento que continuam a defender o capitalismo *laissez-faire* (e, portanto, a intervenção mínima do Estado na ordem econômica) de maneira mais acentuada, representada pelos economistas da

---

*deste século, são cognominadas de maneira diversa: constituições social democratas, constituições programa, constituições-dirigentes, sempre a indicar o seu ampliado campo, destinado, como já posto em realce, a dar o devido embasamento ao novo sistema econômico surgido não dos escombros, mas da evolução do liberalismo.”* (NUSDEO, Fabio (1995). Op. cit., p. 19).

<sup>39</sup> Cf. HUNT, Emery K; LAUTZENHEISER, Mark. Op. cit., p. 413-414. Essa visão pode ser depreendida a partir da seguinte passagem de P. Samuelson e W. Nordhaus: “*In weighing the relative merits of state and market, public debate often oversimplifies the complex choices that societies face. Markets have worked miracles in some countries. But markets need well-crafted legal and political structures, along with the social overhead capital that promotes trade and ensures a stable financial system. Without these governmental structures, markets often produce corrupt capitalism, great inequality, pervasive poverty, and declining living standards. The debate about government’s successes and failures demonstrates that drawing the boundary between market and government is an enduring problem. The tools of economics are indispensable to help societies find the golden mean between an efficient market mechanism and publicly decided regulation and redistribution. The good mixed economy is, perforce, the limited mixed economy. But those who would reduce government to the constable plus a few lighthouses are living in a dream world. An efficient and humane society requires both halves of the mixed system—market and government. Operating a modern economy without both is like trying to clap with one hand.*” (SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. Op. cit., p. 41).

<sup>40</sup> Nesse sentido, P. Samuelson e W. Nordhaus afirmam: “*Governments have three main economic functions in a market economy: 1. Governments increase efficiency by promoting competition, curbing externalities like pollution, and providing public goods. 2. Governments promote equity by using tax and expenditure programs to redistribute income toward particular groups. 3. Governments foster macroeconomic stability and growth — reducing unemployment and inflation while encouraging economic growth — through fiscal and monetary policy*”. (SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. Op. cit., p. 35).

Escola Austríaca e da Escola de Chicago,<sup>41</sup> como F. Hayek, L. von Mises, F. Knight e M. Friedman.

A partir da defesa de uma abordagem positiva da teoria econômica, isenta de juízos de valor, os seguidores dessas correntes são céticos quanto à capacidade de o governo resolver as supostas inoperâncias do sistema de livre mercado, creditando ao Estado, inclusive, a existência ou agravamento das mesmas.<sup>42</sup>

Assim, essas linhas de pensamento defendem um afastamento do Estado das questões econômicas em um grau bastante semelhante àquele propugnado pela Escola Clássica, limitando sua atuação à defesa da propriedade privada e dos contratos<sup>43</sup> e enxergando com absoluta reserva sua incursão em outros campos associados à organização econômica de uma dada sociedade.<sup>44</sup>

A transposição desse debate acerca do papel do Estado na ordem econômica especificamente para a organização do mercado de valores mobiliários traz consigo nuances próprias, associadas especialmente aos agentes que o integram – investidores, intermediários, emissores – e às infraestruturas que o conformam – entidades administradoras de mercados, entidades de compensação e liquidação, depositários centrais, sistemas de registro etc.

Entretanto, as questões fundamentais que permeiam a discussão sobre a papel do Estado na organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários evidentemente derivam daquelas que compõem o debate que se desenvolveu no âmbito da teoria econômica ao longo dos últimos séculos.

Nesse sentido, costuma-se reconhecer, genericamente, que a atuação do Estado em

---

<sup>41</sup> Sobre as diferenças metodológicas entre a Escola Austríaca e a Escola de Chicago, E. K. Hunt e M. Lautzenheiser afirmam: “*O problema de juntar a escola austríaca e a de Chicago numa mesma classificação é que, embora ambas destaquem os benefícios universais da troca, o individualismo extremado e a defesa doutrinária do laissez-faire, elas têm diferenças metodológicas. De modo geral os austríacos defendem uma abordagem racionalista à teoria econômica, enquanto Milton Friedman e seus seguidores defendam a abordagem empírica.*” (HUNT, Emery K; LAUTZENHEISER, Mark. Op. cit., p. 418).

<sup>42</sup> Cf. HUNT, Emery K; LAUTZENHEISER, Mark. Op. cit., p. 418-419.

<sup>43</sup> Essa visão pode ser depreendida a partir da seguinte passagem de M. Friedman: “*These then are the basic roles of government in a free society: to provide a means whereby we can modify the rules, to mediate differences among us on the meaning of the rules, and to enforce compliance with the rules on the part of those few who would otherwise not play the game. The need for government in these respects arises because absolute freedom is impossible.*” (FRIEDMAN, Milton. Op. cit., p. 25).

<sup>44</sup> Nesse sentido, M. Friedman afirma: “*The existence of a free market does not of course eliminate the need for government. On the contrary, government is essential both as a forum for determining the "rules of the game" and as an umpire to interpret and enforce the rules decided on. What the market does is to reduce greatly the range of issues that must be decided through political means, and thereby to minimize the extent to which government need participate directly in the game.*” (FRIEDMAN, Milton. Op. cit., p. 15).

relação ao mercado de valores mobiliários está associada às falhas de mercado que nele se revelam (especialmente aquelas advindas da assimetria informacional que se impõem entre diversos de seus agentes, nos mais variados contextos), os potenciais prejuízos delas decorrentes ao processo de alocação de recursos que se conforma por meio de tal mercado (e que, evidentemente, possui importantes reflexos na econômica de forma geral), bem como ao interesse público inerente ao bom funcionamento desse mercado, inclusive em decorrência de sua importância sistêmica e das externalidades negativas que podem sobrevir a partir de seu mau funcionamento.

Consequentemente, qualquer solução proposta com relação à abordagem regulatória adequada para o mercado de valores mobiliários invariavelmente conterà, de maneira velada ou ostensiva, determinadas visões quanto à efetiva capacidade de o Estado equacionar as inoperâncias que derivam de um funcionamento mais livre desse mercado, em vista do grau de tolhimento da liberdade de iniciativa dos agentes econômicos que a atuação estatal invariavelmente impõe, bem como de seus potenciais impactos e consequências ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

E essas visões, inclusive, podem se modificar por razões temáticas, uma vez que certas questões ligadas ao mercado de valores mobiliários, como, por exemplo, aquelas associadas à atuação das chamadas infraestruturas de mercados – entidades de compensação e liquidação que atuam como contraparte central de operações, depositários centrais de valores mobiliários etc. – ou a determinados produtos financeiros cujas características e complexidade inerentes atraem riscos batente específicos – como é o caso dos derivativos – se inserem em uma dimensão em que, por questões de risco sistêmico, serão exigidas medidas de natureza prudencial e uma abordagem regulatória diferenciada.<sup>45</sup>

---

<sup>45</sup> Acerca da regulação sistêmica, O. Yazbek afirma: “A regulação sistêmica, por sua vez, é voltada para a proteção do sistema financeiro como um todo e, de forma reflexa, para a proteção das atividades não-financeiras dele dependentes, adotando mecanismos de ‘conformação’ do mercado. Assim, tal regulação envolve a criação de ‘redes de proteção’ ou de mecanismos de blindagem destinados a permitir a administração das crises ou a resolução de problemas, impedindo o seu alastramento. Estão aí abrangidos o estabelecimento de regimes especiais de quebra, a criação de mecanismos de seguros de depósito, as atividades do banco central como provedor de liquidez, a organização dos sistemas de pagamentos adequados, entre outros.” (YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 193). Não obstante o risco sistêmico esteja tradicionalmente associado ao mercado financeiro em sentido estrito e às instituições financeiras que nele atuam (especialmente aos bancos), é inegável que a inerente aproximação desses mercados – em função das instituições que de ambos participam e da natureza híbrida de grande parte dos produtos que neles são transacionados – agrega uma importante e crescente dimensão sistêmica a determinados aspectos da regulação do mercado de valores mobiliários, especialmente no que diz respeito ao funcionamento das infraestruturas que o conformam e dos intermediários que neles atuam. A esse respeito, O. Yazbek afirma: “Uma importante primeira consideração diz respeito a uma mudança de foco na regulação sistêmica já mais de uma vez referida no presente artigo – hoje, não há

Evidente, todavia, que qualquer posicionamento tomado nessa seara – como, por exemplo, aquele subjacente às ideias expostas no presente trabalho –, seja em sede doutrinária, no bojo das discussões sobre os objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários e de seus mecanismos, bem como no contexto do desenvolvimento e da execução de sua política regulatória, estará invariavelmente associado, em maior ou menor grau, à filiação a uma determinada corrente de pensamento no que diz respeito à efetiva capacidade do Estado de adequadamente solucionar determinados problemas que se apresentam no âmbito da estrutura e funcionamento desse mercado.

É inegável que a intervenção do Estado na organização econômica tem por objetivo alterar os comportamentos que naturalmente seriam adotados pelos indivíduos, com o intuito de, assim, corrigir falhas ou promover o interesse público, ou, ainda, conforme C. Salomão

---

*mais como sustentar que tal regulação diz respeito apenas ao setor bancário. É desnecessário, aqui, destacar os complexos padrões de integração entre as diferentes atividades financeiras, construídos nos últimos 30 anos. Basta lembrar que a crise financeira dos últimos anos nasceu em mercados de securitização (os mercados dos títulos ‘subprime’) e teve um de seus pontos mais marcantes na quase quebra de uma seguradora (a AIG). Por óbvio, também, no mercado brasileiro existem padrões diversos de integração entre diferentes agentes de mercado ou entre atividades.”* (YAZBEK, Otavio. Crise Financeira e Risco Sistêmico: A evolução recente da regulação sistêmica no Brasil. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua Lima (coord.). *Direito e Economia – 30 anos de Brasil*. t. 2. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 112). Nesse sentido, o documento intitulado *Principles for financial market infrastructures* propostos pelo *Committee on Payment and Settlement Systems* do *Bank for International Settlements* e pelo *Technical Committee* da *International Organization of Securities Commissions* elenca o risco sistêmico dentre as principais preocupações advindas do funcionamento das chamadas infraestruturas de mercado financeiro, que incluem, por exemplo, as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários e os depositários centrais desses ativos: “*FMI’s may themselves face systemic risk, however, because the inability of one or more participants to perform as expected could cause other participants to be unable to meet their obligations when due. In such circumstances, a variety of “knock-on” effects are possible, and an FMI’s inability to complete settlement could have significant adverse effects on the markets it serves and the broader economy. These adverse effects, for example, could arise from unwinding or reversing payments or deliveries; delaying the settlement or close out of guaranteed transactions; or immediately liquidating collateral, margin, or other assets at fire sale prices. If an FMI were to take such steps, its participants could suddenly be faced with significant and unexpected credit and liquidity exposures that might be extremely difficult to manage at the time. This, in turn, might lead to further disruptions in the financial system and undermine public confidence in the safety, soundness, and reliability of the financial infrastructure.*” (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Principles for financial market infrastructures*. 2012, p. 18. Disponível em: <<http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>>. Acesso em: 02 dez. 2016). Para uma profunda análise acerca do novo modelo de regulação do mercado de valores mobiliários a partir da realidade de interpenetração dos mercados financeiros, ver WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Sistema de regulação do mercado de valores mobiliários: para além da informação*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2016. Em preciso diagnóstico sobre esse novo contexto de regulação do mercado de valores mobiliários, J. Sotto Mayor afirma: “*Portanto, o novo paradigma regulatório advindo da agenda de discussões internacionais do pós-crise desafia o regulador do mercado de valores mobiliários, para além da tradicional regulação de condutas e de todas as regras informacionais que lhe são inerentes, a encarar os mercados sujeitos à sua regulação sob um novo olhar, agora inspirado, cada vez mais, nas dimensões prudenciais e sistêmicas que se fazem inegavelmente presentes. Impõe-se, assim, que ao método de regulação pela informação seja adicionada uma nova dinâmica capaz de modular as atividades tradicionais de regulação do mercado de capitais a partir de uma perspectiva necessariamente macropprudencial.*” (WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Op. cit., p. 236).

Filho, promover a correção e o equilíbrio do processo de intereção econômica.<sup>46</sup>

Nesse contexto, o instrumento do qual o Estado lança mão para atingir essa finalidade é justamente o Direito, haja vista a função eminentemente prescritiva das normas jurídica.<sup>47</sup> Conforme ensina E. Grau, a ordem econômica, sob essa perspectiva, corresponde justamente a uma parcela da ordem jurídica, composta por um conjunto de regras de conduta que buscam regular o comportamento dos agentes econômicos, limitando, em maior ou menor medida, sua livre ação.<sup>48</sup>

Dessa forma, a partir de seu efeito indutor, é inegável a contribuição do Direito à organização da economia e das atividades que nela se inserem, sobretudo sob a perspectiva dos incentivos postos a partir das normas que objetivam prescrever as condutas e os comportamentos desejados dos agentes que atuam no mercado.<sup>49</sup>

Todavia, nesse delicado exercício, não se pode superestimar a capacidade do Estado de substituir com perfeição a atuação dos agentes privados – especialmente em se tratando de sua atuação em mercado – confiando-se cegamente em sua infalibilidade e onisciência.<sup>50</sup> Como ensina P. Sá, não é porque compete ao Estado policiar o tráfego econômico que a ele caberá dirigir os próprios veículos da economia.<sup>51</sup>

---

<sup>46</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. 2ª. ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 36.

<sup>47</sup> De acordo com N. Bobbio, as normas jurídicas possuem uma função eminentemente prescritiva, que consiste em “dar comandos, conselhos, recomendações, advertências, influenciar o comportamento alheio e modificá-lo, em suma, no fazer fazer.” (BOBBIO, Norberto. *Teoria da Norma Jurídica*. Tradução por Ariani Bueno Sudatti e Fernando Pavan Baptista. 5ª ed. São Paulo: Edipro, 2014, p. 79).

<sup>48</sup> A esse respeito, E. Grau afirma: “Bem definida, destarte, como me parece ter restado, a distinção entre ordem econômica – mundo do ser – e ordem econômica mundo do dever-ser – e estipulado que este ensaio tem caráter jurídico e não econômico, é nítida a qualificação desta última (que é a ordem econômica da qual cogito) como parcela da ordem jurídica.” (GRAU, Eros. Op. cit., p. 68).

<sup>49</sup> Vale lembrar, inclusive, a esse respeito, que conforme propugna N. Irti, o próprio mercado se estrutura a partir de um conjunto de normas jurídicas que orientam a produção e a circulação de bens e serviços, sendo, portanto, impossível conceber mercados sem um sistema normativo que regule seu funcionamento, fruto, por sua vez, de determinadas decisões políticas que os modelam. (Cf. IRTI, Natalino. *L'ordine giuridico del mercato*: Roma: Laterza, 2003, p. V-VI). Segundo N. Irti, esse ordenamento jurídico do mercado abrange normas que recaem sobre os negócios que nele ocorrem, os agentes envolvidos e os bens que constituem seu objeto, e que dispõem de natureza proibitiva – restringindo a atuação de determinados agentes ou a negociação de determinados bens – atributiva – legitimando a atuação de determinados agentes e a negociação de determinados bens – e conformadora – disciplinando as operações permitidas e conferindo ao mercado sua fisionomia. (Cf. IRTI, Natalino. Op. cit., p. 44-51).

<sup>50</sup> Cf. SÁ, Paulo. “Produção, Produtividade e Iniciativa Privada”. *Síntese Política, Econômica, Social*. Belo Horizonte: Faculdade Jesuíta de Filosofia e Teologia. v. 1, n. 4, 1959, p. 38.

<sup>51</sup> Nesse sentido, P. Sá afirma: “Sei, muito bem, que há certa intervenção — e os impostos diretos ou indiretos são um a delas — com que um Estado equilibrado e justo pode, e deve, regular o tráfego econômico. Sei — e já tenho proclamado com convicção e quase com violência — que ao Estado compete um a ação repressiva contra os abusos, venham de onde vierem. Isso, porém, nada tem que ver com o que estamos vendo aí, quando a inundação estatal afoga e leva de roldão toda iniciativa privada, toda liberdade econômica. Isso, porém, nada tem que ver com o panorama brasileiro das coisas. E só os repetidores (inocentes ou sabidíssimos), de coisas que lêem — mais ou menos lêem — em livros e jornais de outros países, onde a situação é tão

Em verdade, a ação do Estado está longe de ser capaz de equacionar adequadamente todos os interesses envolvidos no contexto das relações econômicas, especialmente sob uma ótica de custos incorridos e benefícios gerados.

Conforme afirma R. Coase, o objetivo da política econômica – que representa a ação interventiva do Estado na economia – é justamente garantir que, ao decidir os cursos de ações a serem tomadas pelos indivíduos, estes optem por aquelas que geram os melhores resultados para o sistema como um todo.<sup>52</sup> E assumindo que, naturalmente, os indivíduos optarão por adotar aquelas ações que promovem seus interesses pessoais, a maneira de alterar esse comportamento na esfera econômica é por meio do Direito,<sup>53</sup> dada sua influência natural no comportamento dos agentes.

Todavia, o mesmo R. Coase alerta para o problema que reside na presunção de que o Estado é efetivamente capaz de solucionar os conflitos que se instauram em ambiente de mercado de modo eficiente e a um custo justificável, diante, inclusive, de todos os custos diretos e indiretos que resultam de sua própria atuação reguladora, seja em função da necessidade de mobilização de seu aparato administrativo, seja em função dos impactos que tal atuação surte na esfera individual dos agentes.<sup>54</sup> Isso porque, conforme alerta F. Hayek, os efeitos indiretos e mais remotos de tais intervenções no funcionamento natural dos mercados são de difícil mensuração e tendem naturalmente a ser subestimados pelo agente proponente de tais medidas, nesse caso, o próprio Estado.<sup>55</sup>

---

*tradicionalmente diversa, só eles é que podem querer vestir em nossa economia tropical os pesados casacos de pele importados de outras terras e de outras situações. Porque o Estado deve — com o dissenso — policiar a tráfego econômico, concluem eles — parvamente — que cabe ao Estado dirigir todos os veículos da economia nacional. Porque o Estado deve coibir os abusos, acham eles que da parte do Estado nada é abuso, e tudo é permitido.”* (SÁ, Paulo. Op. cit., p. 44).

<sup>52</sup> Cf. COASE, Ronald. “The firm, the market and the law” In: COASE, Ronald. *The firm, the market and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988, p. 27.

<sup>53</sup> A esse respeito, R. Coase afirma: “*Since, by large, people choose to perform those actions which they think will promote their own interest, the way to alter their behavior in the economic sphere is to make it in their interest to do so. The only means available to the government for doing this (apart from exhortation, which is commonly ineffective) is a change in the law or its administration. (...) Economic policy involves a choice among alternative social institutions, and these are created by the law or are dependent on it.*” (COASE, Ronald (1988). Op. cit., p. 27-28).

<sup>54</sup> Nesse sentido, R. Coase afirma: “*All solutions have costs and there is no reason to suppose that government regulation is called for simply because the problem is not well handled by the market or the firm. Satisfactory views on policy can only come from a patient study of how, in practice, the market, firms and governments handle the problem of harmful effects. Economists need to study the work of the broker in bringing parties together, the effectiveness of restrictive covenants, the problems of the large-scale real-estate development company, the operation of government zoning and other regulating activities. It is my belief that economists, and policy-makers generally, have tended to over-estimate the advantages which come from governmental regulation.*” (COASE, Ronald Harry. The problem of social cost. *The Journal of Law and Economics*. Chicago: University of Chicago, v. 3, 1960, p. 17-18).

<sup>55</sup> HAYEK, Frederick A. *Law, legislation and liberty: a new statement of the liberal principles of justice and political economy*. vol. 1. London: Routledge, 1983, p. 56. Nesse sentido, F. Hayek afirma: “*Our choice will*

Em suma, a escolha entre regular ou não determinada atividade – inclusive diversos dos aspectos relacionados ao mercado de valores mobiliários – não é, como muitas vezes se faz parecer, entre a ineficiente solução a que chegariam os agentes privados e a eficiente solução imposta pelo Estado, mas sim, entre diversas alternativas que, de uma forma ou outra, impõem ineficiências, sejam elas eminentemente privadas ou fruto da atuação do Estado.<sup>56</sup>

Ademais, em qualquer cenário, a intervenção ordenadora do Estado na esfera econômica – limitando a conduta dos agentes econômicos e prescrevendo determinados padrões mandatórios de comportamento – deve sempre levar em consideração todos os custos, diretos ou indiretos (incluídos aqui os chamados custos de oportunidade)<sup>57</sup> fatalmente impostos aos agentes econômicos como consequência de tal atuação estatal.<sup>58</sup>

Significa dizer que os custos originados por tal intervenção não podem, globalmente, superar os benefícios dela decorrentes, principalmente por, conforme afirmado, ser falacioso assumir que o Estado estará, sempre, em melhor condições do que os agentes privados envolvidos para proceder o sopesamento necessário à obtenção da solução mais eficiente, sendo essa alternativa evidentemente preferível, desde que os custos de transação e custos de agência<sup>59</sup> inerentes ao respectivo processo de negociação não sejam proibitivos.<sup>60</sup>

---

*regularly appear to be one between a certain known and tangible gain and the mere probability of the prevention of some unknown beneficial action by unknown persons. If the choice between freedom and coercion is thus treated as a matter of expediency, freedom is bound to be sacrificed in almost every instance. As in the particular instance we shall hardly ever know what would be the consequence of allowing people to make their own choice, to make the decision in each instance depend only on the foreseeable particular results must lead to the progressive destruction of freedom. There are probably few restrictions on freedom which could not be justified on the grounds that we do not know the particular loss they will cause.” (HAYEK, Frederich A. (1983) Op. cit., p. 56-57).*

<sup>56</sup> Cf. FRIEDMAN, David D. *Law's Orders*. New Jersey: Princeton University Press, 2000, p. 45.

<sup>57</sup> Conforme ensinam J. Stiglitz e C. Walsh, custo de oportunidade é “o custo de um recurso medido pelo valor máximo que esse recurso obteria se usado de outra forma”. (STIGLITZ, Joseph E.; WALSH, Carl E. Op. cit., p. 367).

<sup>58</sup> Cf. PITTA, André Grünspun. *O Regime de Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 58.

<sup>59</sup> Conforme ressaltam M. Jensen e W. Meckling, os custos de agência são aqueles que decorrem da relação entre o agente e o seu principal: “We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. (...) We define agency costs as the sum of 1. the monitoring expenditures by the principal, 2. the bonding expenditures by the agent, 3. the residual loss.” (JENSEN, Michael; MECKLING, William. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. In: JENSEN, Michael. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2000, p. 86).

<sup>60</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 58. A verificação de poderes de barganha desiguais, nesse contexto, é tradicionalmente considerada como uma possível justificativa para a regulação. A esse respeito, R. Baldwin, M. Cave e M. Lodge afirmam: “One precondition for the efficient or fair allocation of resources in a market is equal bargaining power. If bargaining power is unequal, regulation may be justified in order to protect certain interests.” (BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. Op. cit., p. 20).

E, se por um lado, a aceitação de um maior grau de liberdade – e conseqüentemente, de um reduzido papel do Estado – na organização econômica torna-se mais conflituosa diante de questões que tocam, por exemplo, a ordem social ou, no contexto dos mercados financeiros e de valores mobiliários, o risco sistêmico – em vista das externalidades negativas inerentes a tais situações, que dificultam, em grande medida, o atingimento de soluções privadas que efetivamente aumentem o bem-estar global da sociedade – o mesmo não deveria ocorrer em relação a determinados aspectos da regulação do mercado de valores mobiliários que dispõem sobre os mecanismos de formação de capital pelas sociedades empresárias.

Aqui, umas vez sanadas determinadas falhas de mercado que podem, em alguns casos, impactar o atingimento de soluções privadas eficientes, os agentes econômicos parecem estar, como veremos adiante, em melhor posição para ditar as condições que devem reger os arranjos econômicos que conformam o fluxo de capital entre poupadores e tomadores do que o próprio Estado, que deveria, pois, se ocupar primordialmente de empoderar e legitimar as partes envolvidas para perseguir tais objetivos e reprimir adequadamente os eventuais desvios ou abusos, ao invés de, *a priori*, restringir injustificadamente a atuação de tais agentes no que diz respeito à definição das condições regentes de sua relação.

Todavia, é inegável que o debate sobre o grau desejável de regulação no âmbito do mercado de valores mobiliários – que revela um desdobramento da mencionada discussão sobre o efetivo papel do Estado na organização econômica –, bem como os recorrentes movimentos de regulação e desregulação desses mercados que vão dialeticamente se alternando ao longo do tempo, estão associados a uma miríade de fatores, especialmente a determinadas raízes ideológicas – mais liberalizantes ou intervencionistas – e a movimentos responsivos a crises de fiabilidade que invariavelmente deflagram-se de tempos em tempos, associadas a escândalos corporativos, esquemas fraudulentos ou às grandes crises que acometeram os mercados e que invariavelmente são creditadas, *ex-post*, a ineficiências regulatórias.<sup>61</sup>

---

<sup>61</sup> Em uma boa síntese tal embata, focada na regulação do mercado financeiro em sentido estrito, mas que certamente possui aplicação ao que ocorre no âmbito do mercado de valores mobiliários, A. Demirgüç-Kunt afirma: “*While most economists agree that there is a role for government in the regulation and supervision of financial systems, the extent of this involvement is an issue of active debate (Barth, Caprio and Levine, 2006; Beck, 2006). One extreme view is the laissez-faire or invisible-hand approach, where there is no role for government in the financial system, and markets are expected to monitor and discipline financial institutions. This approach has been criticized for ignoring market failures as depositors, particularly small depositors,*



## 2.3 A FUNÇÃO ALOCATIVA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: FINANCIAMENTO DA ATIVIDADE EMPRESÁRIA

A transposição da discussão sobre o efetivo papel do Estado na organização do mercado de valores mobiliários pressupõem, em primeiro lugar, a compreensão das funções econômicas desse mercado.

Conforme pontuado por F. Fabozzi et al., os tipos de mercado que tradicionalmente operam em uma economia podem ser genericamente divididos entre os mercados de bens e serviços (“*product market*”) e os mercados de fatores de produção (“*factor market*”), que operam em uma espécie de fluxo circular, por meio do qual se estrutura uma economia de mercado.<sup>62</sup>

No âmbito do mercado de produtos, a renda dos consumidores interage com a oferta de bens e serviços, determinando quais produtos e serviços serão efetivamente produzidos em uma dada economia.<sup>63</sup> Já no mercado de fatores de produção, a demanda desses produtores de bens e serviços por fatores de produção – trabalho, propriedade e capital – encontra a respectiva oferta, determinando os respectivos salários, alugueres, juros e dividendos, que compõem justamente a renda que será aplicada naquele mercado de bens e serviços, determinando, conseqüentemente, para quem esses serão produzidos.<sup>64</sup>

Nesse contexto, os chamados mercados financeiros, em sentido amplo, compõem uma parte do mercado de fatores de produção, onde se organiza, por meio de determinados

---

*often find it too costly to be effective monitors. Thus, governments often act as delegated monitors for depositors, exploiting economies of scale to overcome costly information problems. On the other extreme is the complete interventionist approach, where government regulation is seen as the solution to market failures (Stigler, 1971). According to this view, powerful supervisors are expected to ensure stability of the financial system and guide banks in their business decisions through regulation and supervision. This view relies on two crucial assumptions. First, that governments know better than markets, and second, that they act in the best interests of the society. To the extent that officials generally have limited knowledge and expertise in making business decisions and can be subject to political and regulatory capture, these assumptions will not be valid (Becker and Stigler, 1974; Haber et al. 2003). Between the two extremes lies the private empowerment view of financial regulation. This view simultaneously recognizes the potential importance of market failures which motivate government intervention, and political/regulatory failures, which suggest that supervisory agencies do not necessarily have incentives to ease market failures. The focus is on enabling markets, where there is an important role for governments in enhancing the ability and incentives of private agents to overcome information and transaction costs, so that private investors can exert effective governance over banks. Consequently, the private empowerment view seeks to provide supervisors with the responsibility and authority to induce banks to disclose accurate information to the public, so that private agents can more effectively monitor banks (Barth, Caprio and Levine, 2006).” (DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli. Op. cit., p. 16-18).*

<sup>62</sup> Cf. FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco; JONES, Frank J. *Foundations of Financial Market and Institutions*. 4<sup>th</sup> ed. Boston: Pearson, 2010, p. 2.

<sup>63</sup> Cf. SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. Op. cit., p. 18-29.

<sup>64</sup> Ibidem.

instrumentos financeiros – que representam, *grosso modo*, pretensões ao recebimento de um determinado fluxo financeiro –, a oferta e a demanda de capital.<sup>65</sup>

Os mercados financeiros, genericamente, são aqueles em que esses instrumentos financeiros são transacionados, operando, conseqüentemente, importantes funções econômicas.

A primeira delas diz respeito ao financiamento da atividade de produção de bens e serviços. Os mercados financeiros se prestam, efetivamente, a promover a alocação dos recursos de titularidade dos agentes superavitários aos agentes que deles necessitam para aplicação no exercício de uma determinada atividade econômica, tendo por contrapartida uma determinada remuneração, fixa ou variável, a ser determinada em função da natureza da relação estabelecida entre esses agentes, consubstanciada, via de regra, pelo tipo de instrumento financeiro utilizado para promover a aludida transferência de recursos.<sup>66</sup>

Outra função, como lembra O. Yazbek, diz respeito à repartição e administração de riscos entre agentes econômicos diversos, seja como um resultado inerente do processo de financiamento da atividade produção de bens e serviço – uma vez que invariavelmente o fornecedor de recursos passará a dividir o risco da atividade exercida pelo tomador<sup>67</sup> – seja por meio de determinados instrumentos criados exclusivamente para essa finalidade, como é o caso dos contratos de seguro e dos derivativos.<sup>68</sup>

---

<sup>65</sup> Cf. FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco; JONES, Frank J. Op. cit., p. 2.

<sup>66</sup> Em precisa explicação de tal função operada pelos mercados financeiros, A. Andrezzo e I. Lima afirmam: “*Em uma economia moderna, é possível dividir as unidades econômicas em dois grupos, no que se refere ao processo poupança-investimento: – unidades econômicas superavitárias ou poupadores: aqueles que apresentam desejo de investir inferior à capacidade de poupança, ou seja, dispõem de recursos financeiros excedentes; – unidades econômicas deficitárias ou tomadores: aqueles que apresentam desejo de investir superior à capacidade de poupança, ou seja, demandam recursos financeiros além do que possuem. Para o primeiro grupo, surge a questão de como aplicar os recursos em excesso, enquanto o segundo grupo preocupa-se em como obter os recursos necessários à viabilização de seus projetos de investimento. É possível perceber que esses problemas são complementares, de modo que a solução dos problemas de um grupo pode levar também à solução dos problemas do outro grupo. O mercado financeiro consiste no conjunto de instituições e instrumentos destinados a oferecer algumas alternativas de aplicação e captação de recursos financeiros. Basicamente, é o mercado destinado ao fluxo de recursos financeiros entre poupadores e tomadores. Dessa forma, o mercado financeiro pode exercer as importantes funções de otimizar a utilização dos recursos financeiros e de criar condições de liquidez e administração de riscos.*” (ANDREZZO, Andrea; LIMA, Iran. *Mercado Financeiro – Aspectos Conceituais e Históricos*. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 1).

<sup>67</sup> Cf. FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco; JONES, Frank J. Op. cit., p. 4.

<sup>68</sup> Cf. YAZBEK, Otavio (2009). Op. cit., p. 26-29. Conforme alerta O. Yazbek, tal função operada por meio dos mercados financeiros acaba por ser desconsiderada no bojo das tentativas de apontamento de suas finalidades primordiais: “[o] mercado financeiro e de capitais é aquele em que são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabelecem relações de conteúdo financeiro visando, fundamental mas não exclusivamente, dois fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos e o financiamento das atividades econômicas. Como se viu, tal mercado cumpre as suas funções a partir de uma progressiva ‘financeirização’ das relações econômicas, ou seja, de um processo pelo qual essas relações são, em grande medida ‘monetizadas’ e incorporadas a instrumentos negociáveis, para os quais e provê uma certa liquidez. A maior

Adicionalmente, ao determinar qual o retorno exigido pelo fornecedor de recursos com relação a um determinado instrumento financeiro (em função da perspectiva de rentabilidade e do risco associado ao retorno financeiro a ele inerente), os mercados financeiros se prestam, por meio desse processo de descoberta de preços, a sinalizar a maneira como os recursos em uma dada economia devem ser alocados.<sup>69</sup>

Por fim, os mercados financeiros proporcionam, também, mecanismos de liquidez por meio dos quais os titulares de instrumentos financeiros podem converter seus investimentos em dinheiro, inclusive por meio da transferência de suas posições a terceiros interessados em assumi-las, independentemente do respectivo vencimento das obrigações.<sup>70</sup>

O mercado financeiro compreende, entretanto, um gênero que comporta subdivisões, a partir de determinadas particularidades ou critérios de classificação. Entretanto, essas subdivisões, embora apresentem importância didática, são cada vez menos estanques, especialmente em função do processo de modernização, sofisticação e integração dos agentes e dos produtos financeiros que compõem cada um desses mercados.<sup>71</sup>

A mais tradicional dessas classificações costuma subdividir o mercado financeiro, em sentido amplo, em duas espécies – o chamado mercado financeiro em sentido estrito (também referido por mercado de crédito ou mercado bancário) e o mercado de valores mobiliários (também referido por mercado de capitais)<sup>72</sup> – adotando por critério distintivo principal o papel desempenhado pelos intermediários financeiros em cada um deles<sup>73</sup> e a natureza dos instrumentos financeiros transacionados (se valores mobiliários ou outros

---

*parte das análises, porém, se apoia sobre apenas uma daquelas finalidades essenciais, considerando que a função básica do sistema financeiro é a de mobilizar e canalizar recursos para atividades produtivas, ou seja, transformar poupança (excedente não consumido) em investimento. (...) Tal modelo, porém, deixa de considerar muitas das relações que, inequivocamente, integram o mercado financeiro e de capitais, deixando de lado, por exemplo, as atividades securitárias ou as operações com derivativos, entre outras.” (YAZBEK, Otavio. (2009) Op. cit., p. 125-126).*

<sup>69</sup> Cf. FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco; JONES, Frank J. Op. cit., p. 5-6.

<sup>70</sup> Cf. FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco; JONES, Frank J. Op. cit., p. 6.

<sup>71</sup> Cf. ANDREZZO, Andrea; LIMA, Iran. Op. cit., p. 2.

<sup>72</sup> Não obstante as expressões “mercado de valores mobiliários” e “mercado de capitais” sejam costumeiramente utilizadas como sinônimas, R. Sztajn alerta para a amplitude inerente à noção de “mercado de capitais”: “*Mercado de Capitais é expressão que pode ser utilizada em mais de um sentido. Pode significar o mercado de dinheiro, qualquer que seja sua destinação – investimento ou crédito –, compreendendo tanto o mercado financeiro ou bancário, quer dizer, onde há especialização na intermediação entre dinheiro presente por dinheiro futuro, quanto àquela parcela do mercado de dinheiro em que os recursos financeiros são aportados diretamente como aplicação na atividade produtiva.*” (SZTAJN, Rachel. “Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, nº 135, 2004, p. 139).

<sup>73</sup> Cf. ANDREZZO, Andrea; LIMA, Iran. Op. cit., p. 3.

ativos financeiros).<sup>74</sup>

De acordo com essa classificação, no mercado financeiro em sentido estrito, o processo de alocação de recursos entre poupadores e tomadores se opera por meio da intermediação financeira, ou seja, pela atuação de intermediários financeiros que, por meio de operações passivas, captam os recursos dos agentes superavitários, transferindo-os aos agentes deficitários por meio de operações ativas, figurando, portanto, como contraparte de ambos e recebendo remuneração correspondente justamente à diferença entre o custo de ambas as operações.<sup>75</sup>

No âmbito do mercado de valores mobiliários, por sua vez, essa relação se estabelece diretamente entre poupadores e tomadores, a partir da emissão de títulos representativos de obrigações primárias ou de participação societária.<sup>76</sup> Aqui, a atuação dos intermediários financeiros, embora fundamental, possui caráter diverso, facilitando a aproximação e interação entre aqueles agentes superavitários (investidores) e aqueles que necessitam de recursos para desenvolver uma determinada atividade econômica (emissores).<sup>77</sup>

Esse critério de classificação, entretanto, conforme lembra O. Yazbek, não considera

---

<sup>74</sup> A esse respeito, cumpre destacar a natureza instrumental da noção de valor mobiliário no contexto do arcabouço legal brasileiro, que opta por atribuir tal qualificação a determinados instrumentos a partir de uma perspectiva absolutamente pragmática – qual seja, a atração de um determinado regime regulatório, sujeito, inclusive, a um regulador próprio – e não em função das características a eles inerentes. Por essa razão, por exemplo, determinados instrumentos cuja natureza e essência econômica são absolutamente diversas (como é o caso, por exemplo, das ações e dos derivativos) são colocados sob a categoria de valores mobiliários, ao passo que outros, assemelhados com instrumentos que recebem essa classificação, são excluídos expressamente de tal regime (como é o caso, por exemplo, dos títulos representativos de dívida pública e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira). A esse respeito, O. Yazbek afirma: “*De qualquer forma, porém, o conceito de valor mobiliário, que a lei evita, adotando apenas uma relação de instrumentos, cada vez mais ampliada, destina-se muito mais a estabelecer o campo de incidência das regras estabelecidas pelo diploma. Originariamente, procurava-se colocar sob tal rubrica aqueles títulos que, emitidos em massa, representassem o recurso à poupança popular, como já referido. Com o tempo, porém, a categoria passou a abranger instrumentos financeiros bastante distintos, que nada têm a ver com atividades de investimento e financiamento, como os derivativos.*” (YAZBEK, Otavio. Op. cit., p. 83). Da mesma forma, A. O. Mattos Filho afirma: “*Certamente, dentre as tarefas árduas acometidas ao Direito, merece destaque a dificuldade e a necessidade de sua conceituação. De um lado, ela se impõe como fronteira demarcatória da abrangência e atuação do direito inerente ao “valor mobiliário”. De outro, servirá para definir o campo de atuação governamental na regulamentação do uso de tal instrumental como forma de capitalização de empreendimentos, através da normatização estatal para o acesso ao público detentor de poupança. Por último, há que se saber o que seja valor mobiliário para que a autoridade competente possa punir, civil ou penalmente, aqueles que transgridem as regras legais do país, utilizando-se ilegalmente de valores mobiliários para atingir um objetivo socialmente danoso. Ou seja, a conceituação não visa somente saber o que é valor mobiliário pelo prazer de tal, mas também, e como consequência, delimitar o campo de atuação dos órgãos do Poder Executivo federal encarregados de normatizar e incentivar o seu uso, ou punir pela má utilização de seus mecanismos.*” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. V. 1. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015, p. 26).

<sup>75</sup> Cf. YAZBEK, Otavio. Op. cit., p. 126.

<sup>76</sup> Cf. ANDREZZO, Andrea; LIMA, Iran. Op. cit., p. 4-5.

<sup>77</sup> Ibidem.

as demais funções econômicas que integram os mercados financeiros e de valores mobiliários, mas apenas aquela associada ao financiamento da atividade empresarial, não contemplando, por exemplo, a função inerente à alocação e administração de riscos, tampouco as funções associadas ao provimento de liquidez aos instrumentos financeiros, típicas dos chamados mercados secundários.<sup>78</sup> Há de se notar, também, as particularidades inerentes ao mercado de câmbio, por meio do qual se operam as operações de troca de moeda estrangeira, que, não obstante inegavelmente integrem o mercado financeiro,<sup>79</sup> também não são capturadas por essa classificação.

Por esses motivos, O. Yazbek considera mais adequado,<sup>80</sup> na tarefa de se buscar uma classificação das atividades inerentes aos mercados financeiros, a modelagem proposta por F. Fabozzi et al.,<sup>81</sup> segundo a qual os mercados financeiros podem ser classificados por perspectivas distintas, em função: (i) da natureza da pretensão representada pelos instrumentos financeiros neles transacionados (entre mercado de participação (*equity*) ou de dívida (*debt*)); (b) do vencimento desses instrumentos financeiros (entre mercado de moeda (*money market*), destinados aos instrumentos de curto prazo, e mercado de capitais, destinado aos instrumentos de longo prazo);<sup>82</sup> (iii) do momento em que o instrumento financeiro é transacionado (entre mercado primário, em que o instrumento é negociado com o próprio emissor, e mercado secundário, em que o instrumento é negociado entre terceiros); (iv) do momento da entrega do ativo objeto da transação (entre mercado à vista e mercado futuro); e (v) da estrutura utilizada para operacionalizar as transações com os instrumentos financeiros (entre mercados de bolsas, mercados de balcão etc).

O mercado de valores mobiliários, enquanto integrante do mercado financeiro em sentido amplo, além de viabilizar o financiamento da atividade produtiva, cumpre também as demais funções econômicas anteriormente descritas – associadas à distribuição e administração de riscos e à sinalização em relação à alocação de recursos na economia, a partir do processo de descoberta de preços e ao provimento de liquidez.<sup>83</sup>

---

<sup>78</sup> Cf. Cf. YAZBEK, Otavio. Op. cit., p. 126.

<sup>79</sup> Cf. LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 2001, p. 7.

<sup>80</sup> Cf. Cf. YAZBEK, Otavio. Op. cit., p. 128.

<sup>81</sup> Cf. FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco; JONES, Frank J. Op. cit., p. 7.

<sup>82</sup> A esse respeito, J. Coffe e H. Sale afirmam: “The term “capital market” is generally used to refer to those markets that deal in long-term financial instruments (e.g. common and proffered stock, bonds, mortgages, etc.) while the term “money market” describes those markets in which shorter-term debt instruments (typically having a maturity under one year) are issued and traded.” (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. *Securities regulation: cases and materials*. 12. ed. New York: Foundation Press, 2012, p. 11).

<sup>83</sup> Acerca das múltiplas funções econômicas do mercado de valores mobiliários, A. Palmiter afirma: “Securities market serve three basic functions: Capital formation. Securities markets bring together capital-laden

O papel do mercado de valores mobiliários no processo de formação de capital refere-se, evidentemente, aquela sua primeira – e mais aclamada – função econômica, e que, segundo a abordagem de F. Fabozzi et al., corresponderia ao mercado primário, à vista, de valores mobiliários, no qual se efetivam as operações de emissão de valores mobiliários, a serem subscritos por agentes econômicos superavitários que estão dispostos a destinar seus recursos ao financiamento de determinada atividade econômica, na perspectiva de receber, em contrapartida, determinada remuneração.

Essa remuneração poderá ser distribuída na forma de dividendos, rendimentos, juros etc., ou capturada por meio da valorização do valor mobiliário subscrito, que poderá ser vendido a preço superior no mercado secundário. Em ambos os casos, entretanto, dependerá do sucesso daquela determinada atividade empresária.

Cumprindo indagar, todavia, ainda que brevemente, acerca das razões pelas quais o mercado de valores mobiliários seria mais vocacionado ao cumprimento dessa função, especialmente em comparação ao chamado mercado de crédito ou mercado bancário.

O debate sobre a conveniência de se estruturar o sistema financeiro, e, especialmente, os mecanismos de financiamento da atividade empresária, em torno de instituições bancárias (*bank-based system*) ou em torno do mercado de valores mobiliários (*market-based system*) vem sendo travado há longa data, com visões bastante díspares e colidentes acerca das vantagens e desvantagens de cada modelo.<sup>84</sup>

Os defensores de um sistema financeiro organizado ao redor das instituições bancárias – e, conseqüentemente, do financiamento da atividade produtiva por meio dos instrumentos típicos de intermediação financeira – alegam, em síntese, que os bancos

---

*investors and capital-needy business, whether through the issuance of equity securities (common stock and preferred stock) or debt securities (bonds, debentures, notes, and commercial paper). Liquidity. Securities markets bring together investors wishing to sell (or liquidate) their investment and new investors willing to buy. Liquidity, the ability to sell readily an investment instrument, is an important attribute of securities, and its availability often determines whether investors will invest in the first place. Risk management. Securities markets permit investors to minimize risk by diversifying and hedging their investments. By purchasing a basket of securities with different risks, investors can create a diversified portfolio whose overall risk is lower than the separate risks of its components. By purchasing derivatives, investors can lock in investment gains and set floors on investment losses. Derivatives are financial instruments whose price is derived from prices of underlying securities – they are essentially side bets to reduce risk. On the other side of a derivative are speculators willing to gamble that markets will behave differently than anticipated. (...) Securities markets also produce a collateral benefit – the revelation of prices for specific companies and for the overall economy.” (PALMITER, Alan R. *Securities Regulation*. 6<sup>th</sup> ed. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014, p. 3-4).*

<sup>84</sup> Para uma boa visão dos elementos norteadores desse debate, ver LEVINE, Ross. Finance and Growth: Theory and Evidence. *National Bureau of Economic Research*. NBER Working Paper Series, Working Paper 10766, 2005. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10766>>. Acesso em: 30 maio 2016, p. 26-36.

possuem maior capacidade de avaliar os empreendimentos demandantes de recursos (a partir das informações disponíveis a seu respeito), de selecionar os melhores projetos e de monitorar a conduta e o comportamento daqueles responsáveis por sua consecução (e.g. administradores e controladores).<sup>85</sup>

Aqueles que defendem que o mercado de valores mobiliários é melhor vocacionado a essa função, por sua vez, exploram as mazelas causadas ao processo de financiamento da atividade produtiva em um sistema financeiro dominado por instituições bancárias poderosas, que passam a dispor de uma influência significativa sobre os potenciais tomadores de recursos, causando um efetivo aumento de seu custo de capital especialmente em função das altas taxas de juros ou de uma política de concessão de crédito apenas de curto prazo, com impactos ainda mais graves em relação às empresas em estágios iniciais de desenvolvimento.<sup>86</sup>

Cumprе destacar, todavia, que o debate acima relatado apenas faz algum sentido quando efetivamente há um mercado de crédito de longo prazo e com taxas de juros moderadas capaz de suprir tal demanda, considerando que, dada a natureza da atividade empresarial, especialmente em seus estágios mais iniciais, a maturação do negócio – e, conseqüentemente, a capacidade financeira de pagamento – pode levar algum tempo para se materilizar. E, como sabido, essa não é a realidade brasileira, em que o sistema financeiro é marcado por altíssima concentração, por uma oferta de crédito predominantemente de curto prazo e a taxas de juros altas.<sup>87</sup>

Ademais, cumprе destacar, ainda, que a capacidade de concessão de crédito por parte

---

<sup>85</sup> A esse respeito, ver STIGLITZ, Joseph. E. “Credit Markets and the Control of Capital”. *Journal of Money, Credit and Banking*. Ohio: The Ohio State University, 1985, p. 133-152.

<sup>86</sup> Cf. LEVINE, Ross. Op. cit., p. 29-33. R. Levine destaca, ainda, diversos elementos segundo os quais o embate sobre a proeminência de um sistema financeiro escorado no mercado bancário ou no mercado de valores mobiliários deveria ser relativizado: “*Some reject the importance of the bank-based versus market-based debate and instead argue that the issue is overall financial development, not the particular institutional arrangements that provide financial services to the economy. As noted above, information, transaction, and enforcement costs create incentives for the emergence of financial markets and intermediaries. In turn, these components of the financial system provide financial functions: they evaluate project, exert corporate control, facilitate risk management, ease the mobilization of savings, and facilitate exchange. Thus, this “financial functions view” rejects the primacy of distinguishing financial systems as bank-based or market-based (Merton, 1992, 1995; Merton and Bodie, 1995, 2004; Levine, 1997). According to this view, the crucial issue for growth is whether the economy has access to a well-functioning financial system; the exact composition of the financial system is of secondary importance.*” (LEVINE, Ross. Op. cit., p. 34).

<sup>87</sup> Para uma análise crítica sobre a inexistência de tal mercado no Brasil, atribuindo, inclusive, o problema a aspectos associados ao nosso sistema jurídico, ver ARIDA, Persio; BACHA, Edmar Lisboa; RESENDE, André Lara. *Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil*. Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, 2004. Disponível em: <<http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/TPD2IEPE.pdf>>. Acesso em: 24 ago. 2016.

das instituições financeiras vem sendo fortemente afetada pelos cada vez mais rigorosos requerimentos de capital exigidos pelos princípios internacionais de regulação prudencial aplicáveis a tais instituições – especialmente a partir da edição do Acordo de Basileia III pelo *Basel Committee on Banking Supervision* – que, ao buscar atuar preventivamente em relação a potenciais crises sistêmicas, exige grande imobilização de recursos a depender do nível de exposição a risco assumido em suas operações, a partir de critérios que levam em consideração, entre outros fatores, a capacidade econômica de suas contrapartes.

Tais requisitos têm o potencial de causar uma importante redução da disponibilidade e aumento do custo de crédito na economia,<sup>88</sup> o que vem reacendendo o debate acerca do papel e da importância do mercado de valores mobiliários em relação ao financiamento da atividade produtiva, inclusive em locais historicamente orientados a designar tal função às instituições financeiras, como é o caso da Europa.<sup>89</sup>

Tal realidade e, especialmente no caso brasileiro, diante de um sistema bancário altamente concentrado e da inexistência de um mercado de crédito de longo prazo, capaz de financiar adequadamente a atividade produtiva, o mercado de valores mobiliários demonstra-se absolutamente vocacionado a viabilizar a promoção do processo de formação de capital em favor da atividade empresária. Inegável, todavia, como será explorado adiante, que tal vocação, por aqui, ainda não se materializou.

#### 2.4 A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS AO CRESCIMENTO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

A essencialidade da função alocativa do mercado primário de valores mobiliários ao

---

<sup>88</sup> Cf. PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone Pinheiro; SAVÓIA, José Roberto Ferreira; SECURATO, José Roberto. Basileia III: Impacto para os Bancos no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças*. v. 26, n. 69, São Paulo, 2015, p. 349. Em resumo acerca de tais impacto, referidos autores afirmam: “O Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (*Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS) publicou uma revisão do Acordo de Capital intitulada ‘*A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*’, que veio a se tornar conhecida como Basileia III (*Basel Committee on Banking Supervision*, 2011). O novo Acordo de Capital irá requerer mais capital e de melhor qualidade. Além disso, as novas regras introduziram o conceito de capital contracíclico, o que, na prática, irá reduzir a possibilidade de alavancagem dos bancos. Ao atuar de forma ampla na regulação do capital e nos padrões de liquidez, o novo acordo deixa aos reguladores locais as decisões quanto à forma de implantação e adequação do modelo às suas especificidades. Essas medidas farão com que as instituições financeiras tenham de planejar melhor suas ações de investimento e de concessão de crédito, priorizando a contratação de ativos que proporcionem uma melhor relação entre retorno e risco.” (PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone Pinheiro; SAVÓIA, José Roberto Ferreira; SECURATO, José Roberto. Op. cit., p. 346).

<sup>89</sup> Cf. SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding*. France, 2012, p. 5. Disponível em: <<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-smsg-59.pdf>>. Acesso em: 01 nov. 2016. Tal debate será melhor explorado no item 4.3.3 a seguir.



financiamento da atividade produtiva é ressaltada especialmente a partir da avaliação de sua importância ao crescimento e ao desenvolvimento econômico.<sup>90</sup>

Há, inclusive, um importante debate, especialmente na literatura econômica, sobre a natureza dessa correlação, que será adiante apresentado. Todavia, inicialmente, é importante destacar as diferenças entre as noções de crescimento e desenvolvimento econômico.

A noção de crescimento econômico costuma estar associada ao aumento da produção total de riquezas em uma dada sociedade, a partir de uma perspectiva quantitativa. Assim, o crescimento econômico de uma nação ou região é tradicionalmente aferido a partir da evolução do Produto Interno Bruto (PIB) ou da renda *per capita*,<sup>91</sup> independentemente das alterações estruturais que resultam dessa evolução.<sup>92</sup>

O desenvolvimento econômico, por sua vez, não obstante dependa do crescimento econômico, está associado a questões qualitativas, e se verifica a partir de mudanças estruturais em uma nação ou região,<sup>93</sup> associadas não apenas a aspectos econômicos, mas também a aspectos sociais.<sup>94</sup>

---

<sup>90</sup> A esse respeito, é bastante elucidativa a lição de S. Vital e W. Ness: “*O mercado de ações, em particular, e o mercado de capitais, em geral afetam o sistema econômico através de dois caminhos: a) influenciam as propensões a investir e poupar; e b) dado certo nível de poupança, a alocação de recursos tende a ser mais eficiente, influenciando o nível de produtividade e, portanto, a taxa de crescimento econômico.*” (VITAL, Sebastião Marcos; NESS JR, Walter L. O progresso do mercado brasileiro de capitais: uma avaliação crítica. *Revista de Administração de Empresas*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, v. 13, n. 1, 1973, p. 13).

<sup>91</sup> Nesse sentido, P. Samuelson e W. Nordhaus afirmam: “*Economic growth represents the expansion of a country’s potential GDP or national output. Put differently, economic growth occurs when a nation’s production-possibility frontier (PPF) shifts outward. A closely related concept is the growth rate of output per person.*” (SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. Op. cit., p. 502).

<sup>92</sup> A esse respeito, F. Nusdeo afirma que o crescimento econômico é marcado por “*(...) um crescimento da disponibilidade de bens e serviços, porém sem que essa maior disponibilidade implique uma mudança estrutural e qualitativa da economia em questão. E isto ocorre por duas razões inteiramente distintas: ou porque essa transformação estrutural já ocorreu no país em questão e, portanto, ele deixou de ser um país subdesenvolvido; ou, então, porque essa transformação estrutural não se está produzindo, o que demonstra ser a elevação da disponibilidade de bens e serviços (aumento do PIB) apenas transitória e sem condições de se sustentar.*” (NUSDEO, Fabio. “Desenvolvimento econômico – Um retrospecto e algumas perspectivas” In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 17-18).

<sup>93</sup> Sobre essa distinção, D. Trubek, et al. afirmam: “*‘Crescimento’ significa elevação da renda per capita; ‘desenvolvimento’ compreende tanto o crescimento como as mudanças na estrutura econômica e social capazes de gerar um aumento do crescimento.*” (TRUBEK, David, M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; DE SA, Paulo Fernandes. Op cit., p. 68).

<sup>94</sup> Sobre a distinção entre desenvolvimento e crescimento econômico, F. Nusdeo afirma: “*É curioso notar que estatisticamente eles poderão ser confundidos, por que em ambos os casos dá-se um crescimento do PIB. O que varia, num caso e no outro, é que no primeiro, ‘desenvolvimento’, o crescimento daquela grandeza faz-se concomitantemente com profundas alterações em toda estrutura do país envolvido, por trazer como consequência uma série enorme de modificações de ordem não apenas econômica, mas também cultural, psicológica e social. São essas modificações que respondem pela sustentabilidade do processo, ou seja, em cada uma das suas fases deverão estar-se criando condições para que ele continue se manifestando nas fases seguintes. É por isso que o desenvolvimento econômico é dito ‘auto-sustentável’.*” (NUSDEO, Fabio (2002). Op. cit., p. 17).

Assim, embora seja difícil falar em desenvolvimento econômico sem um movimento de crescimento da economia que o sustente (constituindo, portanto, uma condição para o desenvolvimento), o crescimento econômico por si só não representa um indicador de que o processo é acompanhando das alterações estruturais que levam ao efetivo desenvolvimento econômico.

Segundo P. Samuelson e W. Nordhaus,<sup>95</sup> os elementos impulsionadores do crescimento econômico (essenciais, também, portanto, para criar condições propensas ao desenvolvimento econômico) são: (a) a quantidade e qualidade – em termos de especialização, disciplina e motivação – da força de trabalho; (b) a abundância de recursos naturais; (c) o estoque acumulado de capital (fábricas, máquinas, estradas, propriedade intelectual etc.); e (d) as mudanças tecnológicas e processo de inovação, que permitem o aumento da produtividade, fazendo com que uma quantidade maior de bens e serviços seja produzida utilizando a mesma quantidade de insumos.

Assim, a importância do mercado de valores mobiliários ao crescimento e desenvolvimento de uma determinada economia é bastante intuitiva: por meio de um mercado primário operante, converte-se a poupança disponível em investimento direto na atividade produtiva, em detrimento, por exemplo, de uma destinação desses recursos a outros ativos não produtivos, usados apenas como reserva de valor.<sup>96</sup>

Consequentemente, tal forma de financiamento da atividade produtiva torna as empresas menos dependentes de recursos internos, de seus fundadores ou do Estado, o que permite o aceleração de sua expansão e contribui para o aumento da produtividade e da riqueza disponível na economia na qual se insere.

Essa mobilização de recursos em direção do financiamento da atividade produtiva, viabilizada a partir de um mercado primário de valores mobiliários operante, contribui, ademais, para um ciclo virtuoso de expansão dessas atividades e, consequentemente, de geração de renda, essencial para o crescimento e desenvolvimento econômico de determinada sociedade.

A literatura econômica tem se ocupado de analisar a natureza dessa correlação entre o desenvolvimento do mercado financeiro,<sup>97</sup> de modo geral, e do mercado de valores

---

<sup>95</sup> Cf. SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. Op. cit., p. 518.

<sup>96</sup> Cf. ROCCA, Carlos Antonio; SILVA, Marcos Eugênio da; CARVALHO, Antonio Gledson. *Mercado de capitais e a retomada do crescimento econômico: os desafios da Bovespa*. São Paulo: Bovespa, 1999, p. 3.

<sup>97</sup> Para uma análise abrangente sobre o debate acerca da correlação entre o desenvolvimento dos mercados financeiros e o crescimento e desenvolvimento econômico, ver LYNCH, David. *Economic growth and financial sector development*. CBMF Paper n. 10. Center for Studies in Money, Banking and Finance. North

mobiliários,<sup>98</sup> de modo específico, e o crescimento e desenvolvimento econômico de determinada sociedade, sobretudo por reduzir o custo de financiamento externo daqueles que necessitam de capital intensivo para desenvolver suas atividades.<sup>99</sup>

J. Schumpeter, de longa data, já havia alertado para a importância do setor financeiro ao desenvolvimento econômico, com enfoque voltado ao papel exercido pelos bancos com relação a mobilização da poupança, avaliação dos empreendimentos que demandam capital e monitoramento de seus administradores.<sup>100</sup>

Mais recentemente, a literatura econômica passou a se dedicar de forma mais detida ao tema, inclusive a partir de trabalhos empíricos buscando evidenciar a existência de uma correlação entre o desenvolvimento dos mercados financeiros e o crescimento e desenvolvimento econômico de dada sociedade, alimentando, inclusive, o debate sobre a natureza e a direção dessa correlação – se é o desenvolvimento dos mercados financeiros

---

Ryde: Macquarie University, 1994. Disponível em: <<http://www.mafc.mq.edu.au/linkservid/94C3D76E-5056-AF00-5619DD275452AB37/showMeta/0/>>. Acesso em: 05 jun. 2015; KING, Robert G.; LEVINE, Ross. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford: Oxford University Press, v. 108, n. 3, 1993, p. 717-737; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli. Finance and Economic Development: Policy Choices for Developing Countries. World Bank Policy Research Working Paper 3955, 2006. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/3955.html>>. Acesso em: 31 maio 2016; LEVINE, Ross. Finance and Growth: Theory and Evidence. *National Bureau of Economic Research*. NBER Working Paper Series, Working Paper 10766, 2005. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10766>>. Acesso em: 30 maio 2016, GOLDSMITH, Raymond W., *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press, 1969.

<sup>98</sup> Cf. LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Stock market development and long run growth. *World Bank Economic Review*, 1996. Disponível em: <<http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-1582>>.

<sup>99</sup> Nesse sentido, R. Rajan e L. Zingales afirmam: “*Our findings suggest that the ex ante development of financial markets facilitates the ex post growth of sectors dependent on external finance. This implies that the link between financial development and growth identified elsewhere may stem, at least in part, from a channel identified by the theory: financial markets and institutions reduce the cost of external finance for firms.*” (RAJAN, Raghuram G; ZINGALES, Luigi. Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, Pittsburgh: American Economic Association, v. 88, n. 3, 1998, p. 560-561). Da mesma forma, A. Demirgüç-Kunt afirma: “*A well-functioning financial system is one of the key foundations on which sustained economic development can be built. Research suggests that financial sector development plays an independent and causal role in promoting long-run economic growth. More recent evidence has also shown that finance is not only pro-growth, but also pro-poor: Well developed financial systems are associated with more rapid growth in the incomes of the poor, helping them catch up with the rest of the economy as it grows.*” (DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli. Op. cit., p. 35).

<sup>100</sup> A esse respeito, ver SCHUMPETER, Joseph A. (1934) Op. cit. A visão a esse respeito de J. Schumpeter pode ser depreendida a partir da seguinte passagem: “*The banker, therefore, is not so much primarily a middleman in the commodity “purchasing power” as a producer of this commodity. However, since all reserve funds and savings to-day usually flow to him, and the total demand for free purchasing power, whether existing or to be created, concentrates on him, he has either replaced private capitalists or become their agent; he has himself become the capitalist par excellence. He stands between those who wish to form new combinations and the possessors of productive means. He is essentially a phenomenon of development, though only when no central authority directs the social process. He makes possible the carrying out of new combinations, authorizes people, in the name of society as it were, to form them. He is the ephor of the exchange economy.*” (SCHUMPETER, Joseph A (1934). Op. cit., loc. 2214).

que favorece o crescimento e desenvolvimento econômico, ou se são justamente esses os elementos que propiciam um ambiente favorável ao desenvolvimento daqueles mercados.<sup>101</sup>

Em um desses estudos empíricos, com enfoque especificamente no papel das instituições bancárias, R. King e R. Levine, encontram importante correlação entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento econômico (passado e futuro) de uma determinada nação, demonstrando que altas taxas de desenvolvimento financeiro são associadas positivamente a taxas mais rápidas de crescimento econômico, acumulação de capital físico e melhoras na eficiência econômica, bem como que o desenvolvimento financeiro constitui um bom indicativo sobre o crescimento econômico futuro.<sup>102</sup>

Em outro estudo, R. Rajan e L. Zingales demonstram que as indústrias mais dependentes de financiamento externo (em oposição ao financiamento a partir de seus próprios recursos) são mais desenvolvidas em países com mercados financeiros mais evoluídos, indicando uma correlação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, bem como que a ausência de um mercado financeiro efetivo, por sua vez, impacta adversamente no desenvolvimento de determinados tipos de indústrias (mais dependentes de financiamento externo) e, conseqüentemente, no crescimento econômico de uma nação.<sup>103</sup>

R. Levine e S. Zervos, por sua vez, em estudo empírico destinado a analisar a correlação entre o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e o crescimento econômico – a partir de indicadores associados à evolução do mercado secundário – buscam demonstrar que o tamanho e o grau de liquidez do mercado de valores mobiliários estão fortemente correlacionados com as taxas presentes e futuras de crescimento econômico, acumulação de capital, aumento de produtividade e taxa de poupança de um determinado

---

<sup>101</sup> Para uma ampla visão sobre esse debate, ver RAJAN, Raghuram G; ZINGALES, Luigi. Op. cit. e DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli. Op. cit. Sobre os resultados dos estudos empíricos dessa natureza, R. Goldsmith afirma: “*There is no possibility, however, of establishing with confidence the direction of the causal mechanism, i.e., of deciding whether financial factors were responsible for the acceleration of economic development or whether financial development reflected economic growth whose mainsprings must be sought elsewhere.*” (GOLDSMITH, Raymond W. Op. cit., p. 86). Sobre as diferentes visões acerca dessa correlação, A. Demirgüç-Kunt afirma: “*What is the role of the financial sector in economic development? Economists hold very different views. On the one hand, prominent researchers believe that the operation of the financial sector merely responds to economic development, adjusting to changing demands from the real sector, and is therefore overemphasized (Robinson, 1952; Lucas, 1988). On the other hand, equally prominent researchers believe that financial systems play a crucial role in alleviating market frictions and hence influencing savings rates, investment decisions, technological innovation and therefore long-run growth rates (Schumpeter, 1912; Gurley and Shaw, 1955; Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Miller 1998)*” (DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli. Op. cit., p. 1).

<sup>102</sup> Cf. KING, Robert G.; LEVINE, Ross. Op. cit.

<sup>103</sup> Cf. RAJAN, Raghuram G; ZINGALES, Luigi. Op. cit.

país.<sup>104</sup>

Tal debate acerca da correlação entre os mercados financeiros – incluindo, aqui, o mercado de valores mobiliários – e crescimento e desenvolvimento econômico estão associados à maneira em como esses mercados influenciam as decisões de alocação de recursos de modo a favorecer o crescimento da produtividade, uma vez que a simples acumulação de recursos, por si só, é incapaz de gerar esse efeito positivo para a economia.<sup>105</sup>

Nesse sentido, os sistemas financeiros que se demonstram capazes de aglutinar de maneira eficiente a poupança dos indivíduos podem certamente incrementar a eficiência da alocação desses recursos, por meio de sua aplicação da forma mais produtiva possível, favorecendo, assim, o crescimento econômico.<sup>106</sup> Muitos empreendimentos exigem uma injeção de capital em volume muito além daquilo que a capacidade financeira de um único indivíduo (ou um pequeno grupo) alcançará, sendo essencial, portanto, para sua sobrevivência e desenvolvimento, a utilização de instrumentos financeiros divisíveis capazes de efetivar essa mobilização de recursos em favor de empreendimentos que, por natureza, são indivisíveis.<sup>107</sup>

Evidente, portanto, que um dos principais motivadores de qualquer estudo que busque investigar as engrenagens do mercado de valores mobiliários, inclusive sob a perspectiva do regramento que o organiza – como é o caso do presente trabalho – repousa

---

<sup>104</sup> Cf. LEVINE, Ross; ZERVOS, Sara. Op. cit.

<sup>105</sup> Cf. LEVINE, Ross. Op. cit., p. 6. R. Levine aponta diversos elementos associados ao desenvolvimento financeiro capazes de favorecer o crescimento econômico: “*Financial development occurs when financial instruments, markets, and intermediaries ameliorate – though do not necessarily eliminate – the effects of information, enforcement, and transactions costs and therefore do a correspondingly better job at providing the five financial functions. Thus, financial development involves improvements in the (i) production of ex ante information about possible investments, (ii) monitoring of investments and implementation of corporate governance, (iii) trading, diversification, and management of risk, (iv) mobilization and pooling of savings, and (v) exchange of goods and services. Each of these financial functions may influence savings and investment decisions and hence economic growth. Since many market frictions exist and since laws, regulations, and policies differ markedly across economies and over time, improvements along any single dimension may have different implications for resource allocation and welfare depending on the other frictions at play in the economy.*” (LEVINE, Ross. Op. cit., p. 5-6).

<sup>106</sup> A esse respeito, R. Levine afirma: “*Financial systems that are more effective at pooling the savings of individuals can profoundly affect economic development by increasing savings, exploiting economies of scale, and overcoming investment indivisibilities. Besides the direct effect of better savings mobilization on capital accumulation, better savings mobilization can improve resource allocation and boost technological innovation. Without access to multiple investors, many production processes would be constrained to economically inefficient scales.*” (LEVINE, Ross. Op. cit., p. 22-23).

<sup>107</sup> Nesse sentido, R. Levine afirma: “*(...) mobilization frequently involves the creation of small denomination instruments. These instruments provide opportunities for households to hold diversified portfolios (Sirri and Tufano, 1995). Acemoglu and Zilibotti (1997) show that with large, indivisible projects, financial arrangements that mobilize savings from many diverse individuals and invest in a diversified portfolio of risky projects facilitate a reallocation of investment toward higher return activities with positive ramifications on economic growth.*” (LEVINE, Ross. Op. cit., p. 23).

na relevância econômica desse mercado, que, ao exercer adequadamente sua função alocativa, contribui com o crescimento e desenvolvimento econômico da sociedade em que se insere.

## 2.5 INOVAÇÃO E MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Outra dimensão acerca da importância econômica do mercado de valores mobiliários está associada a sua função em relação ao fomento dos processos de inovação, relevante mola propulsora do crescimento e desenvolvimento econômico.

Os processos de inovação estão intimamente associados a determinadas iniciativas empreendedoras, lideradas por indivíduos dispostos a suportar o risco a elas inerente.<sup>108</sup> Sob essa perspectiva, tanto os responsáveis pela idealização e consecução desses projetos como aqueles que financiam essas iniciativas podem ser caracterizados como empreendedores, embora o termo seja utilizado com mais frequência em referência aos primeiros.<sup>109</sup>

Essas iniciativas envolvem a descoberta, avaliação e exploração de oportunidades de introduzir novos produtos e serviços, ou novas maneiras de organizar mercados, processos e matérias-primas, por meio de esforços organizativos até então inexistentes ou desconhecidos.<sup>110</sup>

---

<sup>108</sup> Cf. KLEIN, Peter G. *The Capitalist and the Entrepreneur – Essays on Organizations and Markets*. Ludwig von Mises Institute: Alabama, 2010, p. 29. Conforme definição apresentada por L. von Mises: “*The term entrepreneur as used by dialectic theory means: acting man exclusively seen from the aspect of the uncertainty inherent in every action.*” (MISES, Ludwig von. *Human Action: A Treatise on Economics*, scholar’s edition. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 1998, p. 254). Sob essa perspectiva, L. Mises critica o uso da expressão, indistintamente, para fazer referência a qualquer homem de negócios ativo e criativo. Sob essa perspectiva, afirma: “*Economics, however, always did and still does use the term "entrepreneur" in a sense other than that attached to it in the imaginary construction of functional distribution. It also calls entrepreneurs those who are especially eager to profit from adjusting production to the expected changes in conditions, those who have more initiative, more venturesomeness, and a quicker eye than the crowd, the pushing and promoting pioneers of economic improvement.*” (MISES, Ludwig. Op. cit., p. 255).

<sup>109</sup> Cf. KLEIN, Peter G. Op. cit., p. 26.

<sup>110</sup> Cf. SHANE, Scott A. *A General Theory of Entrepreneurship: The Individual–Opportunity Nexus*. Cheltenham: Edward Elgar, 2003, p. 4-5. Sobre essas oportunidades que caracterizam o empreendedorismo, S. Shane afirma: “*Given this definition, the academic field of entrepreneurship incorporates, in its domain, explanations for why, when, and how entrepreneurial opportunities exist; the sources of those opportunities and the forms that they take; the processes of opportunity discovery and evaluation; the acquisition of resources for the exploitation of these opportunities; the act of opportunity exploitation; why, when, and how some individuals and not others discover, evaluate, gather resources for, and exploit opportunities; the strategies used to pursue opportunities; and the organizing efforts to exploit them (Shane and Venkataraman, 2000).*” (SHANE, Scott A. Op. cit., p. 4-5). Também sobre o conceito de “empreendedorismo”, J. Schumpeter afirma: “*Seen in this light, the entrepreneur and his function are not difficult to conceptualize: the defining characteristic is simply the doing of new things or the doing of things that are already being done in a new way (innovation). (...) In the third place, it is particularly important to distinguish the entrepreneur from the "inventor." Many inventors have become entrepreneurs and the relative frequency of this case is no doubt an interesting subject to investigate, but there is no necessary connection between the two functions. The inventor produces ideas, the entrepreneur "gets things done," which may but need not embody anything that is*

Conforme ressaltado por P. Samuelson e W. Nordhaus, o progresso tecnológico e os processos de inovação constituem importante ingrediente – talvez o principal deles – para o crescimento e desenvolvimento econômico.<sup>111</sup> Esses processos dependem de uma série de importantes elementos para se desenvolverem, incluindo mecanismos aptos a prover o financiamento necessário à sua consecução, o que evidentemente é facilitado em uma sociedade com um mercado primário de valores mobiliários desenvolvido e, sobretudo, capaz de auxiliar nesse processo ao longo de todas as etapas de desenvolvimento da empresa.<sup>112</sup>

A importância da inovação dentro do processo de desenvolvimento econômico é explorada na literatura econômica há longa data, tendo em J. Schumpeter um de seus precursores.<sup>113</sup>

Segundo a célebre teoria elaborada por J. Schumpeter, o desenvolvimento econômico está associado a um processo por ele designado de “destruição criativa” e associado intimamente à inovação, por meio do qual novas soluções e combinações dos meios de produção se sobrepõem às antigas, promovendo a necessária evolução do sistema capitalista.<sup>114</sup>

Na teoria de J. Schumpeter, esse processo de inovação, motor do desenvolvimento econômico, se configura por meio (i) do surgimento de um novo tipo de produto ou serviço, desconhecido dos consumidores; (ii) da introdução de um novo método de produção, ainda não utilizado na respectiva indústria; (iii) da abertura de um novo mercado; (iv) da obtenção de uma nova fonte de matérias-primas; e (v) da introdução de uma reorganização estrutural de um determinado setor, como, por exemplo, a formação ou a quebra de um monopólio,<sup>115</sup> por ele referido como “resposta criativa”.<sup>116</sup> Esses processos dependem, evidentemente, da

---

*scientifically new.*” (SCHUMPETER; Joseph A. The Creative Response in Economic History. *The Journal of Economic History*. Cambridge: Cambridge University Press, vol. 7, n. 2, 1947, p. 151-152).

<sup>111</sup> A esse respeito, P. Samuelson e W. Nordhaus afirmam: “Historically, growth has definitely not been a process of simple replication, adding rows of steel mills or power plants next to each other. Rather, a never ending stream of inventions and technological advances led to a vast improvement in the production possibilities of Europe, North America, and Japan.” (SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. Op. cit., p. 504).

<sup>112</sup> Conforme será explorado em maior detalhes no item 2.8 a seguir.

<sup>113</sup> Cf. SCHUMPETER, Joseph A. (1934). Op. cit.

<sup>114</sup> Cf. SCHUMPETER, Joseph A (1934). Op. cit., loc. 2069 e ss.

<sup>115</sup> Cf. SCHUMPETER, Joseph A (1934). Op. cit., loc. 2087 e ss.

<sup>116</sup> A esse respeito, J. Schumpeter afirma: “Whenever an economy or a sector of an economy adapts itself to a change in its data in the way that traditional theory describes, whenever, that is, an economy reacts to an increase in population by simply adding the new brains and hands to the working force in the existing employments, or an industry reacts to a protective duty by expansion within its existing practice, we may speak of the development as adaptive response. And whenever the economy or an industry or some firms in an

existência de indivíduos capacitados a liderar essas iniciativas.<sup>117</sup> Mas não apenas disso. Essa transformação somente é possível mediante a mobilização do capital necessário à sua consecução.

A esse respeito, J. Schumpeter destaca que, se por um lado, aqueles que já estão enquadrados em um determinado circuito de produção podem obter capital a partir de diversas fontes, inclusive dos próprios recursos decorrentes do exercício de sua atividade, o mesmo não se aplica àqueles especialmente engajados em processos de inovação, que, para dar cabo de seus projetos potencialmente transformacionais, necessitarão invariavelmente aplicar capital próprio ou obtê-lo a partir de fontes externas de financiamento.<sup>118</sup>

Daí decorre a importante correlação entre inovação e os mercados financeiros e de valores mobiliários. Uma vez que o iniciador do processo de inovação não disporá, necessariamente, dos recursos necessários para consecuições de seus projetos, na ausência de mecanismos de mercado aptos a prover, de maneira eficiente, seu financiamento, tais projetos invariavelmente se tornarão natimortos ou dependerão de recursos advindos do Estado, alocados sempre com base em critérios bastante particulares.

Embora a teoria de J. Schumpeter, nesse aspecto, se desenvolva a partir da análise do papel exercido pela atividade típica de intermediação financeira nesse contexto (especialmente sob o contexto do papel exercido pelos bancos), é inegável, a partir da mesma lógica, a contribuição do mercado de valores mobiliários ao financiando da inovação empresarial, ou seja, viabilizando a mobilização de recursos em prol do desenvolvimento de novos projetos empresariais que, embora sujeitos a grandes riscos, possuem, em contrapartida, enorme potencial transformador, social e econômico, o que, evidentemente, pode representar significativos retornos àqueles dispostos a suportar tais riscos.<sup>119</sup>

---

*industry do something else, something that is out- side of the range of existing practice, we may speak of creative response.” (SCHUMPETER; Joseph A (1948). Op. cit., p. 150).*

<sup>117</sup> Conforme destaca J. Schumpeter: “(...) *creative response – the frequency of its occurrence in a group, its intensity and success or failure – has obviously something, be that much or little, to do (a) with quality of the personnel available in a society, (b) with relative quality of personnel, that is, with quality available to a particular field of activity relative to quality available, at the same time, to others, and (c) with individual decisions, actions, and patterns of behavior. Accordingly, a study of creative response in business becomes coterminous with a study of entrepreneurship. The mechanisms of economic change in capitalist society pivot on entrepreneurial activity.” (SCHUMPETER; Joseph A (1947). Op. cit., p. 150).*

<sup>118</sup> Cf. SCHUMPETER, Joseph A. (1934). Op. cit., loc. 2217 e ss.

<sup>119</sup> A respeito da importância do mercado de valores mobiliários no desenvolvimento da inovação, J. Coffe e H. Sale afirmam: “*Even apart from the issue of relative growth rates, a significant qualitative difference is evident in the structure and performance of bank-centered versus market-centered economies: bank-centered systems tend to produce a more centralized system, with greater industrial consolidation and fewer new entrants. In contrast, economies that are organized around securities markets tend to favor new entrants, in particular start-up and venture capital companies that convince the market that a new technological innovation*



Tal circunstância reafirma, portanto, a relevância do presente estudo, que tem por objetivo os mecanismos jurídicos que pavimentam tal modalidade de financiamento do processo de inovação, por meio do mercado de valores mobiliários.

## 2.6 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: A FUNÇÃO INDUTORA DO DIREITO E SUAS CONTRIBUIÇÕES

### 2.6.1 *Elementos para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários*

Reconhecida a importância do mercado de valores mobiliários ao processo de crescimento e desenvolvimento econômico, voltemos à análise de uma outra indagação constante, acerca dos elementos que favorecem o desenvolvimento desse mercado.

Diante da constatação de que os mercados de valores mobiliários se desenvolvem em grau substancialmente diverso em diferentes países e regiões, resta o questionamento acerca dos elementos determinantes do sucesso, ou do fracasso, desse mercado em cada local.

Por óbvio, as tentativas de resposta são várias e tomam como ponto de partida múltiplas perspectivas, tendo ocupado bastante espaço na literatura econômica e, mais recentemente, jurídica.

Não se pretende, evidentemente, por aqui, abordar profundamente as razões e os componentes de ordem econômica, sociológica, histórica e política que podem ser evocados como determinantes ou auxiliares ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários em diversos locais, mas apenas ressaltar, nesse contexto, a importância da estrutura jurídica que conforma a organização desse mercado como um desses vários componentes que podem contribuir para o seu sucesso ou insucesso.<sup>120</sup>

A literatura aponta diversos elementos e condições que tendem a contribuir para o desenvolvimento dos mercados financeiros e de valores mobiliários ao redor do mundo

---

*developed by them merits equity capital. Thus, it may not be coincidental that Silicon Valley developed in the United States, not in Germany or Japan. In contrast, in bank-centered systems, there may be pressure for an entrepreneur with a new innovation to merge, or otherwise become affiliated with a larger corporate group as a precondition to bank finance. From this perspective, it is at least a plausible hypothesis that a legal system that facilitates and encourages an active equity securities market may also promote a more decentralized economy and a more rapid pace of technological innovation.*" (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit., p. 8).

<sup>120</sup> Para uma ampla abordagem dos múltiplos elementos tidos como determinantes ao desenvolvimento dos mercados financeiros e de valores mobiliários, ver DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli. Finance and Economic Development: Policy Choices for Developing Countries. World Bank Policy Research Working Paper 3955, 2006. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/3955.html>>. Acesso em: 31 maio 2016; BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. Law, endowments, and finance. *Journal of Financial Economics*. Atlanta: Elsevier, v. 70, 2003, p. 137-181.

R. Stulz e R. Williamson, por exemplo, ressaltam influências culturais e religiosas,<sup>121</sup> enquanto D. Acemoglu, S. Johnson e J. Robinson,<sup>122</sup> S. Engerman e K. Sokoloff<sup>123</sup> e T. Beck, A. Demirgüç-Kunt e R. Levine<sup>124</sup> avaliam a correlação de determinadas dotações

---

<sup>121</sup> Cf. STULZ, René M.; WILLIAMSON, Rohan. 2003. “Culture, Openness, and Finance.” *Journal of Financial Economics*. Atlanta: Elsevier, v. 70, 2003, p. 313-349.

<sup>122</sup> Cf. ACEMOGLU, Daron; JOHNSON, Simon; ROBINSON, James A. “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation.” *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 91, n. 5, 2001, p. 1369-1401. Em linha gerais, D. Acemoglu et al. afirmam que o ambiente de cada região e a capacidade de os europeus estabelecerem colônias de povoamento influenciaram sobremaneira o desenvolvimento posterior dessas regiões. A esse respeito, destacam que a escolha de se estabelecer uma colônia de povoamento (*settler colonies*) – nas quais eram criadas instituições que suportavam a propriedade privada e limitavam o poder do Estado, como foi o caso dos Estados Unidos da América, Austrália e Nova Zelândia – ou uma colônia de exploração (*extractive states*) – nas quais não foram criadas instituições que suportavam a propriedade privada e o Estado dispunha de um enorme poder, como foi o caso de grande parte dos países africanos e da América do Sul – estavam associadas às condições geográficas, climáticas e de saúde de cada região, de modo que os locais tidos por inhóspitos acabavam dando origem às colônias de exploração. Aludidos autores evidenciam, ainda, que as colônias de povoamento tenderam a originar governos pós coloniais mais democráticos e inclinados à defesa da propriedade privada, enquanto nas colônias de exploração, que dispunham de instituições voltadas ao extrativismo, as elites existentes simplesmente se apropriaram, no período pós coloniais, de tais instituições. A esse respeito, D. Acemoglu et al. afirmam: “*Our argument rests on the following premises: (1) Europeans adopted very different colonization strategies, with different associated institutions. In one extreme, as in the case of the United States, Australia, and New Zealand, they went and settled in the colonies and set up institutions that enforced the rule of law and encouraged investment. In the other extreme, as in the Congo or the Gold Coast, they set up extractive states with the intention of transferring resources rapidly to the metropole. These institutions were detrimental to investment and economic progress. (2) The colonization strategy was in part determined by the feasibility of European settlement. In places where Europeans faced very high mortality rates, they could not go and settle, and they were more likely to set up extractive states. (3) Finally, we argue that these early institutions persisted to the present. Determinants of whether Europeans could go and settle in the colonies, therefore, have an important effect on institutions today.*” (ACEMOGLU, Daron; JOHNSON, Simon; ROBINSON. Op. cit., p. 1395).

<sup>123</sup> Cf. ENGERMAN, Stanley L.; SOKOLOFF, Kenneth L. “Factor Endowments, Institutions, and Differential Paths of Growth among New World Economies: A View from Economic Historians of the United States.” In: HABER, Stephen. (ed.) *How Latin America Fell Behind*. Stanford: Stanford University Press, 1997, p. 260–304. A esse respeito, S. Engerman et al. afirmam: “*In brief, we argue that a hemispheric perspective across the range of European colonies in the New World indicates that although there were many influences, the factor endowment and attitudes toward it reflected in policy had profound and enduring impacts on the structure of respective colonial economies and ultimately on their long-term paths of institutional and economic development. While all colonies began with an abundance of land and other resources relative to labor, at least after the initial depopulation, other aspects of their factor endowments varied, which contributed to substantial differences among them in the distribution of land holdings, wealth, and political power. (...) We suggest further that there are reasons for expecting regions with more equal circumstances and rights to be more likely to realize sustained economic growth and that the breadth of evidence provided by the experiences of New World colonies supports this view.*” (ENGERMAN, Stanley L.; SOKOLOFF, Kenneth L. Op. cit., p. 261-262).

<sup>124</sup> Cf. BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. Law, endowments, and finance. *Journal of Financial Economics*. Atlanta: Elsevier, v. 70, 2003, p. 137-181. T. Beck et al. utilizam os argumentos trazidos por D. Acemoglu et al. para avaliar especificamente o desenvolvimento dos sistemas financeiros e, a esse, respeito, afirmam: “*In an extractive environment, colonizers will not construct institutions that favor the development of free, competitive financial markets because competitive markets may threaten the position of the extractors. In settler colonies, however, colonizers will be much more likely to construct institutions that protect private property rights and hence foster financial development. Thus, according to the endowment theory, differences in endowments shaped initial institutions and these initial institutions have had long-lasting repercussions on private property rights protection and financial development.*” (BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. Op. cit., p. 140).

(*endowments*) iniciais de cada nação – como, por exemplo, localização geográfica ou sistema de colonização – com o desenvolvimento econômico e de seus sistemas financeiros. Na esfera política, por sua vez, S. Haber<sup>125</sup> e M. Pagano e P. Volpin<sup>126</sup> apontam que sistemas políticos descentralizados favorecem o desenvolvimento dos mercados financeiros, em oposição a sistemas mais concentrados.

É evidente que, nesse contexto, a influência decorrente da atuação do Estado na organização social e econômica é absolutamente relevante, na medida em que contribui para o estabelecimento – ou para a ausência – de algumas condições absolutamente importantes para o desenvolvimento de um mercado financeiro e de valores mobiliários pujante, como um ambiente de estabilidade política, macroeconômica e disciplina fiscal.<sup>127</sup> Inegável, nessa seara, por exemplo, que um ambiente macroeconômico de inflação descontrolada inviabiliza profundamente o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, o mesmo ocorrendo, por exemplo, em um ambiente de altíssima taxa de juros – como é, historicamente, o caso brasileiro – em que não restam incentivos para a conversão da poupança em investimento direto na atividade produtiva, haja vista a alternativa de obter remuneração equivalente e sujeita a riscos inferiores, mediante a aplicação de recurso em outro tipo de investimento, inclusive nos quais o próprio Estado se apresenta como tomador.

Ademais, pode, o Estado, aspirar substituir, total ou parcialmente, as funções típicas do mercado financeiro e de valores mobiliários, impedindo, assim, seu fortalecimento, operando, por meio de mecanismos mais ou menos diretos.

Quando desse modo atua, o Estado promove a alocação de recursos da forma como reputa melhor para favorecer o desenvolvimento da atividade empresarial, seja como o intuito específico de fortalecer dado segmento que, sob a ótica do mercado, se demonstra menos atrativo, seja por considerar que é capaz de desempenhar essa atividade de maneira

---

<sup>125</sup> Cf. HABER, Stephen. “Political Competition and Economic Growth: Lessons from the Political Economy of Bank Regulation in the United States and Mexico”, 2004. Disponível em: <[http://siteresources.worldbank.org/INTPUBSERV/Resources/haber\\_political.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTPUBSERV/Resources/haber_political.pdf)>. Acesso em: 23 jul. 2016.

<sup>126</sup> Cf. PAGANO, Marco; VOLPIN, Paolo. “The Political Economy of Finance.”. *Oxford Review of Economic Policy*. Oxford: Oxford University Press, 2001, v. 17, n. 4, p. 502–519.

<sup>127</sup> Nesse sentido, A. Demirgüç-Kunt afirma: “*Although finance thrives on market discipline and fails to contribute to development process effectively in the presence of interventionist policies, governments do have a very important role to play in promoting well-functioning financial systems. Specifically, governments can help greatly through providing a stable political and macroeconomic environment, fiscal discipline and good governance; well-functioning legal and information infrastructure; and strong regulation and supervision that enable greater market monitoring without distorting the incentives of market participants. Governments can also improve the contestability and efficiency of financial systems by avoiding ownership of financial institutions, and liberalizing their systems including allowing foreign entry. Government policies can also help in efforts to facilitate broad access to financial services.*” (DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli. Op. cit., p. 13).

mais eficiente do que os agentes econômicos privados, utilizando-se, para tanto, de bancos públicos ou de desenvolvimento.<sup>128</sup>

Não obstante esse complexo liame de fatores que acabem por influenciar o surgimento, manutenção e desenvolvimento de um mercado de valores mobiliários pujante, não se pode ignorar o papel desempenhado, nesse contexto, também pela estrutura jurídica que organiza esse mercado, a atuação dos agentes que dele participam e as transações

---

<sup>128</sup> Tradicionalmente, a atuação do Estado na organização econômica por meio de bancos públicos e de desenvolvimento é justificada a partir da verificação de determinadas circunstâncias que impedem a alocação eficiente de recursos por meio dos mecanismos tipicamente privados, especialmente em cenários de deterioração da economia causada por altas taxas de inflação, como foi o caso brasileiro por longo período. A esse respeito, E. Bacha afirma: “*O elevado risco de expropriação ou diluição da riqueza financeira, na ausência de instituições adequadas para a garantia dos contratos, contrai a oferta de crédito privado de longo prazo (e também para setores em que é alta a incidência de crises com resolução política, como habitação e agricultura). A burocracia, motivada por paixões, interesses ou mera tradição, reage à falta de poupança voluntária e de crédito de longo prazo com a instituição de mecanismos de poupança forçada, poupança compulsória e poupança garantida pelo governo, que financiam a atuação dos bancos públicos na provisão de crédito. No caso brasileiro, a expansão dos bancos públicos teve muito a ver com a inflação: uma maneira simples de o governo apropriar-se do imposto inflacionário gerado pelos depósitos bancários. Isso está na raiz da criação de um banco comercial (muitas vezes mais de um) por todos os estados, e de o governo federal ter diversos bancos sob seu controle.*” (BACHA, Edmar. Bancos Públicos: o que fazer? In: PINHEIRO, Armando Castelar; OLIEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. *Mercado de Capitais e Bancos Públicos – análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007, p. 266). Ademais, em se tratando de mecanismos de intervenção do Estado na economia, a atuação dos bancos públicos nessa função apenas é justificável quando diversa daquela tipicamente desempenhada pelas instituições privadas, conforme alerta A. Pinheiro: “*Se os bancos públicos são um instrumento de intervenção estatal, a sua existência só se justifica, em princípio, se eles atuam de forma distinta de seus congêneres privados. Caso contrário, a intervenção estatal estaria simplesmente emulando o mercado e seria, na melhor das hipóteses, inócua, e, na pior, uma causadora de perdas líquidas de bem-estar social. Não basta, no entanto, que os bancos públicos sejam diferentes, pois isso não garante que essa diferença se dá no sentido de buscar o interesse público. Mesmo que isso ocorra, é preciso verificar se o benefício daí advindo supera o custo incorrido para viabilizar essa intervenção; e se, ocorrendo isso, não há outro tipo de intervenção estatal, como a regulação ou a contratação de agentes privados para a execução desse serviço, que permita produzir o mesmo benefício a um custo mais baixo.*” (PINHEIRO, Armando Castelar. Bancos Públicos no Brasil: para onde ir? In: PINHEIRO, Armando Castelar; OLIEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. Op. cit., p. 169-170). No caso brasileiro, é inegável a ingerência do Estado nesse campo ao longo dos últimos anos, especialmente por meio do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, que buscou claramente operar tal função, substituindo o mercado na alocação de recursos em favor do financiamento da atividade produtiva, inclusive após a estabilização inflacionária, cuja ausência, outrora, poderia justificava a maior intensidade de sua atuação. Evidente que tal circunstância possui o condão de afetar o desenvolvimento dessa atividade por meio de instituições privadas, especialmente no contexto do mercado de valores mobiliários. A esse respeito, A. Pinheiro afirma: “*Ainda em relação ao objetivo de aumentar a eficiência alocativa, a intervenção estatal por meio dos bancos públicos parece ampla demais no Brasil, sacrificando-se a eficiência do sistema financeiro e aumentando, de modo desnecessário, o risco de que os subsídios públicos assim intermediados sejam desviados para outros fins que não a promoção do bem-estar social. Em especial, o mercado de capitais já oferece às grandes empresas formas competitivas de captar recursos de longo prazo, enquanto o progresso tecnológico facilita a expansão da capilaridade de acesso pela rede privada a baixo custo sem a necessidade de subsídios.*” (PINHEIRO, Armando Castelar. Op. cit., p. 245). Em contrário, defendendo uma relação de complementariedade entre a atuação do BNDES e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, ver SCHAPIRO, Mario G. Banco de desenvolvimento, regulação e autorregulação: complementariedade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco. In: SCHAPIRO, Mario G.; TRUBEK, David M. Op. cit., p. 259-301).

econômicas que nele são conduzidas.<sup>129</sup>

Não se tem a pretensão, aqui, de defender uma relação de causalidade entre a qualidade da estrutura jurídica e o grau de desenvolvimento de determinado mercado – como, aliás, já se buscou fazer por meio de determinados estudos empíricos que serão adiante abordados – nem tampouco propor soluções que, isoladamente, seriam capazes de alterar esse cenário, mas apenas ressaltar que a dimensão jurídica é um componente relevante, capaz de influenciar nesse processo, inclusive pelos seus efeitos no contexto do arranjo político, econômico, institucional e cultural de dada sociedade, e que, conjuntamente, impactam tal desenvolvimento. E isso justifica a análise a ser feita adiante, acerca de determinados aspectos da disciplina jurídica que rege o processo de formação de capital.

### 2.6.2 *A função indutora do Direito: breves considerações*

Embora a relação entre o Direito e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários seja objeto de extenso debate – que será sucintamente apresentado adiante – pretende-se, aqui, abordar essa relação a partir de um enfoque bastante diverso.

Conforme mencionado, as transações que se consubstanciam no bojo do mercado primário de valores mobiliários operam uma conexão direta entre poupadores e tomadores, por meio da qual se viabiliza a mobilização dos recursos dos primeiros em prol do exercício da atividade produtiva conduzida pelos segundos.

Até aqui, a parcela da literatura que buscou trabalhar a relação de influência existente entre o Direito e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários o fez a partir da perspectiva dos poupadores, adotando, como fio condutor dessa abordagem, a estrutura jurídica destinada a tutelar a proteção dos investidores e defendendo, inclusive empiricamente, que a existência dessa proteção em nível satisfatório é determinante para o desenvolvimento desse mercado.

O presente trabalho busca abordar – bem verdade, a partir de uma metodologia e com pretensões bastante diversas – determinados aspectos que permeiam o outro polo dessa relação de investimento, a partir da perspectiva dos potenciais tomadores de recursos, ou seja, relacionados especificamente à estrutura jurídica que conforma o processo de formação

---

<sup>129</sup> Nesse sentido, F. Friedman e C. Grose afirmam: “*While capital market development depends on many factors including, primarily, a favorable macroeconomic environment, an appropriately designed and effective legal and regulatory framework can help to encourage market growth and to increase access to finance for all companies, including small and medium sized enterprises.*” (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Promoting access to primary equity markets. A legal and regulatory approach. *The World Bank Policy Research Working Paper 3.892/2*, 2006, p. 1).

de capital das sociedades empresárias por meio do mercado de valores mobiliários.

Inicialmente, cumpre ressaltar que o papel do Direito (e sua influência) no processo desenvolvimento econômico, de modo geral, e, particularmente, no desenvolvimento dos mercados financeiros (incluído, aqui, o mercado de valores mobiliários) é objeto, de ampla análise – e controvérsia – na literatura.<sup>130</sup>

Pensadores como Maine, Durkheim e Weber, com o destaque para esse último, se dedicaram a avaliar a importância do Direito ao desenvolvimento econômico e social, pavimentando o caminho para o estabelecimento daquilo que, posteriormente, ficou conhecido como a Escola do Direito e Desenvolvimento (*Law and Development*).<sup>131</sup>

M. Weber, ao investigar as razões pelas quais o sistema capitalista se desenvolveu na Europa (e não em outras partes do globo), propôs uma abordagem ampla que envolve aspectos associados à estrutura política, social, econômica, religiosa e jurídica,<sup>132</sup> e por meio de seu tratado *Law in Economy and Society*, incluiu a sociologia jurídica em sua teoria geral, buscando, inclusive, avaliar os impactos do Direito no surgimento do capitalismo industrial na Europa.<sup>133</sup> Nesse esforço, M. Weber conclui que a existência de um sistema jurídico tido como racional suporta a atividade econômica ao emprestar previsibilidade e legitimidade às regras que determinam as trocas de mercado.<sup>134</sup>

Essa visão de M. Weber foi apropriada, a partir de pressupostos diversos, por algumas correntes de pensamento que passam, então, a enxergar no Direito um importante instrumento de transformação da sociedade, que poderia ser utilizado inclusive no auxílio à superação do subdesenvolvimento, no caso de nações emergentes.<sup>135</sup>

---

<sup>130</sup> Para uma abrangente visão sobre esse debate, ver DAVIS, Kevin E.; TREBILCOCK, Michael J. *The Relationship between Law and Development: Optimists Versus Skeptics* New York University School of Law. Law & Economics Research Paper Series Working Paper No. 08-24., 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1124045>>. Acesso em: 19mar. 2015.

<sup>131</sup> Cf. TRUBEK, David M. “Max Weber on Law and The Rise of Capitalism”. *Wisconsin Law Review*, 1972, p. 720. Disponível em: <[http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/4001](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4001)>. Acesso em: 24 jul. 2016.

<sup>132</sup> Cf. TRUBEK, David M. Op. cit., p. 721-722.

<sup>133</sup> Ibidem.

<sup>134</sup> Cf. MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. *Law & Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around the World*. Chicago: University of Chicago Press, 2010, Kindle file, loc. 41.

<sup>135</sup> Sobre essa acepção marcadamente instrumentalista do Direito, E. Burg afirma: “One view of law’s relationship(s) to development which has attracted a great many followers is what we may broadly call the instrumentalist conception, after its tendency to regard law as an instrument of change. This is not an organized school of thought; some writers adhere to its tenets to only a limited extent. In brief, it sees law as a force which can be molded and manipulated to alter human behavior and achieve development. It focuses above all on substantive rules of law, looking to the state for the promulgation of these rules and reserving for the legal profession a prominent role in formulating them.” (BURG, Elliot. “Law and Development: A Review of the Literature & a Critique of “Scholars in Self-Estrangement””. *The American Journal of Comparative Law*. Ithaca: American Society of Comparative Law, v. 25, n. 3, 1977, p. 505).

Cria-se, a partir daí, a concepção da chamada “regra de direito” (em inglês, *rule of law*), uma espécie de “bom direito” que constituiria pré-condição ao desenvolvimento econômico e social.

Em uma dimensão mais concreta, enfocada na relação entre diversos agentes econômicos, a noção de *rule of law* remonta a um sistema jurídico que aloca adequadamente os direitos de propriedade e garante a aplicação dos contratos em dada sociedade.<sup>136</sup>

Em uma acepção mais abstrata, enfocada na relação entre Estado e indivíduos, a ideia da *rule of law*, conforme aponta K. Dam, está associada aos seguintes princípios gerais: (i) as regras jurídicas devem ser escritas e de conhecimento de todos; (ii) devem ser aplicadas e executadas de maneira igual e isenta a todos, incluindo perante o próprio Estado; e (iii) os indivíduos têm o direito de solicitar a aplicação das regras jurídicas, por meio do acesso ao judiciário, independentemente de quem sejam e contra quem pleiteiem essa aplicação.<sup>137</sup>

Ademais, a *rule of law* seria uma pré-condição ao desenvolvimento econômico, pois, na sua ausência, os custos de transação decorrentes – em termos de imprevisibilidade, problemas de aplicação das normas etc. – seriam proibitivos.<sup>138</sup>

Essa visão do Direito, que o enxerga como um instrumento, e não apenas como um reflexo, do desenvolvimento econômico, justificou, entretanto, uma série de iniciativas voltadas à importação de regimes jurídicos de países desenvolvidos por países emergentes, com o objetivo de acelerar o processo de seu desenvolvimento.<sup>139</sup>

Entretanto, essa visão determinista, que encara o Direito como uma dotação fixa (*endowment*), uma espécie de “tecnologia” condicionante do desenvolvimento econômico, passível de importação por sociedades em desenvolvimento, é objeto de severas críticas.<sup>140</sup>

Em primeiro lugar, conforme apontam D. Berkowitz et al., o transplante de normas jurídicas provenientes de países desenvolvidos é processo complexo e seu sucesso depende

---

<sup>136</sup> Cf. MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. Op. cit., loc. 218.

<sup>137</sup> Cf. DAM, Kenneth. *The Law-Growth Nexus – the rule of law and economic development*. Washington DC: Brookings Institution Press. Kindle Edition, 2006, loc. 258.

<sup>138</sup> Cf. MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. Op. cit., loc. 218.

<sup>139</sup> A esse respeito, K. Davis e M. Trebilcock afirmam: “*Armed with this instrumental model of the role of law in development, the movement adopted a top-down approach. It emphasized the reform of legal education and the legal profession, and to a lesser extent the reform of formal legal rules. The assumption was that lawyers trained to use law as an instrument for change would promote the developmental goals of the state. It was presumed that reform of legal education and the legal profession would stimulate other forms of modernization, including the emergence of other institutions integral to an effective modern legal system, such as those responsible for administering and enforcing legal rules.*” (DAVIS, Kevin E.; TREBILCOCK, Michael J. Op. cit., p. 10). Para uma ampla visão sobre esse movimento, ver K. Davis e M. Trebilcock. Op. cit.

<sup>140</sup> Para uma abrangente apresentação dessas críticas, ver. SCHAPIRO, Mario G.; TRUBEK, David M. Op. cit.

de uma série de fatores conjunturais, como, por exemplo, a demanda efetiva pela norma transplantada e sua adaptação à realidade local do país destinatário.<sup>141</sup>

Ademais, a noção de que existiria um modelo único de sistema legal capaz de conduzir ao desenvolvimento econômico ignora as particularidades inerentes à pluralidade de regimes diversos que, inseridos em contextos e realidades distintas, levaram ao desenvolvimento econômico de determinados países.<sup>142</sup>

C. Milhaupt e K. Pistor sugerem, nesse sentido, que a relação entre o Direito e desenvolvimento econômico é marcada por um processo altamente interativo de ação e reação estratégica,<sup>143</sup> que, inclusive, é observada não apenas a partir da avaliação do aspecto puramente positivo (ou seja, alicerçada na avaliação do texto legal), mas englobando, também, o processo de criação das normas e a maneira como são apropriadas, implementadas e aplicadas pelos agentes.<sup>144</sup> E o mesmo ocorre, evidentemente, em relação a sua capacidade de influenciar o desenvolvimento dos mercados financeiros e, em especial, do mercado de valores mobiliários.

Todavia, aceitar a premissa de que não se pode supervalorizar a influência do Direito em relação ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, buscando-se, por exemplo, identificar determinadas relações de causalidade que evidentemente são complexas de serem demonstradas, especialmente a partir de uma avaliação centrada essencialmente no arcabouço normativo e que não contempla, por exemplo, as demais dimensões acima referidas, não significa invalidar a utilidade desse tipo de análise, sobretudo na busca por propostas de aprimoramento no arcabouço legal que possam, de alguma forma, contribuir positivamente para o desenvolvimento desse mercado.

Não obstante o Direito, em sentido amplo, vá muito além do arcabouço normativo, o

---

<sup>141</sup> A esse respeito, sobre o processo de transplante legal, D. Berkowitz, K. Pistor e J. Richard afirmam: “*First, for the law to be effective, it must be meaningful in the context in which it is applied so citizens have an incentive to use the law and to demand institutions that work to enforce and develop the law. Second, the judges, lawyers, and other legal intermediaries that are responsible for developing the law must be able to increase the quality of law in a way that is responsive to demand for legality.*” (BERKOWITZ, Daniel; PISTOR, Katharina; RICHARD, Jean-Francois. Economic development, legality and the transplant effect. *European Economic Review*. Atlanta: Elsevier, v. 47, 2003, p. 167-168).

<sup>142</sup> Para uma interessante reflexão sob essa perspectiva, a partir de uma autointitulada “autópsia institucional” de diversos sistemas jurídicos, ver: Cf. MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. Op. cit. A esse respeito, C. Milhaupt e K. Pistor afirmam: “*As a historical matter, we have seen that centralized, coordinative legal systems as well as decentralized, protective legal systems are capable of supporting sustained economic growth. Law can support markets in a variety of crucial ways—not only by providing property rights protections but also by coordinating market actors, sending signals to the consumers and enforcers of law, and enhancing the credibility of government policy.*” Cf. MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. Op. cit., loc. 2893.

<sup>143</sup> Cf. MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. Op. cit., loc. 103.

<sup>144</sup> Cf. MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. Op. cit., loc. 71.



conjunto de normas que estruturam determinada atividade ou mercado é, inegavelmente, uma dimensão importante e merecedora de análise, seja por revelar determinadas prioridades políticas e as forças de determinados grupos de interesse<sup>145</sup> – essenciais à compressão dos sucessos ou insucessos de determinadas iniciativas – seja por impor, a partir da alocação de direitos e obrigações entre diversos agentes econômicos, determinados incentivos que influenciam sobremaneira o desenvolvimento das relações sociais e econômicas,<sup>146</sup> incluídas, aqui, aquelas travadas no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Conforme defendido por C. Milhaupt e K. Pistor, sistemas legais de sucesso para economias de mercado devem desempenhar funções que suportem o desenvolvimento de mercado, mantendo, inclusive, suficiente flexibilidade para encarar os dinâmicos movimentos de mudança que recorrentemente o acometem.<sup>147</sup>

Nesse sentido, é absolutamente oportuno avaliar determinados aspectos do sistema legal que rege o mercado de valores mobiliários, associados especificamente ao processo de formação de capital das sociedades empresárias, de modo a verificar em que medida são dotados dessa adaptabilidade, que apesar de não poder ser reputada, isoladamente, como um determinante, inegavelmente contribui para o desenvolvimento desse mercado.

### 2.6.3 *O papel do Direito no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários: sugestão de uma nova abordagem*

Uma das diversas ramificações do debate sobre a influência do Direito em relação ao desenvolvimento econômico diz respeito justamente à sua importância em relação ao desenvolvimento dos mercados financeiros e de valores mobiliários.<sup>148</sup>

---

<sup>145</sup> Cf. MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. Op. cit., loc. 440.

<sup>146</sup> Sobre essa importante influência do arcabouço jurídico, C. Milhaupt e K. Pistor afirmam: “*The signaling function of law is important in this regard. Some legal reforms, whether by altering substantive or procedural rights or simply by sending certain signals may trigger a dynamic process of change that helps alter the character of a legal system in important ways. This quality of law, coupled with the contestability of a legal system, opens the possibility that legal reform form can at times escape the twin traps of public choice-based capture and path-dependence.*” (MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. Op. cit., loc. 2.858).

<sup>147</sup> Cf. MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. Op. cit., loc. 2912.

<sup>148</sup> Sobre a contribuição do arcabouço legal ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, F. Friedman e C. Grose afirmam: “*While capital market development depends on many factors including, primarily, a favorable macroeconomic environment, an appropriately designed and effective legal and regulatory framework can help to encourage market growth and to increase access to finance for all companies, including small and medium sized enterprises.*” (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Promoting access to primary equity markets. A legal and regulatory approach. *The World Bank Policy Research Working Paper 3.892/2*, 2006, p. 1). Sobre a relevância dessa investigação, K. Dam afirma: “*Any study of the role of law and legal institutions in economic development must pay particular attention to the financial sector. The reasons are many. The importance of the financial sector is well established. The link between financial development and growth of per capita gross domestic product has been the subject of*

No bojo das discussões sobre Direito e Desenvolvimento, foram iniciados diversos estudos, inclusive de natureza empírica, buscando associar o grau de desenvolvimento dos mercados financeiros e de valores mobiliários de uma determinada localidade às regras jurídicas que o conformam e estruturam.

A mais conhecida dessas iniciativas busca nas origens do ordenamento jurídico de determinado país (*common law* ou *civil law*) a resposta para um maior ou menor grau de desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários, a partir de uma série de estudos liderados por R. La Porta et al.,<sup>149</sup> iniciando a linha de pensamento que ficou conhecida por Direito e Finanças (*Law and Finance*) ou Origens Legais (*Legal Origins*).

O discurso de que o regime de *common law* seria mais favorável ao desenvolvimento econômico, dada sua maior adaptabilidade, encontra-se presente na obra de F. Hayek, sobretudo por considerar que aludido regime, essencialmente descentralizado, privilegia a liberdade dos indivíduos e está menos sujeito às intervenções desastrosas do Estado.<sup>150</sup>

Entretanto, a partir dos trabalhos de R. La Porta et al., buscou-se suporte empírico para essa constatação. Inicialmente, os autores procederam a avaliação do regime legal e da

---

*extensive studies, which have established that banking and stock market development are good predictors of economic growth.*” (DAM, Kenneth. Op. cit., loc. 1998). Para uma abrangente visão sobre o debate acerca da influência do Direito em relação ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, ver CHOI, Stephen J. Law, Finance, and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets. *Texas Law Review*. Austin: University of Texas School of Law, n. 80, 2011-2012, p. 1.657-1727.

<sup>149</sup> Cf. LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Legal Determinants of External Finance*. NBER Working Paper No. 5879, 1997. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5879.pdf>>. Acesso em: 27 mar. 2015; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. *Journal of Political Economy*. Chicago: University of Chicago Press, v. 106, n. 6, 1998; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*. New York: American Finance Association, v. 54, 1999; LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor Protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*. Atlanta: Elsevier, v. 58, 2000; LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei. *What Works in Securities Laws?*. Tuck School of Business Working Paper No. 03-22; AFA 2005 Philadelphia Meetings, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=425880>>. Acesso em: 05 jun. 2015; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. *The Economic Consequences of Legal Origins*, 2007. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w13608>>. Acesso em: 11 maio 2015.

<sup>150</sup> Cf. HAYEK, Frederich A (1983). Op. cit., p. 94-12. A esse respeito, é ilustrativa a seguinte passagem de F. Hayek: “*the ideal of individual liberty seems to have flourished chiefly among people where, at least for long periods, judgemade law predominated*”. (HAYEK, Friedrich A (1983). Op. cit., p. 94). Sobre a influência dos sistemas jurídicos de *common law* no processo de crescimento econômico, P. Mahoney afirma: “*The common law and civil law, in this view, proceed from different views about the relative role of collective and individual action. These associations have to do with possibly chance connections between the judiciary and specific political problems of seventeenth-century England and eighteenth-century France, but once established, they have had continuing effects on institutional arrangements. Judges are invested with greater prestige and insulated more from political influence in common-law systems. Administrative bodies are insulated more from judicial influence in civil-law systems. These differences result in stricter protection for property and contract rights against government action in the common-law tradition.*” (MAHONEY, Paul G. *The Common Law and Economic Growth: Hayek Might Be Right*. *Journal of Legal Studies*. Chicago: University of Chicago Press, v. 30, 2003, p. 503-524).

qualidade de sua concretude e aplicação (*enforcement*) em relação à proteção de investidores (acionistas e credores) de diversos países de tradição jurídica anglo-saxã (*common law*), francesa (*civil law*), germânica (*civil law*) e escandinava.<sup>151</sup>

A conclusão da análise foi de que os países que adotam o regime de *common law* oferecem um maior grau de proteção a acionistas e credores, enquanto os países de tradição *civil law* de origem germânica e de tradição escandinava uma maior efetividade na concretude e aplicação (*enforcement*) das normas jurídicas, sendo que os países de tradição *civil law* de origem francesa apresentam piores resultados nos dois aspectos.<sup>152</sup>

Em seu trabalho seguinte, R. La Porta et al. buscaram associar o nível de proteção a investidores nos países de tradição *common law* e *civil law* ao grau de desenvolvimento de seus respectivos mercados de valores mobiliários, concluindo que um regime legal eficiente nessa seara – dotado de forte arcabouço normativo e adequado nível de aplicação (*enforcement*) desse regramento – está associado a mercados de valores mobiliários mais líquidos e desenvolvidos.<sup>153</sup>

As constatações de R. La Porta et al. iniciaram um importante movimento de produção literária em torno do papel das origens dos sistemas jurídicos no desenvolvimento econômico e dos mercados financeiros e de valores mobiliários, buscando apresentar

---

<sup>151</sup> Cf. LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert (1998) Op. cit., p. 1113-1155.

<sup>152</sup> A esse respeito, R. La Porta et al. afirmam: “*First, laws differ markedly around the world, though in most places they tend to give investors a rather limited bundle of rights. In particular, countries whose legal rules originate in the common law tradition tend to protect investors considerably more than the countries whose laws originate in the civil-law, and especially the French-civil-law, tradition. The German-civil-law and the Scandinavian countries take an intermediate stance toward investor protections. There is no clear evidence that different countries favor different types of investors; the evidence rather points to a relatively stronger stance favoring all investors in common-law countries. This evidence confirms our basic hypothesis that being a shareholder, or a creditor, in different legal jurisdictions entitles an investor to very different bundles of rights. These rights are determined by laws; they are not inherent in securities themselves. Second, law enforcement differs a great deal around the world. German-civil-law and Scandinavian countries have the best quality of law enforcement. Law enforcement is strong in common-law countries as well, whereas it is the weakest in the French-civil-law countries.*” (LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. (1998). Op. cit., p. 1151).

<sup>153</sup> Cf. LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. (1997). Op. cit. A esse respeito, R. La Porta et al. afirmam: “*The result of this paper confirm that the legal environment – as described by both legal rules and their enforcement – matters for the size and extent of a country’s capital market. Because a good legal environment protects the potential financiers against expropriation by entrepreneurs, it raises their willingness to surrender funds in exchange for securities, and hence expands the scope of capital markets. Our results show that civil law, and particularly French civil law countries, have both the weakest investor protections and the least developed capital markets, especially as compared to common law countries.*” (LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert (1997). Op. cit., p. 19).

confirmações, complementações ou críticas à abordagem por eles desenvolvidas.<sup>154</sup>

No campo das objeções, várias foram as abordagens adotadas com a intenção de desconstruir ou relativizar as conclusões apresentadas por R. La Porta et al., seja em função da metodologia por eles adotada,<sup>155</sup> da ausência de elementos, em seus trabalhos, que possam indicar uma efetiva causalidade entre a origem do sistema legal e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários de um determinado país,<sup>156</sup> pela negação de que o regime de proteção aos investidores efetivamente depende da origem do respectivo sistema jurídico,<sup>157</sup> ou mesmo pela negação de que esse regime seja determinante ao desenvolvimento daquele mercado.<sup>158</sup>

Outra linha de reação às conclusões da teoria das Origens Legais, conforme propugnada por R. La Porta et al. foi encabeçada por M. Roe<sup>159</sup> e por R. Rajan e L. Zingales,<sup>160</sup> que opõem-se à natureza fatalista daquela linha de pensamento, defendendo que mais relevante do que a tradição jurídica de determinada sociedade – via de regra herdada

---

<sup>154</sup> Para uma abrangente apresentação das principais reações aos trabalhos de R. La Porta et al., ver. BECK, Thorsten; LEVINE, Ross. Legal Institutions and Financial Development. *National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Series, Working Paper 10126*, 2003. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10126>>. Acesso em: 30 maio 2016.

<sup>155</sup> A esse respeito, ver, por exemplo, SIEMS, Mathias M. What Does Not Work in Comparing Securities Laws: A Critique on La Porta et al's Methodology. *International Company and Commercial Law Review*, 2005, pp. 300-305, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=608644>>. Acesso em: 06 jun. 2016.

<sup>156</sup> A esse respeito, S. Choi afirma: “*In summary, while statistical evidence provides support for the view that common-law regimes may lead to a more conducive environment for capital markets and ultimately economic growth, anecdotal and historical evidence provides some reason to doubt this relationship. The causality between the legal environment and capital markets may in fact run both ways, and development within a particular country may embody several successive ‘generations’ of legal developments and capital market growth.*” (CHOI, Stephen J (2011-2012). Op. cit., p. 1.694). Tomando por exemplo a evolução do mercado de valores mobiliários europeu, J. Winter afirma: “*The rapid development of capital market law in the EU begs the question whether, to what extent and how law actually matters for the development of capital markets. The ‘Law Matters’ school of thought claims that laws that give a better protection to investors on capital markets are instrumental to the development of such markets. This thinking is based on wide empirical research indicating a correlation between levels of development of capital market law and the development of deep and liquid capital markets. However, this correlation as such does not explain what is the cause and what the effect. It may very well be that it is not so much a sophisticated level of capital market regulation and investor protection that brings about a deep and liquid capital market. Capital markets may develop and grow mainly for a complex of economic and financial reasons, which as a consequence brings about a need to provide for more sophisticated regulation to deal with the issues that arise on such a market. The development of capital markets in the EU may be an example of this cause-and-effect relationship. The capital markets in many EU Member States have grown almost exponentially during the 1990’s, driven by changes in the economic outlook for Europe, the creation of the single market with its single currency, the consequential consolidation of key sectors of European industry, the development of institutional investment in Europe etc.*” (WINTER, Jaap. Op. cit., p. 11).

<sup>157</sup> Cf. BECK, Thorsten; LEVINE, Ross. Op. cit., p. 2.

<sup>158</sup> Cf. BECK, Thorsten; LEVINE, Ross. Op. cit., p. 16-17.

<sup>159</sup> Cf. ROE, Mark J. *Legal Origins, Politics and Modern Stock Markets*. Discussion Paper No. 563 11/2006, Harvard Law School Cambridge, 2006 Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=908972>>.

<sup>160</sup> Cf. RAJAN, Raghuram G; ZINGALES, Luigi. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*. Atlanta: Elsevier, v. 69, 2003.

dos colonizadores – é a criação de um contexto político propenso a favorecer o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, pois é a partir desse contexto que surgirá uma estratégia legislativa de implementação de um arcabouço legal apto a induzir o seu bom funcionamento.<sup>161</sup>

Não obstante as controvérsias brevemente relatadas acima, e todas as críticas de abordagem e de metodologia que possam ser realizadas aos trabalhos de R. La Porta et al., sua maior virtude foi estabelecer o debate sobre a importância do Direito em relação ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários,<sup>162</sup> mesmo por aqueles que negam a existência de uma suposta supremacia de determinadas famílias jurídicas nessa seara.<sup>163</sup> Ou seja, que o Direito é uma dimensão importante, merecedora de consideração e estudo,<sup>164</sup> evidentemente em conjunto com uma série de outros fatores que influenciam o desenvolvimento desse mercado.

Parece essencial, todavia, também avaliar essa relação entre o Direito e o mercado de valores mobiliários com base em uma outra perspectiva, afeta ao regime jurídico que conforma o processo de formação de capital das sociedades empresárias por meio do mercado de valores mobiliários, a partir, portanto, da ótica do tomador de recursos.

Assim como ocorre nos trabalhos de R. La Porta et al. a maior parte dos argumentos que buscam estabelecer a importância do Direito para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliário se centram especialmente na importância do regime destinado a garantir proteção dos investidores, seja sob a ótica dos direitos a eles conferidos no bojo das relações societárias ou creditícias que se constroem a partir das transações cursadas nesse mercado, seja no que diz respeito à promoção da aplicação e concreção (*enforcement*) desses direitos.

---

<sup>161</sup> Para uma interessante apresentação deste debate, ver PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 41-53. A esse respeito, M. Pargendler: afirma “*Tal visão do Direito privado como uma “dotação politicamente neutra”, no entanto, entra em choque com a intuição básica que diz ser o Direito moderno o resultado da vontade do povo, bem como com a literatura, crescente, que defende o papel da política local como um determinante mais poderoso do desenvolvimento jurídico e financeiro. Embora alguns trabalhos tenham sugerido o papel das diferentes origens jurídicas em influenciar ou restringir a operação das forças políticas, a maioria dos comparatistas e economistas nada diz quanto à influência da política local nos transplantes jurídicos. Todavia, assim como os estudos disponíveis sobre transplantes jurídicos minimizam o papel da política, os trabalhos sobre a economia política da governança corporativa praticamente ignoram os transplantes como fonte de desenvolvimento jurídico.*” (PARGENDLER, Mariana. Op. cit., p. 45).

<sup>162</sup> Cf. DAM, Kenneth. Op. cit., loc. 139.

<sup>163</sup> Cf. DAM, Kenneth. Op. cit., loc. 2003.

<sup>164</sup> A esse respeito, R. La Porta, F. Silanes e A. Shleifer afirmam: “*First, the answer to the question of whether “law matters” is a definite yes. Our findings corroborate the earlier research that shows that investor protections provided in corporate law matter for securities markets, by showing that investor protections provided by the securities law also matter – perhaps even more so.*” (LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei. (2003) Op. cit., p. 21-22).

E o pressuposto dessa abordagem é, sem dúvida, bastante claro e intuitivo: na ausência de um regime adequado de tutela dos investidores, estes não estarão dispostos a aplicar seus recursos poupados em investimentos de longo prazo por meio dos instrumentos típicos do mercado de valores mobiliários, ou, pelo menos, não a um custo que viabilize tais transações. Isso porque, nesse caso, estarão correndo não apenas o risco do negócio em que aplicaram seus recursos (inerente a esse mercado), mas também o risco legal advindo da ausência ou ineficiência das regras protetivas de seu investimento, o que afeta sobremaneira o grau de confiança depositado por tais investidores em tal mercado,<sup>165</sup> sobretudo em um contexto em que são marcantes as potenciais assimetrias informacionais e conflitos de agência, que naturalmente se configuram no bojo de tais relações.

Evidente, portanto, que na falta ou diante da debilidade de tal regime protetivo, os investidores não sentirão confiança suficiente para disponibilizar seus recursos ou o farão mediante a aplicação de um desconto significativo, que se refere justamente à antecipação das perdas que poderão experimentar em função da ausência da proteção adequada, aumentando, inclusive, o custo de capital para os tomadores de recursos, e prejudicando, conseqüentemente, a função alocativa do mercado de valores mobiliários.<sup>166</sup>

Não se pode negar, tampouco, que confiança é elemento essencial a todas as relações de natureza econômica,<sup>167</sup> inclusive no âmbito do mercado de valores mobiliários, de modo que a decisão de determinado investidor em disponibilizar seus recursos em benefício do financiamento de dada atividade econômica é significativamente influenciada pela confiança depositada não apenas nos agentes de mercado envolvidos em tal transação – especialmente

---

<sup>165</sup> Nesse sentido, J. Seligman afirma: “*To persuade investors to select investments with greater risk, investment sellers must offer a higher expected rate of return. In this sense, increasing investor confidence in the securities markets may have several important economic consequences.*” (SELIGMAN, Joel. Historical need for a mandatory corporate disclosure system. *The Journal of Corporation Law*, Iowa City: University of Iowa, v. 9, 1983, p. 52).

<sup>166</sup> Nesse sentido, F. Friedman e C. Grose afirmam: “*The market will only grow if basic legal protections are available to provide both domestic and foreign investors with confidence to invest. Investors need to be assured – or at least have a minimal level of confidence – that their funds will not be lost as a result of fraudulent practices or unchecked insider dealing, and that they will be able to participate fairly in benefits that may arise from the success of the business or a possible change in control.*” (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 8).

<sup>167</sup> Sobre a importância da confiança nas relações econômicas, K. Arrow afirmou: “*Virtually every commercial transaction has within itself an element of trust, certainly any transaction conducted over a period of time. It can be plausibly argued that much of the economic backwardness in the world can be explained by the lack of mutual confidence (...)*” (ARROW, Kenneth. *Gifts and exchanges Philosophy & Public Affairs*, Princeton: Princeton University Press, v. 1, 1972, p. 357). No mesmo sentido, K. Dam afirma: “*In the absence of an effective legal system, trust has not proved sufficient to support the development of a broad-based financial sector. Just as long-distance trade developed only slowly, so too financial transactions and the financial sector of the economy developed slowly in an evolutionary process.*” (Cf. DAM, Kenneth. Op. cit., loc. 2007).

a empresa e os intermediários destas operações –, mas também no sistema jurídico existente para prevenir e punir eventuais abusos ou desvios de conduta por parte desses agentes.<sup>168</sup>

Todavia, sem reduzir a importância de um regime jurídico que proporcione uma adequada proteção dos investidores ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, há de se reconhecer que o papel e a influência do Direito nessa seara não se limita a essa dimensão, pois de nada adianta que o regime jurídico, em um dos polos da relação de investimento, busque tutelar os poupadores-investidores, se descuidar em estabelecer incentivos e mecanismos eficientes em relação às empresas-tomadoras que necessitam de seus recursos para o desenvolvimento da atividade de produção de bens e serviços.<sup>169</sup> É sob essa perspectiva que se pretende, no âmbito do presente trabalho, avaliar o arcabouço legal e regulatório que conforma o mercado de valores mobiliários brasileiro, inclusive em contraste com as soluções e alternativas presentes em outras jurisdições.

## 2.7 FORMAÇÃO DE CAPITAL E PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES: OS DESAFIOS DA HARMONIZAÇÃO

### 2.7.1 *Regulação do mercado de valores mobiliários: noções gerais*

A discussão sobre o papel do Estado na organização econômica – que tem como uma de suas várias facetas o mencionado debate acerca do papel do Direito no crescimento e desenvolvimento econômico – desemboca, evidentemente, no questionamento acerca da forma apropriada de fazê-lo, tanto no tocante ao grau da ingerência estatal adequado (a depender do setor objeto de sua atuação) como no que diz respeito ao ferramental a ser utilizado para tanto.

Usualmente, atribui-se ao Estado, nessa seara, basicamente dois *modus operandi*: a ingerência direta na esfera econômica, por meio da prestação de serviços públicos, e a

---

<sup>168</sup> A esse respeito, S. Cerezetti afirma: “A atração do investidor depende, portanto, da boa qualidade da estrutura normativa que fundamenta a participação acionária, podendo ser considerada adequada na medida em que seja capaz de assegurar direitos ao longo de todo o processo de investimento: entrada, manutenção e eventual saída. (...) Como se pode imaginar, estes temas, muito embora pareçam voltados apenas ao investidor, são de extrema importância para os emissores, uma vez que a demanda por seus títulos apenas tende a crescer em face de um arcabouço regulatório apropriado.” (CEREZETTI, Sheila Cristina Neder. *Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). *Regulação e Desenvolvimento – Novos Temas*. Malheiros: São Paulo, 2012, p. 205).

<sup>169</sup> Sobre a excessiva ênfase conferida à avaliação das normas destinadas a garantir a proteção de investidores, no bojo dos debates sobre a influência do Direito no desenvolvimento dos mercados, C. Milhaupt e K. Pistor afirmam: “(...) *the operative function of law vis-a-vis market activity is almost universally deemed to be protection-of property rights generally and of investors' rights specifically-in the law and finance literature. No serious consideration is given to the possibility that law might perform other key functions in support of economic activity*”. (MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. Op. cit., loc. 273).

atuação fiscalizadora dos particulares, por meio daquilo que se convencionou chamar de “poder de polícia”.<sup>170</sup>

Entretanto, conforme adverte C. Salomão Filho, essa concepção acaba por não enfatizar a técnica tradicionalmente utilizada pelo Estado para organizar ativamente a atividade econômica de maneira indireta, por meio da chamada regulação, que evidentemente vai além da atuação passiva de mero supervisor, que tradicionalmente é associada ao seu poder de polícia,<sup>171</sup> embora essa atuação reguladora do Estado possa ser entendida como abarcada por tal noção.<sup>172</sup>

Nesses casos, em que, segundo aponta E. Grau, o Estado está intervindo na atividade econômica em sentido estrito, alheia a esfera pública e de titularidade do setor privado,<sup>173</sup> sua ação tradicionalmente ocorre por direção – por meio do estabelecimento de mecanismos e normas de comportamento compulsório aos quais os sujeitos da atividade econômica em questão ficam adstritos – ou por indução – por meio do estabelecimentos de determinados incentivos que direcionam o comportamento dos agentes ao atendimento de objetivos selecionados pelo Estado.<sup>174</sup> É justamente o que ocorre em se tratando da regulação do mercado de valores mobiliários.<sup>175</sup>

---

<sup>170</sup> Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto (2008). Op. cit., p. 19.

<sup>171</sup> Ibidem. C. A. Sundfeld também critica a tentativa de se alargar a noção de poder de polícia para fazer nela caber diversas outras facetas da atuação interventiva do Estado que vão bastante além de uma regra geral de abstenção tradicionalmente associada ao aludido conceito, para nele incluir, por exemplo, toda a atividade de regulação da atividade privada: “*Quando se observa o surgimento de novos ramos, como os direitos econômico, urbanístico, ambiental, agrário, sanitário, todos ligados, embora não exclusivamente, ao estudo da ação governamental sobre a vida privada, bota-se que a ciência do direito administrativo não tem sabido oferecer uma teoria geral apta a ser aplicada a cada um deles. Vem, por isso, perdendo importância. De pouco ou nada adiantará o estudioso buscar na teoria do direito administrativo as categorias de que necessita para compreender os limites e exigências de novas funções do Estado. Encontrará uma doutrina que ainda se debate com dificuldades originárias em torno do poder de polícia!*” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo Ordenador*. São Paulo: Malheiros, 1993, p. 15).

<sup>172</sup> Cf. MEIRELES, Hely Lopes; ALEIXO; DÉLCIO Balestero; BURLE FILHO, José Emmanuel. *Direito Administrativo Brasileiro*. 40<sup>a</sup> ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 144-145.

<sup>173</sup> Cf. GRAU, Eros. Op. cit., p. 143.

<sup>174</sup> Ibidem. Sobre a diferença entre a intervenção por direção e por indução, E. Grau afirma: “*No caso das normas de intervenção por direção estamos diante de comandos imperativos, dotados de cogência, impositivos de certos comportamentos a serem necessariamente cumpridos pelos agentes que atuam no campo da atividade econômica em sentido estrito – inclusive pelas próprias empresas estatais que a exploram. (...) No caso das normas de intervenção por indução defrontamo-nos com preceitos que, embora prescritivos (deônticos), não são dotados da mesma carga de cogência que afeta as normas de intervenção por direção. Trata-se de normas dispositivas. Não, contudo, no sentido de suprir a vontade dos seus destinatários, porém, na dicção de Modesto Carvalhosa, no de “levá-lo a uma opção econômica de interesse coletivo e social que transcende os limites do querer individual”. Nelas, a sanção, tradicionalmente manifestada como comando, é substituída pelo expediente do convite — ou, como averba Washington Peluso Albino de Souza — de “incitações, dos estímulos, dos incentivos, de toda ordem, oferecidos, pela lei, a quem participe de determinada atividade de interesse geral e patrocinada, ou não, pelo Estado.”* (GRAU, Eros. Op. cit., p. 144-145).

<sup>175</sup> Cf. YAZBEK, Otavio (2009). Op. cit., p. 183.



Atribuir uma definição absolutamente precisa e unívoca do termo “regulação” é tarefa que evidentemente extrapola os objetivos do presente trabalho. Entretanto, é oportuno tecer algumas considerações acerca das diversas noções que se pode atribuir ao vocábulo, sobretudo sob a ótica da regulação dos mercados financeiros e, mais especificamente, do mercado de valores mobiliários.

Buscando distinguir algumas das diferentes feições atinentes à noção de regulação, R. Baldwin et al. afirmam que o vocábulo pode ser utilizado para fazer referência a (i) um conjunto específico de comandos, envolvendo a edição de regras vinculantes aplicáveis por determinado órgão ao qual é atribuída essa capacidade; (ii) uma ingerência deliberada do Estado, que engloba todas as suas ações destinadas a influenciar atividades econômicas e comportamentos sociais; e (iii) todas as formas de influência econômica ou social, independentemente se originadas a partir do Estado ou de outras fontes<sup>176</sup> (incluindo, portanto, aqui, aquilo que se convencionou chamar de autorregulação).<sup>177</sup>

Nesse sentido, em primeiro lugar, é essencial destacar que a regulação, embora tradicionalmente referida como um mecanismo mais sutil de ingerência do Estado<sup>178</sup> na ordem econômica, especialmente em comparação aos mecanismos de atuação direta – por meio, por exemplo, da prestação de serviços públicos em substituição aos particulares – pode representar uma forma bastante aguda de intervenção, já que opera, invariavelmente, restrições à liberdade dos agentes que atuam no ambiente econômico e social, por exemplo, por meio da imposição de certos mecanismos e normas que ditam comportamento compulsórios a serem observados.<sup>179</sup>

C. A. Sundfeld ressalta que essa atividade se insere dentro da chamada atuação administrativa ordenadora do Estado, que congrega as suas operações de regulação do setor privado, ligadas essencialmente à aquisição, ao exercício e à limitação de direitos eminentemente privados.<sup>180</sup> Essa atuação ordenadora do Estado, segundo o autor, marca uma exteriorização da sua faceta autoritária, e se efetiva por meio do uso de seu poder de

---

<sup>176</sup> Cf. BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *Understanding Regulation – Theory, Strategy, and Practice*. 2<sup>nd</sup>. ed. Oxford: Oxford University Press, 2011, p. 3.

<sup>177</sup> No bojo do presente trabalho, a expressão será utilizada em referência exclusivamente à atuação do Estado, seja por meio de sua atuação normativa, seja a partir da acepção mais ampla acima destacada.

<sup>178</sup> Cf. BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. Op. cit., p. 2.

<sup>179</sup> Cf. GRAU, Eros. Op. cit., p. 143. Nesse sentido, V. Moreira afirma: “O essencial do conceito de regulação é o de alterar o comportamento dos agentes econômicos (produtores, distribuidores, consumidores), em relação ao que eles teriam se não houvesse regulação, isto é, se houvesse apenas as regras de mercado.” (MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Almedina, 1997, p. 36).

<sup>180</sup> Cf. SUNDFELD, Carlos Ari. Op. cit., p. 16-17.

autoridade para disciplinar os comportamentos dos particulares no campo de suas atividades eminentemente privadas.<sup>181</sup>

Entende-se, todavia, que a atuação reguladora do Estado, embora se exteriorize, em primeiro momento, por meio de um conjunto de regras por ele editadas, compreende um conjunto mais abrangente de ações que comandam, direcionam e limitam a ação dos particulares.

Por se tratar de mecanismo de intervenção, as razões que tradicionalmente justificam a regulação são as mesmas que, de forma mais ampla, justificam a atuação do Estado na organização econômica e social, tradicionalmente associadas às já mencionadas falhas de mercado ou ao interesse público inerente à atividade ou setor objeto da regulação.

O mercado de valores mobiliários constitui campo de tal modalidade de intervenção estatal, seja sob a justificativa de correção das falhas estruturais a ele inerentes, seja em função do interesse público a ele associado, haja vista sua relevância, como visto, ao processo de crescimento e desenvolvimento econômico.<sup>182</sup>

A atuação do Estado, aqui, se efetiva, nos termos da classificação proposta por C. A. Sundfeld, especialmente por meio da constituição e condicionamento de direitos, na medida em que cuida, primordialmente, de estabelecer requisitos de acesso, permanência e saída, bem como padrões de comportamento, para os agentes que nele atuam,<sup>183</sup> incluídos, aqui, emissores de valores mobiliários, investidores, intermediários, entidades administradoras de mercado, entidades de compensação a liquidação, depositários centrais etc.

É nesse contexto que se fixam, na esfera legal e infralegal, os requisitos estruturais, organizacionais e informacionais aplicáveis àqueles que pretendem utilizar-se do mercado de valores mobiliários para proceder à captação de recursos a serem aplicados no desenvolvimento de determinada atividade empresarial, as normas que regem esse processo e as relações societárias ou creditícias que dele decorrem, bem como a maneira como se distribuem determinados direitos e obrigações entre os agentes que compõem essa relação.

É sobre essa parcela da regulação do mercado de valores mobiliários, que pavimenta o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, que recai o

---

<sup>181</sup> Cf. SUNDFELD, Carlos Ari. Op. cit., p. 20. Sobre essa noção, C. A. Sundfeld afirma: “*A exata compreensão da administração ordenadora demanda, assim, que fiquem evidenciados seus caracteres fundamentais: a) trata-se de exercício de função administrativa; b) voltado à organização da vida privada; c) dentro da relação genérica; d) com a utilização do poder de autoridade.*” (SUNDFELD, Carlos Ari. Op. cit., p. 20).

<sup>182</sup> Cf. PITTA, André Grünspun. (2013a). Op. cit., p. 49.

<sup>183</sup> Cf. YAZBEK, Otavio (2009). Op. cit., p. 185.

presente estudo.<sup>184</sup>

### 2.7.2 Formação de capital e proteção dos investidores

Reconhecer que a contribuição do Direito ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários está associada à existência de um arcabouço legal equilibrado, que simultaneamente estabeleça mecanismos eficientes para a promoção da adequada proteção aos investidores e apto a auxiliar no processo de formação de capital pelas sociedades empresárias leva a uma importante discussão relativa à regulação eficiente desses mercados, haja vista os desafios associados à harmonização dessas duas condições imperativas ao seu desenvolvimento.

A promoção da formação de capital e a proteção aos investidores constituem objetivos declarados da regulação do mercado de valores mobiliários, constituindo seus principais mandatos regulatórios.<sup>185</sup> A harmonização desses dois mandatos, entretanto, é

---

<sup>184</sup> Essa faceta da regulação é tradicionalmente qualificada como regulação de condutas, por meio da qual são estabelecidos obrigações e procedimentos a serem observados para os agentes econômicos no contexto das relações concretas estabelecidas em mercado. A cerca de tal qualificação, em contraste com as demais modalidades de regulação – sistêmica e prudencial – O. Yazbek destaca: “A regulação de condutas é aquela que estabelece obrigações ou procedimentos para os agentes nas suas relações concretas, outorgando proteção aos diferentes tipos de clientes (conforme o grau de especialização destes) ou de contrapartes das instituições. Em tal modalidade são adotados, predominantemente, regimes prescritivos, autorizando ou proibindo determinadas práticas ou determinando procedimentos (...). A regulação sistêmica, por sua vez, é voltada para a proteção do sistema financeiro como um todo e, de forma reflexa, para a proteção das atividades não-financeiras dele dependentes, adotando mecanismos de “conformação” do mercado. Assim, tal regulação envolve a criação de “redes de proteção” ou de mecanismos de “blindagem” destinados a permitir a administração das crises ou a resolução de problemas, impedindo o seu alastramento. (...) A criação daqueles mecanismos de proteção sistêmica, porém, pode estimular as instituições que operam no mercado a assumir maiores riscos ou a reduzir seus mecanismos internos de controle, em um outro caso de ‘moral hazard’. É da necessidade de evitar esse efeito e de assegurar a confiabilidade do sistema a partir da higidez dos que nele operam que nasce a regulação prudencial.” (YAZBEK, Otavio (2009). Op. cit., p. 193-194).

<sup>185</sup> A promoção da formação de capital e da proteção dos investidores constituem efetivos mandatos regulatórios do mercado de valores mobiliários brasileiro, nos termos do artigo 4º, I, II e IV da Lei nº 6.385/76. Esses dois elementos também integram o mandato do regulador do mercado de valores mobiliários norte americano, conforme *Section 3(f)* do *Securities Exchange Act* de 1934. : “Whenever pursuant to this title the Commission is engaged in rulemaking, or in the review of a rule of a self-regulatory organization, and is required to consider or determine whether an action is necessary or appropriate in the public interest, the Commission shall also consider, in addition to the protection of investors, whether the action will promote efficiency, competition, and capital formation.” No caso brasileiro, esses mandatos foram, também, expressamente reconhecidos no bojo do Voto nº 426 de 21 de dezembro de 1978 do Conselho Monetário Nacional, que aprovou os fundamentos e princípios da regulação do mercado de valores mobiliários, quando do início do funcionamento da CVM: “3. Mercado eficiente. Considera-se como objetivo permanente a ser perseguido pelas autoridades na regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, a constante busca de maior eficiência. É do interesse público a existência de um mercado eficiente, seja tanto no plano alocacional quanto no plano operacional. Assim, sua organização deve permitir que as poupanças dirijam-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco, e que as transferências desses recursos se realizem aos menores custos possíveis. (...) 6. Proteção ao Investidor. Com vistas a manter a confiabilidade do mercado e visando a atrair um contingente cada vez maior de pessoas, há necessidade de um tratamento equitativo a todos os que dele participam, devendo dar-se

muitas vezes apresentada de modo conflitante.

A adequada proteção dos investidores, conforme ressaltado por L. Porta et al.,<sup>186</sup> é tradicionalmente aferida a partir de duas dimensões, associadas às regras protetivas de que dispõe o arcabouço jurídico e aos mecanismos que lhe conferem concretude e efetiva aplicação (*enforcement*).

Essas regras, genericamente, estabelecem (i) determinados requisitos aplicáveis àqueles que almejam captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários (tanto no momento de seu ingresso no mercado, durante sua permanência, como no momento de sua saída); (ii) a outorga de determinados direitos àqueles que disponibilizam seus recursos na forma de investimento; e (iii) a imposição de determinados deveres e padrões de conduta a todos os agentes que atuam no mercado de valores mobiliários, seja no âmbito das relações societárias e creditícias que por meio dele se estabelecem, das transações havidas em mercado secundário, ou no contexto do relacionamento entre clientes e intermediários.

No campo dos requisitos impostos aos que pretendem captar recursos por meio dos mecanismos típicos do mercado primário de valores mobiliários, destacam-se aqueles de natureza informacional, que impõem obrigações de divulgação de um conjunto vastíssimo de informações como pré-condição à captação da poupança popular, bem como para a posterior negociabilidade dos valores mobiliários em mercados secundários (em bases periódicas e eventual), que são tradicionalmente reputados como a principal ferramenta de proteção do investidor.

A premissa subjacente a essa lógica, como sabido, é a de que, munidos dessas informações, os investidores poderão avaliar corretamente os fundamentos econômicos dos valores mobiliários ofertados e negociados, subsidiando o seu processo de tomada de decisão quanto à sua compra, venda ou manutenção.<sup>187</sup>

Ademais, para além das obrigações informacionais, a proteção dos investidores está também associada ao estabelecimento de requisitos estruturais e organizativos aplicáveis àqueles que buscam recursos por meio do mercado de valores mobiliários, relacionados, por

---

*destaque especial ao investidor individual.*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979, p. 4-5).

<sup>186</sup> Cf. LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. (1998).

<sup>187</sup> Cf. PITTA, André Grünspun Pitta (2013a). Op. cit., p. 95. Importante ressaltar que o regime de divulgação obrigatório de informações desempenha, também, outras funções relevantes, inclusive em relação à administração dos potenciais conflitos de agência que se estabelecem no âmbito do mercado de valores mobiliários. Para uma análise dessas diversas funções, ver PITTA, André Grünspun Pitta (2013a). Op. cit., p. 95-108.

exemplo, à adoção de uma determinada forma societária e estrutura administrativa, bem como à atribuição de determinados direitos individuais ou coletivos que decorrem de sua condição de investidor de mercado, em oposição, nesse caso, àqueles que estão à frente da condução das atividades da empresa investida.

Evidente que esse conjunto de regras destinadas a promover a proteção dos investidores podem representar, em contrapartida, relevantes restrições àqueles que pretendem captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários.

A primeira associação feita a esse respeito refere-se, naturalmente, aos custos, diretos e indiretos, associados ao cumprimento desse conjunto de regras, notadamente às de natureza informacional.<sup>188</sup>

Ademais, esse regime impõe, também, importantes restrições à liberdade dos agentes econômicos que buscam por meio do mercado de valores mobiliários recursos para a realização de determinada atividade, em função de certas prescrições que tocam aspectos fundamentais da organização da respectiva empresa, associadas, especialmente, à alocação de direitos políticos e econômicos entre seus diversos participantes, à definição de sua estrutura decisória e administrativa e ao regime de destinação de seus resultados.<sup>189</sup>

Inegável, portanto, que em determinados casos, tais obrigações ou limitações podem impactar negativamente (ou até mesmo inviabilizar) o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, em função de todos os custos diretos e indiretos delas decorrentes.

Por outro lado, verifica-se que as medidas que tradicionalmente são associadas ao incentivo à formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários estão inseridas no âmbito de processos de abrandamento regulatório,<sup>190</sup> ligados especialmente à concessão de determinadas dispensas ou instituição de regimes mais flexíveis (ou menos rigorosos) para a captação de recursos por meio desse mercado, ainda que mediante certas contrapartidas ou limitações (e.g. limitações ou restrições em relação ao volume financeiro das operações, ao perfil dos investidores que delas participam, a maneira como o esforço de venda dos valores mobiliários é feito junto ao público investidor, ou em consideração ao porte ou estágio de desenvolvimento da respectiva empresa).

---

<sup>188</sup> Para uma avaliação dos custos diretos e indiretos associados ao cumprimento das obrigações informacionais, ver PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 171-173.

<sup>189</sup> Conforme será explorado, em detalhe, no Capítulo 3 do presente trabalho.

<sup>190</sup> Ou “desregulamentação” em tradução da expressão por meio do qual tais iniciativas ficaram conhecidas (*deregulation*).

Fica evidenciada, portanto, as razões pelas quais os objetivos de promoção da proteção dos investidores e de incentivo à formação de capital, ao serem concretizados em medidas legais e regulatórias efetivas (de regulamentação ou “desregulamentação”, respectivamente), eclodem um aparente conflito.

Por um lado, a excessiva flexibilidade em relação às regras relativas ao acesso e permanência no mercado de valores mobiliários por parte daqueles que almejam buscar recursos para o financiamento de sua atividade pode implicar riscos à proteção daqueles que disponibilizaram seus recursos para tanto – o que evidentemente é prejudicial ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários –, uma vez que as tais iniciativas político-regulatórias, recorrentes em se tratando de incentivar a formação de capital, tradicionalmente embutem uma filosofia de liberdade, flexibilidade e dispensa de requisitos, que geram, em contrapartida, uma percepção de menor nível de informação disponível no mercado ou de incremento do risco de ocorrência de desvios ou operações fraudulentas, que passarão ao largo do escrutínio do regulador.<sup>191</sup>

Em contrapartida, o rigor das regras pretensamente impostas com o objetivo de promover a proteção dos investidores, pode, especialmente quando mal calibradas, impactar negativamente (ou até mesmo inviabilizar) o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, especialmente por parte das empresas que, não obstante necessitem de recursos para o desenvolvimento de suas atividades, não conseguem, ou simplesmente não desejam (porque não justificável sob uma ótica de custos e benefícios) submeter-se a tais requisitos.<sup>192</sup>

---

<sup>191</sup> A esse respeito, não se pode deixar de registrar a visão daqueles que consideram tal abordagem como indesejável. Nesse sentido, S. Cerezetti afirma: “(...) a estruturação de um mercado de acesso faz com que se retome a discussão acerca do ponto adequado de rigor regulatório quanto ao sistema financeiro. Isso porque, se exigências mais suaves para listagem podem acarretar elevadas participações de novos emissores, a falta de um aparato suficiente capaz de induzir confiança pode despertar, na outra ponta, tão somente um interesse especulativo. Considerando experiências estrangeiras, não parece ser recomendável que o propósito de facilitar o acesso justifique sacrifícios regulatórios elevados, em especial em termos de proteção a investidores. Como visto acima, algumas medidas são essenciais para permitir verdadeira participação de novos investidores, e não devem ser esquecidas. Não obstante a enorme dificuldade de encontrar um ponto de equilíbrio entre a facilidade de acesso, mediante estrutura normativa menos rígida, e o estímulo de liquidez, promovido por regulação mais exigente, 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, sob pena de, ao se optar pela flexibilização de regras protetivas mínimas, abrir a porta do mercado de um lado e fechar a do outro. Ou, ainda, de permitir, também nesse mercado, a manutenção das já referidas estruturas concentradoras.” (CEREZETTI, Sheila Cristina Neder. Op. cit., p. 222-223).

<sup>192</sup> Nesse sentido, J. Armour et al., também em estudo empírico destinado a avaliar os efeitos dos mecanismos de proteção a investidores ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários – medido a partir de seus níveis de liquidez – apontam que determinadas intervenções legais destinadas a fortalecer esse regime de proteção podem ter surtido efeito oposto, impactando negativamente o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, justamente por conta dos custos diretos e indiretos decorrentes: “*There are a number of reasons*

Assim, a perseguição desses dois fundamentais mandatos regulatórios do mercado de valores mobiliários se apresenta, muitas vezes, na forma de um *trade-off* regulatório, no qual se privilegia a formação de capital em detrimento da adequada proteção dos investidores, ou o inverso.<sup>193</sup>

Consequentemente, o balanceamento desses dois elementos constitui um dos maiores desafios impostos aos responsáveis pela elaboração e execução da política regulatória do mercado de valores mobiliários, sendo condição fundamental para seu desenvolvimento,<sup>194</sup> e esta reflexão (e a dificuldade a ela inerente) é marcante diante de quaisquer iniciativas regulatórias voltadas deliberadamente a promover a formação de capital.<sup>195</sup>

---

*why an increase in legal protection of shareholder interests might not straightforwardly enhance financial development as measured by the level of stock market activity. One is that the law, in conferring additional protections on shareholders, may be counterproductive. Our index is meant to capture the strength of laws and functionally equivalent rules protecting shareholders. A score of 1, indicating maximum protection at the level of the formal rules, is not necessarily one that translates into optimal regulation for shareholders in practice. Laws purporting to protect shareholder interests may not have their intended effect, in particular where they are perceived by managers as imposing unnecessary costs. It is recognized that corporate governance reforms can be "too much of a good thing" (Bruno & Claessens 2007). A perception of excessive regulation can lead to de-listings, as appears to have been the case with the Sarbanes-Oxley Act (Litvak 2007). This is an explanation that is consistent with our finding of a negative relationship between the level of shareholder protection and the number of listed companies per million of population, and merits further exploration in particular country contexts." (ARMOUR, John; DEAKIN, Simon; SARKAR, Prabirjit; SIEMS, Mathias; SINGH, Ajit. Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis. *Journal of Empirical Legal Studies*. Itaca: Cornell Law School and Wiley Periodicals, Inc., v. 6, n. 2, 2009, p. 374).*

<sup>193</sup> Neste sentido, sobre esse *trade-off*, R. Thompson e D. Langevoort afirmam: "*Securities regulation has long balanced these two goals, though rarely with much candor as to the trade-offs. Sometimes these interests coincide by most accounts, there is a baseline of regulation that efficiently lowers the cost of capital, benefiting both-but other times not. We have no problem with making these trade-offs more candid, which takes us to the task of identifying the costs and benefits associated with securities regulation.*" (LANGEVOORT, Donald C; THOMPSON, Robert B. 'Publicness' in Contemporary Securities Regulation after the JOBS Act. *Georgetown Law Journal* – Georgetown Law and Economics Research Paper No. 12-002, 2013, p. 340, Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1984686>>. Acesso em: 15 maio 2015).

<sup>194</sup> Neste sentido, F. Friedman e C. Grose afirmam: "*It is desirable to promote a program that will permit relevant actors in public and private sectors to move in the same direction at the same time over a reasonable timeframe that adapts to the current circumstances. It is a matter of balancing the desire to foster entrepreneurial activity against the need to adequately protect investors in the primary market. It may also be relevant to consider regional differences where laws are to be harmonized to promote regional initiatives and ensure that new rules will dovetail readily with the rules of nearby markets where linkages or alliances are likely to be forged in the future.*" (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 8).

<sup>195</sup> Como ocorreu, inclusive, no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, quando da edição do *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)* em abril de 2012. Na ocasião, as medidas voltadas deliberadamente a promover a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários foram entendidas excessivas pela SEC, colocando em risco a proteção dos investidores. O episódio motivou, inclusive, a atuação do regulador perante o parlamento norte-americano, apontado os riscos à proteção aos investidores que poderiam decorrer do texto legal, caso aprovado. A esse respeito, a então presidente da SEC, em carta enviada ao Senado Federal norte-americano, afirmou: "*The mission of the Securities and Exchange Commission is three-fold: protecting investors; maintaining fair, orderly and efficient markets; and facilitating capital formation. Cost-effective access to capital for companies of all sizes plays a critical role in our national economy, and companies seeking access to capital should not be hindered by unnecessary or overly burdensome regulations. At the same time, we must balance our responsibility to facilitate capital formation with our obligation to protect investor and our markets. Too often, investors are the target of fraudulent*

Essa percepção de conflito associa-se, evidentemente, a determinados conceitos e premissas arraigadas à cultura regulatória do mercado de valores mobiliários, acerca do que efetivamente significa proteger os investidores que alocam sua poupança em investimento no âmbito desse mercado.

Não obstante a política regulatória do mercado de valores mobiliários, escorada em grande medida no regime informacional obrigatório, seja festejada justamente por, em tese, não tolher a liberdade de agir dos investidores (desde que criadas determinadas condições reputadas essenciais à sua tomada de sua decisão),<sup>196</sup> a aplicação desse princípio revela, muitas vezes, uma faceta bastante paternalista da regulação desse mercado.<sup>197</sup>

Não raro essa liberdade de agir é retirada, de maneira automática e por completo, em

---

*schemes disguised as investment opportunities. As you know, if the balance is tipped to the point where investors are not confident that there are appropriate protections, investors will lose confidence in our markets, and capital formation will ultimately be made more difficult and expensive. While I recognize H.R. 3606 is the product of bipartisan effort designed to facilitate capital formation and includes certain promising approaches, I believe that there are provisions that should be added or modified to improve investor protections that are worthy of the Senate's consideration.*" (SCHAPIRO, Mary. Letter from Mary L. Schapiro, Chairman, SEC, to U.S. Senators Tim Johnson & Richard C. Shelby I (Mar. 13, 2012). Disponível em: <[http://www.aicpa.org/advocacy/issues/downloadabledocuments/404b/3-13-12\\_secchmschapimlattertojohnson.pdf](http://www.aicpa.org/advocacy/issues/downloadabledocuments/404b/3-13-12_secchmschapimlattertojohnson.pdf)>. Acesso em: 14 maio 2016). Nesse sentido, sobre a adoção do JOBS Act nos Estados Unidos, R. Thompson e D. Langevoort afirmam: "Loosening up on the securities laws' regulatory burdens was the chosen legislative solution, demonstrating a political willingness to trade-off some level of investor protection in order to promote capital formation and its hoped-for payoff, job creation." (THOMPSON, Robert B; LANGEVOORT, Donald C. *Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital-Raising*). Georgetown Public Law Research Paper No. 12-119; Georgetown Law and Economics Research Paper No. 12-031, 2012, p. 1. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2132813>>. Acesso em: 11 jun. 2015).

<sup>196</sup> A esse respeito, sobre a abordagem regulatória predominante no mercado de valores mobiliários norteamericano, R. Clark afirma: "The Securities Act does not attempt to prevent people from making and acting on their own judgments about which investment are desirable. The SEC will not refuse to let a registration statement become effective on the ground that the securities are overpriced, or that the investment is too risky for the average investor, or that the issuer's business plan are harebrained. Nor does SEC produce rating of securities or otherwise pass on their merits for the guidance of potential investors. It simply requires disclosure of certain kinds of information as a precondition to the public offering and sale of securities. Its goal is to mitigate imperfections in the securities markets by making it easier for participants to engage in informed decision making." (CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Law & Business, 1986, p. 720).

<sup>197</sup> Sobre essa abordagem paternalista da regulação do mercado de valores mobiliários, S. Kim afirma: "Federal securities regulation contains paternalistic features even though the law on its face appears to adopt a non-paternalistic, investor-empowering, disclosure-oriented approach. For example, no investor can be given the opportunity to purchase a security unless the issuer of the security has filed a registration statement with the Securities and Exchange Commission (SEC). Even if the investor would like to buy the security, the law forbids the purchase until the SEC has had the chance to review the filed registration statement and approve its content, a review process that can take a significant period of time. Without the requisite filing of the registration statement, no one can even be offered the security, let alone agree to purchase it. The law interferes with investors' freedom to buy securities that have not been successfully registered out of concerns that investors may make uninformed and unwise investment decisions without the benefit of the SEC's watchful eye over the disclosure of information about those securities ." (KIM, Susanna. *Paternalism and Securities Regulation*. *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, Forthcoming; Chapman University, Fowler Law Research Paper No. 15-08, 2015, p 11. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2593966>>. Acesso em: 20 jun. 2015).



determinadas situações em que, abstratamente, consideram-se ausentes aquelas condições mínimas necessárias para a correta tomada de decisão, ainda que seja do desejo do investidor correr, deliberadamente, todos os riscos inerentes a essa situação (e.g., proceder com o investimento mesmo sabendo que não existem informações suficientes disponíveis).

Nesse sentido, a regulação do mercado de valores mobiliários muitas vezes adota como estratégia, ainda que complementar ou subsidiária, de proteção do investidor a limitação de sua liberdade de ação e, conseqüentemente, de suas alternativas de investimento, de modo que apenas lhe é franqueada a alternativa de investir quando asseguradas aquelas condições, requisitos ou direitos mínimos (sobre os quais o investidor, muitas vezes, sequer pode barganhar, ainda que em prol de maiores retornos) e a disponibilidade de certo nível de determinadas informações.

Na ausência desses elementos, restam, sob a perspectiva de política regulatória, tradicionalmente duas alternativas: (i) impede-se a utilização do mercado de valores mobiliários por parte daquelas empresas que, embora necessitem de recursos, não estão aptas ou dispostas a cumprir com todo esse aparato regulatório; ou (ii) impede-se, em determinados contextos, o engajamento de determinados tipos de investidores, considerados menos sofisticados (ou seja, não dotados de expertise suficiente), em função do risco incremental representado pelo fato de a empresa envolvida em determinado processo de captação de recursos atuar em um espectro em que se beneficia de determinadas dispensas ou de maior flexibilidade regulatória, ainda que isso represente retirar desses investidores a alternativa de, conscientemente, participar de determinados investimentos com enorme potencial de rentabilidade, a despeito dos riscos majorados envolvidos.<sup>198</sup>

Ou seja, a regulação do mercado de valores mobiliários, como estratégia de tutela da proteção aos investidores, muitas vezes utiliza-se de regras cujo objetivo principal é impedir que tais investidores assumam, ainda que conscientemente, determinados riscos que o Estado considera inadequados, protegendo-os de decisões de investimento que podem, na visão da autoridade, lhe ser prejudiciais no longo prazo.<sup>199</sup>

---

<sup>198</sup> Cf. RODRIGUES, Ushua. Securities Law's Dirty Little Secret. *Fordham Law Review*. New York: Fordham University, v. 81, 2013, p. 3389–3427. Nesse sentido, U. Rodrigues afirma: “*In the name of investor protection, investors have been harmed by being sidelined.*” (RODRIGUES, Ushua. Op. cit., p. 3417).

<sup>199</sup> Cf. KIM, Susanna. Op. cit., p. 3. Nesse sentido, a referida autora afirma: “*All of these paternalistic securities rules are designed in part to protect investors from their own folly. Investors might be ill-informed, foolish, short-sighted, irrationally exuberant, manipulated by issuers and brokers, or just gambling their money away. The securities rules provide a safety net to protect investors from their own poor decision-making processes. However, investors may not want a safety net. They may resent protectionist measures that prevent them from making their own choices and living with the consequences. Our culture places a high value on autonomy and*

Curioso notar, ainda, que essa estratégia – que tem como objetivo, ainda que velado, o intuito de protegê-los contra si próprios (e sua ignorância inerente)<sup>200</sup> – apesar de marcante no âmbito do mercado de valores mobiliários, não se faz presente com relação a uma série de outras relações de natureza econômica, que envolvem riscos iguais ou até superiores, em comparação com o investimento no mercado de valores mobiliários.

Significa dizer que o mesmo indivíduo que pode contrair financiamentos para adquirir veículos ou imóveis em valores astronômicos que superam em muito sua capacidade financeira (como ficou evidente, no contexto norte-americano, no bojo da crise financeira de 2008) ou que podem gastar todos os recursos poupados durante sua vida em jogos de azar ou bilhetes de loteria, sem qualquer interferência flagrante do Estado, está muitas vezes impossibilitado de dispor de sua poupança em determinados investimentos no âmbito do mercado de valores mobiliários,<sup>201</sup> em função do excessivo risco a eles inerentes, segundo critérios impostos pelo próprio Estado.

Essa supervalorização da limitação da liberdade agir enquanto ferramenta protetiva dos investidores em mercado pode acabar, em contrapartida, diminuindo a relevância daquele que deveria, ao menos em tese, constituir o elemento central de uma política regulatória apta a satisfazer o mandato regulatório associado à proteção dos investidores: a existência de elementos capazes de viabilizar a adequada aplicação (*enforcement*) das regras que conformam o mercado de valores mobiliários, de modo a conferir concretude e

---

*individual responsibility. As such, it is important to question the justifications for paternalism and identify the disadvantages of paternalistic policies.*” (KIM, Susanna. Op. cit., p 14).

<sup>200</sup> A esse respeito, afirma M. Friedman: “*Freedom is a tenable objective only for responsible individuals. We do not believe in freedom for madmen or children. The necessity of drawing a line between responsible individuals and others is inescapable, yet it means that there is an essential ambiguity in our ultimate objective of freedom. Paternalism is inescapable for those whom we designate as not responsible.*” (FRIEDMAN, Milton. Op. cit., p. 33).

<sup>201</sup> Cf. KIM, Susanna. Op. cit., p. 39. Sobre o tratamento diferenciado conferido ao mercado de valores mobiliários em comparação a outros mercados ou atividades que podem, também, representar a assunção de severos riscos financeiros, S. Banner afirma: “*More fundamentally, we are still living in the shadow of a decision made, collectively and incrementally, by the English legislators and judges of the eighteenth century and then again by the American legislators and judges of the late eighteenth and early nineteenth centuries, to treat securities in some respects like older forms of property but in other respects like an entirely new entity. Many of the legal rules governing the transfer of older forms of property – the various doctrines pertaining to contracts, the law of usury, the law of gambling, and so on – could be applied to securities without much conscious thought as to the categorization of securities as property. But the perceived differences between securities and older kinds of property, especially the enhanced ability of sellers to manipulate prices and otherwise deceive buyers, led English and then American regulators gradually to develop special statutory schemes targeted only at the transfer of securities. These schemes have grown significantly more complex in the twentieth century, giving rise to a specialized segment of the bar that did not exist beforehand, but the idea of separate regulation seems natural to twentieth-century lawyers largely because it is by now so old.*” (BANNER, Stuart. *Anglo-American Securities Regulation – Cultural and Political Roots, 1690-1860*. New York: Cambridge University Press, 1998, p. 283).

tangibilidade a essa proteção.

A efetiva proteção dos investidores é melhor garantida não pela limitação da liberdade dos agentes econômicos, mas pela introdução de mecanismos aptos a garantir a concretude e a aplicação (*enforcement*) das normas jurídicas, gerais ou específicas, que organizam e estruturam o mercado de valores mobiliários, e que permitam, inclusive, a adequada reparação de eventuais danos experimentados em função de atos antijurídicos.<sup>202</sup>

Assim, mais importante do que limitar as alternativas de acesso e utilização do mercado de valores mobiliários (e, reflexamente, as alternativas de investimento à disposição dos investidores) como forma de garantir adequada proteção daqueles que aplicam sua poupança no financiamento da atividade empresária, é garantir a concretude dessa proteção por meio de mecanismos aptos a combater condutas indesejáveis no ambiente de mercado.

Na ausência de tais mecanismos, todavia, qualquer flexibilização regulatória voltada a fomentar o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários acaba por ser enxergada como capaz de pôr em risco a adequada proteção de investidores, haja vista a dificuldade de sancionar, a contento, eventuais desvios, ou promover a devida reparação dos danos causados.

E a mitigação de tal risco, como dito, é usualmente perseguida por meio daquela estratégia calcada na limitação da liberdade de atuação dos agentes econômicos. Significa dizer, reconhecendo que os desvios dificilmente serão punidos a contento, sacrifica-se a liberdade dos agentes que atuam no âmbito do mercado de valores mobiliários, travestindo, tal restrição, de medidas preventivas destinadas à proteção dos investidores, e que, quando

---

<sup>202</sup> Nesse sentido, observa K. Dam afirma: “*If it is true, as concluded earlier in this book, that enforcement is more important to the rule of law than the details of substantive law, then the United States is not just a public exponent of the rule of law but actually relies internally on the rule of law, at least in the financial sector.*” (DAM, Kenneth. Op. cit., loc. 2358). Sobre a importância do *enforcement* no contexto do arcabouço destinado a promover a proteção dos investidores, K. Pistor et al. afirmam: “*Past experience with legal reforms suggests that improvements in the law on the books are frequently ignored as prevailing policies render the law on the books meaningless, countries lack the resources and/or capacity to ensure effective law enforcement, or economic agents distrust the formal legal system that is administered and enforced by the state (Berkowitz, Pistor and Richard, 1999; Pistor and Wellons, 1999; Trubek and Galanter, 1974). Assessments of the legal environment in transition also tend to conclude that the quality of law enforcement is at least as important as the extensiveness of the law (e.g. EBRD, Transition Reports, 1997-99). Thus, while the law may be relevant for corporate governance and enterprise finance in transition, it is a priori not clear whether legislative reforms produce the desired effect in the absence of more far-reaching reforms to legal institutions and the judicial process. We provide a tentative analysis of the relative weights of the law and law enforcement, or “legality” as we will refer to it below, for enterprise finance. The experience of transition so far confirms that legality is the more important of the two.*” (PISTOR, Katharina; RAISER, Martin; GELFER, Stanislav. Law and finance in transition economies. *Economics of Transition*. Hoboken: Blackwell Publishers, v. 8, 2000, p. 328).

mal calibradas, podem comprometer a funcionalidade do mercado.

A obsessão pelo discurso de que o aumento do grau de proteção dos investidores, especialmente quando buscada por meio da imposição de limitação a liberdade dos agentes, é a única mola mestra do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários deve, também, ser repensada. A avaliação do desenvolvimento histórico dos mercados de valores mobiliários mais ativos do mundo, notadamente o inglês e o norte-americano, indica que sua atividade aflora em um ambiente de grande liberdade, anteriormente, inclusive, à instituição de um regime legal deliberadamente voltado a garantir a proteção dos investidores, que surge, posteriormente, como uma consequência do crescimento desse mercado.<sup>203</sup>

Ademais, evidente que a defesa de um maior prestígio ao mandato regulatório associado à formação de capital das sociedades empresárias embute filiação a uma visão favorável à valorização da autonomia privada – e conseqüentemente mais restritiva em relação aos propósitos da intervenção do Estado nesse campo – assumindo que determinadas limitações impostas aos agentes econômicos que atuam no mercado de valores mobiliários, sob a justificativa da proteção dos investidores e com o objetivo de prevenir ou coibir potenciais desvios de conduta, correm o risco de se prestar a, em verdade, inibir a ação legítima daqueles que desejam utilizar os mecanismos do mercado de valores mobiliários

---

<sup>203</sup> Nesse sentido, observa . K. Dam afirma: “*Important as securities regulation is today to the continued expansion of securities markets, it is certainly true that extensive securities markets can form without such regulation. In fact, securities markets blossomed in the United States and Britain in the nineteenth and early twentieth centuries before modern securities regulation was introduced. But unregulated securities markets are vulnerable to various forms of manipulation and abuse. The very growth of securities markets thus gave rise to a constituency of stockholders and securities-related firms that supported or even sought regulation to protect their acquired wealth and business interests in a well-functioning functioning market.*” (DAM, Kenneth. Op. cit., loc. 2367). Sobre essa evolução no mercado de valores mobiliários norte-americano, C. Milhaupt e K. Pistor afirmam: “*In the United States, for example, we observe the emergence of minority shareholder protection rules at the state and federal levels in the first two decades of the twentieth century (Pistor et al. 2002), a time when the ownership structure of firms was shifting from a concentrated to a highly dispersed form (Berle and Means 1932). The demand for better protection of minority investors' rights triggered a series of legislative interventions at the state level, as well as federal intervention after the stock market crash of 1929 (Mahoney 2001b). The demise of concentrated ownership and the diminished reputation of major financial institutions as a result of the crisis in the late 1920s undermined the banks' bargaining power and facilitated this change (Roe 1990). In the United Kingdom-the mother country of the common law-changes in the ownership structure of firms occurred later and never to the same extent as in the United States. Not surprisingly, legal change lagged behind as well, and important aspects of corporate governance continue to deviate from the U.S. model (Black and Coffee 1994).*” (MILHAUPT, Curtis J.; KATHARINA Pistor. Op. cit., loc. 2314-2318). Em visão contrária, S. Cerezetti afirma: “*Há que se afastar considerações simplistas fundadas na crença de que a eficiência econômica, nos termos do teorema de Pareto, deve ser tratada como objetivo principal e pode ser alcançada mediante soluções de plena liberdade de mercado. Nesse sentido, acredita-se que a perspectiva de desregulamentação e liberalização não são suficientes para permitir que o sistema financeiro e, mais especificamente, o mercado de capitais promovam adequada alocação de capital e contribuam para o desenvolvimento econômico.*” (CEREZETTI, Sheila Cristina Neder. Op. cit., p. 191).

para viabilizar efetivamente o desenvolvimento da atividade produtiva.<sup>204</sup>

## 2.8 MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E OS ESTÁGIOS DE EVOLUÇÃO DA EMPRESA

Antes de proceder à análise das estruturas legais e regulatórias que conformam o processo de formação de capital, é fundamental estabelecer outra premissa de grande relevo, qual seja, de que o mercado de valores mobiliários, em sua vertente alocativa, deve dispor de mecanismos aptos a prover capital às empresas em seus mais variados estágio de desenvolvimento, a partir de soluções e mecanismos aptos a capturar e atender suas demandas e particularidades nesses diversos estágios.

Existem, tanto na literatura<sup>205</sup> como nos próprios ordenamentos jurídicos, diversos métodos de classificação das empresas em função de seu porte. Trata-se de classificação baseada primordialmente em critérios objetivos e quantitativos, associados à receita ou ao patrimônio líquido da empresa, por exemplo.

É nesse contexto que surge, por exemplo, a tradicional distinção entre micro, pequenas, médias e grandes empresas.<sup>206</sup>

Embora o mercado de valores mobiliários seja costumeiramente associado às grandes companhias abertas, listadas em bolsas de valores, com milhares de acionistas e responsáveis por captações bilionárias, é inegável sua fundamental importância no processo de capitalização daquelas que ainda não atingiram tal estágio.

Em verdade, as empresas em estágios menos desenvolvidos (por exemplo, empresas nascentes ou iniciantes), muitas vezes engajadas em empreendimentos absolutamente inovadores, são, em diversas ocasiões, aquelas que mais necessitam e que encontram maior dificuldade em obter os recursos necessários à execução de seus planos. Ademais,

---

<sup>204</sup> Nesse sentido, conforme afirma M. Friedman: “*The liberal conceives of men as imperfect beings. He regards the problem of social organization to be as much a negative problem of preventing "bad" people from doing harm as of enabling "good" people to do good; and, of course, "bad" and "good" people may be the same people, depending on who is judging them.*” (FRIEDMAN, Milton. Op. cit., p. 12).

<sup>205</sup> Para uma síntese das classificações constantes da literatura, ver DYAS, Garteh P.; THANHEISER, Heinz T. *The Emerging European Enterprise – strategy and structure in French and German industry*. London: McMillan, 1976, p. 8-23.

<sup>206</sup> Trata-se, por exemplo, do critério adotado pela Lei Complementar nº 123/06, segundo a qual é considerada microempresa aquela que auferir, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (artigo 3º, I) e empresa de pequeno porte aquela que auferir, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 360.000,00 e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00 (artigo 3º, II). No âmbito da União Europeia, a *EU Recommendation 2003/361* considera como (i) microempresa, aquela que possua (a) menos de 10 funcionários; e (b) receita ou patrimônio líquido igual ou inferior a EUR 2 milhões; (ii) pequena empresa, aquela que possua (a) menos de 50 funcionários; e (b) receita ou patrimônio líquido igual ou inferior a EUR 10 milhões; e (iii) média empresa, aquela que possua (a) menos de 250 funcionários; e (b) receita igual ou inferior a EUR 50 milhões ou patrimônio líquido igual ou inferior a EUR 43 milhões.

considerando as principais funções econômicas do mercado de valores mobiliários, incentivar a formação, desenvolvimento, expansão e consolidação da empresa, inclusive em seus estágios iniciais, tal constatação parece bastante intuitiva.

Entretanto, conforme explorado acima, o regime legal e regulatório que conforma o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários impõe uma série de limitações à liberdade dos agentes envolvidos, bem como vasta gama de custos diretos e indiretos, decorrentes de requisitos informacionais e estruturais exigidos daqueles que buscam promover a captação da poupança popular por meio desse mercado. E os impactos desse regime (e os benefícios dele decorrentes) são absolutamente distintos, a depender do estágio de evolução da empresa envolvida.

Dessa forma, de modo a viabilizar de maneira plena a função alocativa do mercado de valores mobiliários, o processo de formação de capital deve se estruturar a partir de um regime flexível, seja em termos da pluralidade de mecanismos de acesso ao mercado, seja em termos de sua adaptabilidade, de modo a contemplar as necessidades das empresas em seus diversos estágios de evolução.<sup>207</sup>

Na ausência dessa abordagem, o estabelecimento de um arcabouço único e indistinto de acesso ao mercado de valores mobiliários para quaisquer empresas que pretendam utilizá-lo com o intuito de obter os recursos necessários ao financiamento de suas atividades resultará em um regime discriminatório e excludente, em que a formação de capital passa a ser uma alternativa apenas para aqueles que já atingiram um grau consolidado de maturidade (e, conseqüentemente, estão aptos a cumprir por completo com todo o aparato legal e regulatório), o que, evidentemente, poderá impactar negativamente o desenvolvimento (e, portanto, o atingimento desse tal estágio de maturidade) por parte das demais.<sup>208</sup>

---

<sup>207</sup> Sobre essa necessária flexibilidade e adaptabilidade do regime de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, no contexto norte-americano, afirma o ex-*Commissioner* da SEC, D. Gallagher: “*In pursuing these reforms, the SEC must think about its capital formation regime on a big picture level. For example, we need to ask whether our system of registration requirements and exemptions therefrom, as it has evolved over the past eight decades, provides companies with an end-to-end solution for accessing the capital markets. And by end-to-end, I mean that companies at any point in their lifespan should be able to access the capital markets. The alternative is to leave growing companies entirely dependent on the vagaries of bank funding — just ask Europe how that is working.*” (GALLAGHER, Daniel M. *Whatever Happened to Promoting Small Business Capital Formation?*. US Securities and Exchange Commission, 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370542976550>>. Acesso em: 12 abr. 2015).

<sup>208</sup> A respeito dessa abordagem discriminatória, afirma D. Gallagher: “*Some take the view that companies have to be perfectly seasoned before we can expose any unaccredited investor to the risk of investing in them. In this view, companies that are not up to the standard of the largest issuers should be kept out of our most liquid markets. What is unanswered, of course, is how those companies will get the capital they need to graduate to the “big leagues.” Or why ordinary investors should be limited to investing in blue chips, rather than taking a chance on a young upstart.*” (GALLAGHER, Daniel M. *Grading the Commission’s Record on Capital*

Os governos e reguladores do mercado de valores mobiliários vêm se demonstrando sensíveis a essa necessidade, como se observa a partir de uma série de iniciativas legislativas e regulatórias deflagradas ao longo dos últimos anos com o intuito de viabilizar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários,<sup>209</sup> inclusive por meio da introdução de regimes regulatórios customizados e proporcionais, desenhados à luz das particularidades inerentes a realidade e necessidades de tais empresas.<sup>210</sup>

---

*Formation: A+, D, or Incomplete?* US Securities and Exchange Commission. Vanderbilt Law School's 17th Annual Law and Business Conference. Tennesse, 2015. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/032715-spch-cdmg.html>>. Acesso em: 12 abr. 2015).

<sup>209</sup> A esse respeito, manifestou-se o *The Growth and Emerging Markets Committee* da *International Organizations of Securities Commissions – IOSCO*, acerca da importância de o mercado de valores mobiliários manter mecanismos aptos da viabilizar a capitalização de empresas de menor porte: “SMEs are important actors in economic growth and transformation, creating positive value for the economy and contributing towards sustainable and balanced economic growth, employment and social stability. Although SMEs play an important role in economies, their access to finance is limited and has been a challenge for policy makers globally. SMEs’ access to finance varies depending on a number of factors, namely the level of development of SMEs in a particular jurisdiction, availability of finance channels, the nature of the business, management experience, marketing abilities and personal connections of the entrepreneur behind the business. At the initial stages, promoters of SMEs often rely on their own resources, which can include savings, use of personal credit cards, loans or equity provided by friends and family and loans from banks and other financial institutions can be tapped into. Further, finance can also be made available by suppliers, angel and venture capital investors. The challenging conditions SMEs face in accessing finance have been amplified as a consequence of the global financial crisis, which gave rise to current global financial reforms, including the introduction of stringent capital requirements for banks associated with Basel III. The strengthening of prudential regulation in the banking sector has the effect of reducing intermediation capacity of the banking system as banks become more risk averse when extending loans, especially to the SME sector. Therefore, it has become crucial to examine possible alternative financing channels for SMEs. Raising funds by way of an organized, transparent, orderly functioning and reliable capital market could provide an important alternative source of finance for SMEs. In addition, the emergence of alternative markets where, on the one hand, SMEs can raise funds and, on the other, investors have access to a wider array of investment opportunities, are important to foster the development of capital markets. Ensuring adequate investor protection, while at the same time establishing an effective regulatory framework that enables SMEs to access financing, is a major challenge. This is mainly due to the risky nature of investing in SMEs.” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. *SME Financing Through Capital Markets – Final Report*. The Growth and Emerging Markets Committee, 2015, p. 71-72. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2016). Cumpre destacar, inclusive, algumas iniciativas recentes realizadas no Brasil a esse respeito. Em 2012, a Comissão de Valores Mobiliários, a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a BM&FBOVESPA, a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e o Ministério de Ciência, Tecnologia e Inovação elaboraram estudo conjunto sobre a utilização do mercado de valores mobiliários por empresas pequenas e médias, a partir das experiências existentes a esse respeito em algumas jurisdições estrangeiras (Austrália, Canadá, Coreia do Sul, China, Espanha, Inglaterra e Polônia). A partir de tal estudo, a autarquia formou um comitê técnico, que formulou algumas propostas de iniciativas regulatórias, autorregulatórias e educativas voltadas a facilitar a utilização do mercado de valores mobiliários por empresas de menor porte. Dentre as propostas, destacam-se medidas voltadas a viabilizar a participação de fundos de investimento em empresas de menor porte, a instituição de um regime de ofertas públicas de distribuição de ações com esforços restritos (que será objeto de análise no item 4.3.3 a seguir) e incentivos fiscais aos investidores de companhias pequenas e médias. Para um resumo dessas iniciativas, ver PITTA, André Grünspun. Mercado de Acesso: Recentes Evoluções. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (Org.). *Finanças Corporativas – Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. São Paulo: Gen-Atlas, 2016, p. 420-429.

<sup>210</sup> Tal necessidade foi, inclusive, apontada pelo *The Growth and Emerging Markets Committee* da *International Organizations of Securities Commissions – IOSCO*, que recomendou as seguintes medidas: “Proportional regulation would lessen the regulatory burden on SME issuers, Particularly important would

Evidente, portanto, que a avaliação do regime legal e regulatório que viabiliza o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários deve contemplar que o atendimento pleno dessa função depende da existência de mecanismos flexíveis e proporcionais, capazes de favorecer a captação de recursos por empresas ao longo de todas as suas etapas de desenvolvimento.

## 2.9 EVIDÊNCIAS DA ATROFIA DO MERCADO PRIMÁRIO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO

A avaliação que se pretende conduzir acerca do arcabouço jurídico que conforma o processo de formação de capital do mercado de valores mobiliários no Brasil se justifica, ainda, diante da constatada atrofia.

A importância do mercado de valores mobiliários ao financiamento das empresas nacionais foi objeto de reconhecimento expresso no âmbito de iniciativas legais e regulatórias brasileiras desde meados da década de 1960, voltadas deliberadamente a fomentar o mercado primário. Todavia, a pouca expressividade desse mercado, em termos relativos, persiste.

As duas últimas grandes reformas estruturais do mercado de valores mobiliários brasileiro, por meio da Lei nº 4.728/65 e, posteriormente, por meio das Leis nº 6.385/76 e 6.404/76, tiveram por mote principal a revitalização desse mercado (especialmente do mercado acionário), buscando estabelecer, de formas e a partir de estratégias diversas, incentivos para investidores e empreendedores, por meio da criação de uma estrutura de mercado mais eficiente, de um modelo de sociedade por ações mais moderna, e da instituição

---

*be to increase the availability of relevant information on SMEs in order to help investors make informed decisions. Regulators should engage with stakeholders and review all current securities regulatory requirements applicable to SME issuers. They should also conduct cost-benefit and regulatory impact analyses. • Exemption from certain disclosure requirements: Certain disclosure obligations that may be of less value to SMEs should be eliminated. This in return will enable SME management to focus more on the growth of the company business, while saving it time and resources. • Create different levels of listing requirements: It could be useful to lighten listing requirements for SMEs and to lower the thresholds on minimum paid up capital, the number of years of operation and minimum free float, revenue, market capitalization, the number of public shareholders, the number of minimum shareholders, equity, paid up capital and profitability requirements. • Reducing the cost of capital: It is important to lower the registration and listing fees, both for admission to trading and for maintenance of the listing. When companies seek access to capital markets, they expect to raise capital at a reasonable cost. In this context, SMEs would benefit from the implementation of differentiated financial reporting standards. The responsibility for the review of prospectuses of companies seeking admission to SME markets could also be delegated to the Market Operator and/or NOMADs. Alternatively, IPO costs for SMEs could be covered to some extent by a governmental body, for example, the SME agency.” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (2015). Op. cit., p. 71).*



de um regulador especializado.

Todavia, não obstante a evolução do mercado de valores mobiliários ao longo dos quarenta anos que nos separam da edição das Leis nº 6.385/76 e 6.404/76, sua dimensão, sobretudo em se tratando do mercado primário, ainda está longe de ser condizente com o porte e relevância da economia brasileira.

De acordo com o *ranking* do Fundo Monetário Internacional divulgado em outubro de 2016, a economia brasileira é a nona maior do mundo, medida em função de seu Produto Interno Bruto.<sup>211</sup> Entretanto, o mercado primário de valores mobiliários brasileiro não dispõe de tamanho ou relevância proporcional.

Apesar do relativo aquecimento experimentado entre 2004 a 2011, período que ficou marcado pela grande quantidade de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, especialmente no contexto de processos de abertura de capital, não se pode ignorar que esse período foi antecedido e sucedido por estagnação nessa seara, creditada, em grande parte, ao contexto macroeconômico desfavorável a tais transações.

Entre 1995 e 2003, apenas cinco companhias brasileiras realizaram ofertas públicas iniciais de distribuição de ações no mercado de valores mobiliários brasileiro. Não obstante o aumento significativo de operações dessa natureza no período entre 2004 a 2011, no qual foram realizadas cento e trinta e oito ofertas públicas iniciais, a ele se seguiu novo período de estagnação. Entre 2012 e dezembro de 2016, foram realizadas apenas dezesseis operações dessa natureza, sendo que nos últimos três anos, foram apenas três.<sup>212</sup>

Como resultado, a bolsa de valores brasileira ocupava, em outubro de 2016, a trigésima quarta posição no *ranking* relativo ao número de companhias listadas divulgado pela *World Federation of Exchanges*, atrás de países como Malásia, Taiwan, Singapura, Tailândia, Israel, Indonésia, Polônia, Turquia, Vietnã e África do Sul.<sup>213</sup> No *ranking* de capitalização do mercado bursátil, a bolsa de valores brasileira ocupava, em outubro de 2016, posição melhor (vigésima quarta),<sup>214</sup> todavia, também não condizente com o porte da economia do país.

---

<sup>211</sup> Fonte: *IMF*. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>212</sup> Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>213</sup> Fonte: *World Federation of Exchanges*. Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>214</sup> Fonte: *World Federation of Exchanges*. Disponível em: <<http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>>. Acesso em: 04 dez. 2016.

Se compararmos, ainda, o total de recursos captados por meio do mercado primário acionário brasileiro com os desembolsos realizados pelo Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a distorção se apresenta de maneira ainda mais acentuada.

Se por um lado, durante o período entre 2004 e 2015, o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) foi responsável por desembolsos voltados ao financiamento da atividade empresária em valor de aproximadamente R\$1,36 trilhão,<sup>215</sup> o mercado primário de valores mobiliários viabilizou, no mesmo período, a capitalização de aproximadamente R\$248 bilhões (o que equivale a menos do que aos desembolsos do BNDES apenas em 2014 e 2015, que somaram R\$323 bilhões).<sup>216</sup>

Embora a demonstrada pouca expressividade de nosso mercado de valores mobiliários decorra de uma complexa miríade de fatores, tal cenário não deixa de, também, operar como mais um incentivo para a avaliação do arcabouço jurídico que conforma o processo de formação de capital.

---

<sup>215</sup> Fonte: BNDES. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/BNDES\\_Transparente/](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

<sup>216</sup> Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/)>. Acesso em: 04 dez. 2016. Considerando as ofertas exclusivamente primárias e as parcelas primárias das ofertas mistas realizadas entre 2004 e 2015. O valor exclui a parcela da União na oferta pública primária de distribuição de ações da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) realizadas em 2010, no valor de aproximadamente R\$79,84 bilhões.

### 3 – ESTRUTURAS JURÍDICAS PARA ORGANIZAÇÃO DAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS

#### 3.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Apresentadas as justificativas da análise que se pretende realizar e os elementos e direcionadores que serão utilizados em sua condição, cumpre iniciá-la, a partir da avaliação das estruturas jurídicas existentes para a organização das sociedades empresárias.

Conforme mencionado, a disciplina societária representa uma importante dimensão do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários. Essa relevância decorre especialmente da imposição, sob a ótica societária, de determinados requisitos que constituem condição à utilização dos mecanismos e instrumentos de captação de recursos típicos desse mercado, associados, por exemplo, à adoção obrigatória de determinadas formas societárias (e.g. a forma de sociedade por ações), que, por sua vez, prescrevem modelos predefinidos em relação a determinados aspectos de organização da empresa – e.g., em relação à distribuição de direitos políticos e econômicos entre sócios, à estrutura decisória e administrativa e à distribuição dos resultados econômicos da empresa – cujo impacto pode ser significativo, com o potencial, inclusive, de afetar a decisão de utilizar tal mecanismos de financiamento de suas atividades.<sup>217</sup>

Conforme lembra P. Spada, a captação de recursos junto à poupança popular costuma vir acompanhada de um alto preço normativo, associado à submissão da empresa a um maior rigor estrutural, justificada, via de regra, em função da necessidade de tutela do público investidor que, a partir desse processo, passa a integrar as relações da empresa.<sup>218</sup>

Inegável, todavia, que tais limitações possuem o condão de afetar (ou, em determinados casos, inviabilizar) a utilização do mercado de valores mobiliários por

---

<sup>217</sup> A respeito dos impactos que decorrem da adoção de um determinada forma societária, R. Tellechea afirma: “Ao decidirem constituir uma sociedade para explorar determinada atividade econômica, uma das primeiras decisões dos agentes é escolher o modelo jurídico que lhes dará o devido respaldo, com base, por exemplo, na estrutura organizacional do negócio, no regime de responsabilidade dos sócios, nas regras de governança, nos direitos e deveres de cada participante, na forma de aporte dos recursos econômicos necessários, na lógica de distribuição de resultados, entre outros.” (TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia Privada no Direito Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 178).

<sup>218</sup> A esse respeito, P. Spada afirma: “Stando così le cose, mi sembra evidente che per accedere al risparmio anonimo debba chiedersi un alto prezzo normativo all’iniziativa economica collettiva (ma nulla cambierebbe se fosse pubblica o, perché non, anche individuale), che soddisfi il bisogno di « normalizzazione » degli attori del mercato finanziario e di adeguatezza del loro statuto agli interessi di chi somministra le risorse alle quali l’iniziativa attinge. Alto prezzo normativo significa inderogabilità forte dello statuto legale. Ma significa anche, e ovviamente, controllo autoritativo, almeno di legalità, sulla entificazione.” (SPADA, Paolo. *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*. *Rivista di Diritto Civile*. Padova: Cedam, anno XLII, n. 6, 1996).

determinadas empresas, em virtude dos diversos custos, diretos e indiretos, decorrentes.

Tal circunstância possui o potencial de afetar, a princípio, empresas dos mais variados portes, estágios de desenvolvimento e ramos de atividade, dado o impacto em elementos centrais de sua organização que podem afetar arranjos estruturais, econômicos e políticos vitais para a sobrevivência ou expansão de sua atividade. Os efeitos, todavia, podem ser ainda maiores em relação àquelas em estágio inicial de desenvolvimento, significativamente mais suscetíveis ao incremento de custos diretos e indiretos (inclusive determinados custos de oportunidade) que decorreriam de sua sujeição a uma disciplina societária mais rigorosa e inflexível.

Por essa razão, justifica-se iniciar a análise do arcabouço jurídico que conforma o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários a partir da avaliação de determinadas limitações impostas, sob a ótica da disciplina societária, como requisito prévio à captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários.

## 3.2 A ORGANIZAÇÃO E EVOLUÇÃO DA EMPRESA

### 3.2.1 *Breves considerações sobre a noção de empresa, atividade empresária e sociedade empresária*

Conforme ensina A. Asquini, a empresa é, acima de tudo, um fenômeno econômico, entendida como a organização dos fatores de produção com o objetivo específico de produzir bens e serviços para a troca (ou seja, voltados ao mercado).<sup>219</sup>

Tais fatores de produção, todavia, são incapazes de realizar qualquer utilidade sem direção e coordenação, o que, no espectro da empresa, cumpre ao empresário fazer.<sup>220</sup> Assim, a qualificação como empresário deriva justamente do exercício profissional de uma atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens e serviços (atividade empresária).<sup>221</sup>

É, portanto, a natureza da atividade exercida que confere a determinado agente o *status* de empresário (do qual deriva, inclusive, a aplicação de um regime jurídico

---

<sup>219</sup> Cf. ASQUINI, Alberto. Op. cit., p. 110.

<sup>220</sup> Cf. MARCONDES, Sylvio. Do Conceito de Empresa. In: *Problemas de Direito Mercantil*. São Paulo: Max Limonad, 1970, p. 5.

<sup>221</sup> Sendo essa, inclusive, a definição de empresário incorporada ao artigo 966 da Lei nº 10.406/02 (Código Civil), notadamente inspirada na definição análoga constante do 2.082 do *Codice civile* italiano.

absolutamente especial).<sup>222</sup> Essencial, portanto, saber, como se caracteriza tal atividade empresária.

Conforme definido por T. Ascarelli, a atividade é um conjunto de atos ou negócios jurídicos ou materiais destinados a uma determinada finalidade.<sup>223</sup> Entretanto, não é qualquer atividade que pode ser qualificada como empresária e que, uma vez exercida por determinado agente, possui o condão de qualificá-lo como empresário.

Nesse sentido, T. Ascarelli afirma que a atividade empresária caracteriza-se por (i) sua natureza econômica – ou seja, criadora de bens ou serviços economicamente avaliáveis; (ii) ser dirigida à produção de bens e serviços para a troca, que constitui o objeto da atividade – ou seja, o titular da atividade deve ser diverso do destinatário do bem ou serviço produzido; (iii) ser organizada – ou seja, utilizando-se do emprego de bens e de trabalho próprios ou de terceiros; e (iv) ser profissional – ou seja, exercida de modo habitual, contínuo e destinada ao mercado.<sup>224</sup>

Sob a ótica jurídica, todavia, a definição ou conceituação da empresa é tarefa complexa. Conforme lição de A. Asquini, o fenômeno econômico da empresa assume, perante o Direito, múltiplos perfis, de modo que as definições jurídicas de empresa podem diferir em função do perfil pelo qual esse fenômeno econômico é encarado.<sup>225</sup> Nesse sentido, A. Asquini sugere que a empresa, sob essa perspectiva, possa ser enxergada a partir de cinco perfis distintos.

O perfil subjetivo da empresa, por exemplo, remonta à sua identificação com o próprio empresário (ou a sociedade empresária), operando uma justificada metonímia, pois o empresário integra a empresa (em sentido econômico) e nela assume papel protagonista.<sup>226</sup>

O perfil funcional, por sua vez, considera a empresa sob a perspectiva da atividade empresária exercida.<sup>227</sup> Por se tratar, a empresa, de uma organização produtiva que opera guiada pela atividade do empresário, sob uma perspectiva funcional a empresa se projeta como a própria atividade empresária, dirigida a determinado escopo produtivo.<sup>228</sup>

---

<sup>222</sup> Cf. ASCARELLI, Túlio. “O Empresário”. Tradução por Fábio Konder Comparato in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 109, 1998, p. 183.

<sup>223</sup> Ibidem.

<sup>224</sup> Cf. ASCARELLI, Túlio. “A Atividade do Empresário”. Tradução Por Erasmo Valladão A. e N. França. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 132, 2003, p. 203-215.

<sup>225</sup> Cf. ASQUINI, Alberto. Op. cit. p. 113-114.

<sup>226</sup> Cf. ASQUINI, Alberto. Op. cit., p. 114.

<sup>227</sup> Cf. ASQUINI, Alberto. Op. cit., p. 116.

<sup>228</sup> Ibidem.

O perfil objetivo da empresa se refere a esse fenômeno econômico a partir de sua perspectiva patrimonial, ou seja, sob o ângulo daquele patrimônio especial destacado ao exercício da atividade empresária, como é o caso do estabelecimento empresarial.<sup>229</sup>

O perfil corporativo, por fim, se refere à empresa enquanto instituição.<sup>230</sup> Ao contrário do que ocorre com relação aos outros perfis propostos por A. Asquini, que consideram a empresa a partir de uma acepção individualista, centrada na figura do empresário, o perfil corporativo da empresa a considera enquanto uma organização formada a partir de uma pluralidade de pessoas que constituem um verdadeiro núcleo social organizado em função de um fim econômico comum.<sup>231</sup>

Ademais, não obstante a principal função econômica do empresário seja dirigir a empresa, assumindo os riscos da sua atividade, ocorre que esta função pode ser desempenhada não apenas por indivíduos, mas também coletivamente por meio de sociedades empresárias, que congregam pessoas que, reciprocamente, se obrigam a contribuir para o exercício de determinada atividade econômica de natureza empresarial, e a partilhar, entre si, os resultados advindos do exercício dessa atividade.<sup>232</sup>

Nesse sentido, conforme afirmam G. Ferri et al, a sociedade configura uma forma de exercício coletivo da empresa.<sup>233</sup> Esse mecanismo é bastante útil – ainda que, na prática, a condução da atividade empresarial esteja, inicialmente, a cargo de uma ou poucas pessoas – pois confere ferramentas estruturais capazes de agregar maior eficiência e redução de custos na gestão das atividades da empresa,<sup>234</sup> a exemplo da personalidade jurídica própria dotada

---

<sup>229</sup> Cf. ASQUINI, Alberto. Op. cit., p. 118.

<sup>230</sup> Cf. ASQUINI, Alberto. Op. cit., p. 122.

<sup>231</sup> Ibidem.

<sup>232</sup> É bem verdade que as sociedades não se prestarem exclusivamente ao exercício da atividade empresária, mas é sob aquelas que têm por objeto esse tipo de atividade que recairá a análise a ser conduzida no presente trabalho.

<sup>233</sup> Nesse sentido, G. Ferri et. al afirmam: “*La società è nel sistema del codice una forma di esercizio collettivo dell’impresa: è questo il momento più interessante della disciplina e che deve essere tenuto presente se si vogliono cogliere gli aspetti della regolamentazione positiva. La struttura giuridica della società si adegua alle esigenze del fenomeno che ricopre e da questo riceve i connotati essenziali. Alla organizzazione economica posta in funzione di uno scopo produttivo corrisponde l’organizzazione giuridica dei soggetti che questo scopo perseguono e dei beni che a questo scopo sono destinati. All’azione esterna dell’impresa e alla sua esteriorizzazione corrisponde l’efficacia esterna della organizzazione sociale.*” (FERRI, Giuseppe; ANGELICI, Carlo; FERRI, Giovanni B. *Manuale di Diritto Commerciale*. 14<sup>a</sup> ed. Milano: Utet, 2015, p. 173).

<sup>234</sup> A esse respeito, J. Armour, H. Hansmann e R. Kraakman afirmam: “*By making this form widely available and user-friendly, corporate law enables entrepreneurs to transact easily through the medium of the corporate entity, and thus lowers the costs of conducting business.*” (ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. What is corporate law? In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. London: Oxford University Press, 2009, p. 2).

de autonomia patrimonial<sup>235</sup> e da limitação de responsabilidade.

Enfim, o exercício da atividade empresária por meio da sociedade empresária é um aspecto notório do capitalismo moderno e o Direito possui papel fundamental nessa seara, no que diz respeito à definição das suas formas de organização.

Nesse sentido, um dos objetos do Direito societário é justamente o regramento desta comunidade de pessoas que se associam com o intuito específico de atingir um determinado fim comum – que compõe, conforme ensina H. Wiedemann, o ordenamento societário – recaindo sobre (i) a determinação da sua finalidade; (ii) a sua forma de organização interna e projeção externa; e (iii) a disciplina dos direitos e obrigações dos sócios perante a sociedade e reciprocamente entre si.<sup>236</sup>

Como dito, sob a perspectiva econômica, a empresa se estrutura a partir da organização de uma série de fatores de produção, incluído, aqui, o capital necessário ao exercício da atividade econômica a ser exercida, englobando matérias-primas, equipamentos, imóveis, mão de obra etc.<sup>237</sup>

Assim, e reafirmando a relação existente entre a forma de organização da empresa (por meio de sociedades empresárias) e os mecanismos à sua disposição para a formação do capital necessário ao exercício de sua atividade – especialmente em relação à possibilidade

---

<sup>235</sup> Sobre o fenômeno da autonomia patrimonial, S. Marcondes afirma: “(...) a sociedade, ao organizar-se, ela se forma de separações patrimoniais, realizadas pelos sócios, para as reunirem num patrimônio separado, que é o patrimônio social, mas de que são titulares os sócios, até que a sociedade se inscreva no registro próprio e por esta inscrição adquira personalidade jurídica. Então, este patrimônio separado, destacado dos patrimônios dos sócios, transfunde-se num patrimônio autônomo, porque tem um novo titular, um novo sujeito de direito, que é a pessoa jurídica. E a personificação da sociedade tem efeito de separar, cortar as relações entre os sócios e os bens que constituem a quota de cada um, para constituição da massa social, até que com o desaparecimento da pessoa jurídica volte a situação inicial, retornando ao patrimônio de cada sócio aquilo que remanescer do patrimônio social”. (MARCONDES, Sylvio. “Direito Mercantil e Atividade Negocial no Projeto de Código Civil”. In: MARCONDES, Sylvio. *Questões de Direito Mercantil*. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 14-15).

<sup>236</sup> Cf. WIEDEMANN, Herbert. Excerto do “Direito Societário I – Fundamentos”. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 626-628. A esse respeito, H. Wiedemann afirma: “A situação da vida que o direito societário regula, em primeira linha, é a comunidade de pessoas que se associaram para atingir um fim comum. Tarefa do direito societário, para as associações (*Vereinigung*) privadas, é a de desenvolver regras de conduta justas e adequadas. Se se questionar mais de perto, acerca do conteúdo das necessárias normas societárias, salientam-se – abstraídas a constituição e a dissolução – três áreas para as quais o legislador e, complementarmente, os próprios membros devem atentar: a determinação da finalidade (*Zweckbestimmung*), a organização e o status soci (*Mitgliederstatus*).” (WIEDEMANN, Herbert. Op. cit., p. 626). Segundo H. Wiedemann, além do ordenamento societário, compete ao Direito societário estabelecer o ordenamento do patrimônio especial próprio da organização societária e o ordenamento interno da empresa (Cf. WIEDEMANN, Herbert. Op. cit.).

<sup>237</sup> Cf. SCHUMPETER, Joseph. Op. cit., p. 242. Nesse sentido, J. Schumpeter se refere ao capital como a “alavanca que se pressupõe possibilitar ao empresário o controle sobre os bens concretos de que necessita; não é mais do que um meio para ter à disposição bens para novos fins, ou de que um meio de ditar à produção a sua nova direção.” (SCHUMPETER, Joseph. Op. cit., p. 231).

de, para tanto, promover apelo à poupança popular por meio do mercado de valores mobiliários – é fundamental proceder à análise da disciplina societária a partir de tal perspectiva, com o intuito de avaliar determinados aspectos que podem impactar no processo de formação de capital das sociedades empresárias por meio do mercado primário de valores mobiliários, a depender, principalmente, dos diversos estágios de evolução da empresa.

### 3.2.2 *Os estágios de evolução da empresa*

O fenômeno econômico da empresa é absolutamente dinâmico, e sua evolução compreende diversos estágios, cada qual dotado de suas particularidades, desafios e necessidades, sobretudo de capital para o financiamento de sua atividade.

Assim, antes de se proceder à análise sobre a disciplina societária – sob a ótica de sua contribuição para o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários –, é necessário melhor compreender os diversos estágios evolutivos da empresa, uma vez que tal disciplina deve, sobretudo, ser capaz de contribuir com esse processo ao longo dessas diversas etapas.

Conforme já mencionado, os estágios de evolução da empresa podem ser avaliados e, sobretudo, classificados, a partir de vários critérios, como, por exemplo, seu tempo de existência ou seu porte financeiro.<sup>238</sup> A partir de tais critérios, costuma-se falar, por exemplo, em micro, pequenas, médias e grandes empresas.

Em um esforço para construir uma metodologia mais realista, ancorada não apenas em critérios quantitativos associados ao porte da empresa, mas no efetivo estágio de evolução dos seus negócios, a partir dos dilemas e desafios que se impõem ao longo desse percurso, N. Churchill e V. Lewis<sup>239</sup> propõem uma classificação que distingue cinco fases de desenvolvimento.

A primeira delas é a fase de existência, em que o objetivo da empresa é obter clientes

---

<sup>238</sup> A esse respeito, G. Dyas H. Thanheiser afirmam: “*The ways of classifying industrial enterprise would appear to be many and each scheme is justifiable by the type of conclusion to be drawn from the analysis. Size, industry, degree of vertical integration, type of ownership, competitive position – all represent dimensions that have been used for dividing the large population of firms. Some researchers choose to compare, for instance, chemical companies, oil companies and steel companies and devote their energies to descriptions of industries and industry structures. Others, in particular economists, differentiate monopolistic from oligopolistic, from perfectly competitive enterprise. Still others contrast vertically integrated companies and those with low value.*” (DYAS, Garteh P.; THANHEISER, Heinz T. Op. cit., p. 8-23).

<sup>239</sup> Cf. CHURCHILL, Neil C; LEWIS, Virginia. The Five Stages of Small Business Growth. Harvard Business Review. Cambridge: Harvard University Press, v. 61, n. 3, 1983. Disponível em: <<https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business-growth>>. Acesso em: 05 dez. 2016.



e entregar os produtos ou serviços que desenvolve, de modo a se tornar viável.<sup>240</sup> Nessa etapa, os fundadores da empresa são responsáveis por absolutamente todas as tarefas e funções, inclusive por prover-lhe de capital (algumas vezes com o auxílio de parentes ou pessoas próximas).<sup>241</sup>

A segunda é a fase de sobrevivência, em que a viabilidade dos negócios já foi demonstrada, e os principais objetivos passam a ser o balanceamento dos custos e receitas, de modo a tornar o negócio superavitário (ou seja, atingir o *break even*).<sup>242</sup>

A terceira é a fase de sucesso, em que, diante de resultados positivos, surge a alternativa de buscar a expansão do negócio ou mantê-la como um negócio pequeno, porém rentável, capaz de garantir a subsistência de seus donos.<sup>243</sup>

A quarta é a fase de decolagem, que decorre da opção por expandir o negócio, em que o objetivo da empresa é estabelecer sua estratégia de crescimento e os mecanismos de financiamento necessários para tanto.<sup>244</sup> É a partir desse ponto que se acentua a descentralização da administração do negócio da figura de seus fundadores.<sup>245</sup>

A quinta é a fase de maturidade, em que os objetivos principais são a consolidação e controle dos ganhos financeiros gerados.<sup>246</sup>

Ademais, N. Churchill e V. Lewis apontam determinados fatores tidos como fundamentais para o sucesso da empresa em percorrer todas essas fases, associados ao próprio negócio e aos seus fundadores.

Em relação ao negócio, apontam a necessidade de obter: (i) recursos financeiros, incluindo a possibilidade de captá-los externamente; (ii) recursos pessoais, relacionados ao número e qualidade das pessoas que integram a empresa; (iii) recursos de sistemas, relacionados ao grau de sofisticação dos sistemas de informação, planejamento e controle do negócio; e (iv) recursos negociais, relacionados a relações com clientes e fornecedores, participação de mercado, processo de produção e distribuição, bem como recursos tecnológicos e reputacionais.<sup>247</sup>

Em relação aos fundadores, apontam como elementos fundamentais: (i) os objetivos

---

<sup>240</sup> Cf. CHURCHILL, Neil C; LEWIS, Virginia. Op. cit., p. 3-4.

<sup>241</sup> Ibidem.

<sup>242</sup> Cf. CHURCHILL, Neil C; LEWIS, Virginia. Op. cit., p. 4.

<sup>243</sup> CHURCHILL, Neil C; LEWIS, Virginia. Op. cit., p. 4-5.

<sup>244</sup> Cf. CHURCHILL, Neil C; LEWIS, Virginia. Op. cit., p. 7.

<sup>245</sup> Ibidem.

<sup>246</sup> Cf. CHURCHILL, Neil C; LEWIS, Virginia. Op. cit., p. 9.

<sup>247</sup> Ibidem.

traçados para si próprios e para o negócio; (ii) as habilidades operacionais em relações a tarefas essenciais como propaganda, inventividade, produção e gestão da distribuição; (iii) habilidade gerencial e disposição para delegar responsabilidade e gerir a atividade de terceiros; e (iv) habilidades estratégicas para vislumbrar cenários futuros e equacionar as forças e fraquezas do negócio com seus objetivos.<sup>248</sup>

M. Scott e R. Bruce,<sup>249</sup> partindo de classificação de N. Churchill e V. Lewis, buscam complementar o perfil e os desafios enfrentados pela empresa em cada uma dessas fases.

Na fase inicial<sup>250</sup> (que equivale à fase de existência de N. Churchill e V. Lewis), todos os valores que dirigem a empresa provêm dos fundadores, que administram o negócio de maneira direta. Nessa fase, os principais esforços giram em torno do desenvolvimento de um produto aceitável comercialmente e do estabelecimento de uma posição para esse produto no mercado, o que dependerá em grande medida da estrutura e da natureza da indústria na qual se insere. O negócio se limita, nessa etapa, a uma única unidade operacional atuando em um único mercado e com canais de distribuição limitados, financiado essencialmente pelos fundadores e pessoas próximas a eles. Considerando o alto grau de incerteza que gira em torno do sucesso do negócio nesse estágio, o grau de planejamento é pequeno.

Na fase de sobrevivência,<sup>251</sup> a expansão do negócio faz com que a ênfase do financiamento migre para o capital de giro e a necessidade de aumento de estoques e de recebíveis. Embora nesse estágio o financiamento do negócio ainda esteja centrado na figura do fundador, o financiamento externo passa a ser também uma alternativa mais relevante nesse estágio. A linha de produtos tende a permanecer única, com o crescimento derivando da expansão do mercado e dos canais de distribuição.

Na fase de crescimento<sup>252</sup> (que corresponde à fase de sucesso de N. Churchill e V. Lewis), o negócio passa a ser lucrativo, mas ainda sem conseguir gerar retornos para seus proprietários, pois os resultados deverão ser utilizados para financiar o aumento de sua demanda de capital de giro. A partir desse estágio, a coordenação interna do negócio passa a ser relevante, de modo que uma estrutura organizacional mais formalizada passa a ser necessária. Adicionalmente, sistemas de contabilidade passam a ser implementos e a

---

<sup>248</sup> Ibidem.

<sup>249</sup> Cf. SCOTT, Mel; BRUCE, Richard. "Five Stages of Growth in Small Business". *Long Range Planning*. vol. 20, n. 3, 1987, p. 45-52.

<sup>250</sup> Cf. SCOTT, Mel; BRUCE, Richard. Op. cit., p. 49.

<sup>251</sup> Ibidem.

<sup>252</sup> Cf. SCOTT, Mel; BRUCE, Richard. Op. cit., p. 50.

empresa passa a se engajar também em algum tipo de pesquisa de mercado para subsidiar a expansão de sua produção.

Na fase de expansão<sup>253</sup> (que corresponde à fase de decolagem de N. Churchill e V. Lewis), surge a necessidade de processos formais de controle orçamentário, relatórios gerenciais periódicos e sistemas de contabilidade ainda mais estabelecidos. Nesse estágio, recursos de longo prazo passam a ser fundamentais, inclusive por meio do ingresso de novos sócios-investidores. Da mesma forma, em função da expansão do negócio e de todos os novos controles que são instituídos, passa a ser necessário atrair administradores profissionais a partir desse ponto.

Na fase de maturidade,<sup>254</sup> por fim, os desafios principais passam a ser o controle de despesas, a produtividade e a descoberta de novas oportunidades de crescimento. Nesse ponto, a estrutura interna de organização passa a ser mais fragmentada, podendo se basear, inclusive, nas várias linhas de negócio que passam a compor a empresa. Nesse estágio, os principais investimentos são direcionados aos esforços de propaganda e à expansão e manutenção das plantas da empresa. Na fase de maturidade, a geração de caixa pode ser suficiente para dar cabo aos investimentos da empresa, mas o financiamento externo permanece sendo necessário. A partir desse estágio, a empresa pode tornar-se efetivamente grande, inclusive por meio da abertura de seu capital ou de uma operação societária de incorporação, fusão ou aquisição.

Assumindo que o mercado de valores mobiliários deve se prestar a viabilizar a formação de capital por parte das sociedades empresárias ao longo de todas essas etapas, apoiando, assim, o seu desenvolvimento e expansão da empresa, resta claro que os instrumentos e mecanismos disponíveis devem ser capazes de adaptar-se às particularidades e necessidades que se apresentam em cada uma dessas fases, sem a imposição de um modelo único (ou, na expressão em inglês, de um modelo *one-size-fits-all*) incapazes de capturar tais nuances, impondo custos significativos (ou até mesmo impeditivos) ao longo dos estágios iniciais desse processo de desenvolvimento.

Cumprir investigar, portanto, de que maneira a disciplina societária contribui para viabilizar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários ao longo de todos esses estágios (auxiliando, inclusive, na superação de cada um deles) ou, em contrário, se as amarras societárias que constituem pré-requisito de tal processo acabam por retirar

---

<sup>253</sup> Cf. SCOTT, Mel; BRUCE, Richard. Op. cit., p. 50-51.

<sup>254</sup> Cf. SCOTT, Mel; BRUCE, Richard. Op. cit., p. 51.

flexibilidade e autonomia e impor custos diretos e indiretos capazes de prejudicar ou inviabilizar a utilização do mercado de valores mobiliários ao longo dos estágios mais iniciais de desenvolvimento da empresa.

Com o intuito de harmonizar a nomenclatura utilizada em referência aos diversos estágios de evolução da empresa acima mencionados, utilizaremos, em diante, as seguintes definições: (i) empresa nascente (ou, na expressão em inglês, *start-up*), em referência àquelas que se encontram na fase de existência (N. Churchill e V. Lewis) ou na fase inicial (M. Scott e R. Bruce); (ii) empresa iniciante, em referência àquelas que se encontram na fase de sobrevivência (N. Churchill e V. Lewis e M. Scott e R. Bruce); (iii) empresa emergente, em referência àquelas que se encontram nas fases de sucesso e decolagem (N. Churchill e V. Lewis) ou nas fases de decolagem e expansão (M. Scott e R. Bruce); e (iv) empresa madura, em referência àquelas que se encontram na fase de maturidade (N. Churchill e V. Lewis e M. Scott e R. Bruce).

### 3.3 AUTONOMIA PRIVADA E ESTRUTURA EFICIENTE DO DIREITO SOCIETÁRIO

#### 3.3.1 *Equilíbrio entre regras dispositivas e regras cogentes*

Como mencionado, a disciplina societária tem por objeto principal matérias que podem ser genericamente agrupadas, segundo H. Wiedemann, nas seguintes categorias: (i) determinação da finalidade da sociedade; (ii) organização da sociedade; e (iii) direitos e deveres dos sócios.<sup>255</sup>

Todavia, uma das maiores controversas afetas à estrutura do Direito societário diz respeito justamente aos limites impostos à autonomia privada no tocante à definição, *in concreto*, do regramento societário.<sup>256</sup>

---

<sup>255</sup> Cf. WIEDEMANN, Herbert. Op. cit., p. 626-628.

<sup>256</sup> A esse respeito, F. Kübler afirma: “Cualquier legislación basada en el principio de la autonomía privada se enfrenta, en relación con el Derecho de sociedades, a la cuestión fundamental acerca de si la estructura organizativa de las asociaciones y empresas ha de regularse imperativamente o si en cambio ha de dejarse a la libre configuración de los fundadores y miembros. Lo cierto es que las soluciones simples llevan a consecuencias extremas: o bien se crea un ordenamiento jurídico que permita la determinación de dichas estructuras por la libre voluntad de los partícipes, o bien se mantiene una codificación que sólo permita la consecución de fines privados en el marco de una forma jurídica detallada legalmente y fijada con carácter imperativo. Para el Derecho de sociedades actual, fruto de una larga evolución histórica, cuya tradición se caracteriza por la pluralidad de tipos organizativos heterogéneos, y cuya complejidad y desarrollo crecen continuamente al impulso de múltiples fines de política jurídica, se abre un campo de dificultades casi inabarcable, que en lo sucesivo tratará de exponerse al hilo de fenómenos específicos y ejemplos concretos.” (KÜBLER, Friedrich. *Derecho de sociedades*. 5ª ed. rev. e ampl. Traducción: Michèle Klein. Madrid: Fundación Cultural del Notariado, 2001, p. 463). Da mesma forma, H. Wiedemann afirma: “Até que ponto o legislador deve limitar-se a propor condutas ou estabelecer regras cogentes depende, de um lado, se é provável esperar das convenções privadas uma justa composição dos interesses, de outro, em que medida os direitos de terceiros e da coletividade podem ser afetados.” (WIEDEMANN, Herbert. Op. cit., p. 628).

Ou seja, em que medida a disciplina societária deve decorrer de normas de natureza cogente (*mandatory rules*), ou deve permitir que seu conteúdo seja definido pelos próprios fundadores e posteriores sócios (*enabling rules*), ainda que dentro de limites ou a partir de um rol de alternativas constantes do próprio ordenamento jurídico mas afastáveis pela vontade das partes (*default rules*), constituindo, portanto, normas de natureza dispositiva.<sup>257</sup>

Parece intuitivo assumir que o balanceamento entre regras de natureza cogente e dispositiva na conformação da disciplina societária dependerá, em grande medida, da efetiva capacidade de as partes envolvidas na relação societária chegarem, a partir de um efetivo processo de negociação, a uma convenção eficiente acerca do seu conteúdo, consideradas, nesse processo, as eventuais externalidades decorrentes.

Ademais, assumindo que a forma de organização da sociedade empresária pode impactar substancialmente o exercício da atividade que constitui seu objeto – na medida em que afeta elementos estruturais relevantes, como, por exemplo, a alocação de direitos econômicos e políticos, a definição de sua estrutura decisória e administrativa e o regime de destinação de seus resultados – é também possível argumentar que um excessivo grau de inflexibilidade nesse seara, que mitiga ou retira das partes envolvidas a capacidade de modelá-la da maneira mais eficiente, pode gerar custos diretos e indiretos e outros impactos negativos, ao limitar, por exemplo, a liberdade do empreendedor.<sup>258</sup>

---

<sup>257</sup> Cf. WIEDEMANN, Herbert. Op. cit., p. 628. Sobre essas três categorias de regras, M. Eisenberg afirma: “*Viewed in terms of their form, these rules fall into three basic categories. Enabling rules give legal effect to rules that corporate actors adopt in a specified manner. Suppletory or default rules govern defined issues unless corporate actors adopt other rules in a specified manner. Mandatory rules govern defined issues in a manner that cannot be varied by corporate actors.*” (EISENBERG, Melvin A. *The Structure of Corporation Law. Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, p. 1461). Para uma boa revisão dos argumentos favoráveis a um regime societário predominantemente formado por regras dispositivas, ver EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. *The Corporate Contract. Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989. No sentido contrário GORDON, Jeffrey N. *The Mandatory Structure of Corporate Law. Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989. R. Romano, por sua vez, considera esse debate improdutivo, uma vez que “*The rules that are identified as “mandatory” in practice have very little in common with the ordinary understanding of that term. They are either easily – and legally – side stepped, or they pose nonbinding constraints because there is no burning demand to deviate from them. (...) In fact, the rules that commentators most strongly insist should be mandatory are actually voluntary, in the sense that corporations would adopt them were they not already require.*” (ROMANO, Roberta. *Answering The Wrong Question: The Tenuous Case For Mandatory Corporate Laws. Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, p. 1600-1601). Em linha semelhante, B. Black afirma: “*The triviality hypothesis is an argument that wherever we’re racing to, the race is over. The hypothesis most directly attacks the revisionists. It suggests that the mandatory/enabling balance they are trying to explain isn’t really there. Instead, the laws they see as mandatory are either avoidable or have no bite.*” (BLACK, Bernard. *Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis. Northwestern University Law Review. Northwestern University Law School: Chicago*, v. 84, n. 2, 1990, p. 551).

<sup>258</sup> Sobre a problemática que envolve esse balanceamento, sob a ótica do *trade-off* entre a necessidade de liberdade de que necessita o empreendedor e a proteção de que necessita o investidor, P. Marchetti afirma: “*Il*

E essa problemática, como visto, poderá ser ainda maior em relação às empresas em estágios iniciais de desenvolvimento (e.g. empresas nascentes, iniciantes ou emergentes), em relação às quais tal flexibilidade guarda ainda maior relevo.<sup>259</sup>

A defesa de uma maior flexibilidade na modelagem das sociedades empresárias (e, conseqüentemente, da predominância de regras de natureza dispositiva na disciplina societária) deriva, essencialmente, de um maior reconhecimento do papel da autonomia privada nessa seara,<sup>260</sup> como consequência da natureza contratual das sociedades – ainda que no contexto de uma categoria contratual especial –,<sup>261</sup> em oposição, por exemplo, a sua qualificação como um ato complexo ou um ato de fundação.<sup>262</sup>

Todavia, a fixação de equilíbrio ideal entre regras cogentes e dispositivas na esfera do direito societário constitui árdua tarefa, sobretudo no campo das chamadas sociedades de capitais, como é o caso dos modelos análogos às sociedades por ações,<sup>263</sup> que em função de

---

*bilanciamento tra le opposte esigenze della c.d. certezza del controllo, della possibilità cioè per l'imprenditore di organizzarsi nella forma più funzionale agli obiettivi di politica imprenditoriale prescelti, da un lato, e della tutela degli investitori – che supplisce alle imperfezioni del mercato – dall'altro, costituiscono allora il problema di fondo della riforma societaria. Tale bilanciamento, tale 'trade-off' tra libertà imprenditoriale e garanzie per l'investitore, corrisponde appunto, sotto il profilo giuridico formale, al 'trade-off' tra autonomia statutaria e imperatività e, se si preferisce, tra inderogabilità e derogabilità della disciplina statutaria.” (MARCHETTI, Piergaetano. L'autonomia statutaria nella società per azioni. Rivista delle società. Milano: Giuffrè, anno 45, v. 3-4, 2000, p. 564-565).*

<sup>259</sup> Em relação aos efeitos de tal problemática sob a perspectiva das empresas de menor porte, avaliando o contexto italiano, P. Marchetti destaca: “*Esso peraltro è mediato da una duplice serie di (in apparenza) diverse e più specifiche esigenze che pure giustificano il ricorso ad ampia autonomia statutaria. Si tratta delle esigenze di ampia flessibilità proprie di un sistema produttivo quale quello italiano fondato su di un universo di medie piccole imprese con alto potenziale di innovazione, troppo spesso peraltro sommerso da vincoli amministrativo-normativi. Si tratta, ancora, dell'esigenza di valorizzare la competitività dell'ordinamento e così del sistema economico del Paese sui mercati globali.*” (MARCHETTI, Piergaetano. Op. cit., p. 564-565).

<sup>260</sup> A esse respeito, R. Tellechea afirma: “*Da noção de sociedade como um fenômeno plurilateral associativo e de organização, celebrado entre pessoas cujos objetivos principais estão relacionados, de forma direta ou indireta, ao exercício conjunto de uma atividade econômica, à limitação do risco do empreendimento e à repartição dos lucros e perdas, resulta pelo menos uma conclusão prévia que nos interessa: a de que as relações jurídicas societárias têm natureza jurídica obrigacional, de cunho patrimonial e disponível, representando, portanto, uma seara fértil para a atuação da autonomia privada.*” (TELLECHEA, Rodrigo. Op. cit., p. 146-147).

<sup>261</sup> Cf. ASCARELLI, Túlio. O Contrato Plurilateral. In: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001, p. 373-374. A esse respeito, sobre a natureza contratual das sociedades, T. Ascarelli afirma: “*[a] crítica da tese contratualista parte justamente da existência de algumas peculiaridades do contrato de sociedade. O exame dessas peculiaridades, que passaremos a enunciar, parece-me demonstrar que, embora elas não sejam incompatíveis com os princípios fundamentais do contrato, há, no entanto, uma distinção entre a sociedade e os contratos de permuta; esta distinção permite identificar, entre os contratos, a subespécie dos 'contratos plurilaterais'; nesta categoria (contrato plurilateral) é possível, por seu turno, identificar várias subcategorias: a do contrato de sociedade é aquela de maior importância, mas não a única*”. (ASCARELLI, Túlio (2001). Op. cit., p. 386-387).

<sup>262</sup> Cf. ASCARELLI, Túlio (2001). Op. cit., p. 376-385.

<sup>263</sup> A esse respeito, R. Clark afirma: “*Surely there must be some mandatory role for corporate law! Surely the arguments for almost absolute freedom to opt out of the rules must be deeply-flawed in some way! But specifying exactly why there should be mandatory rules, and identifying theoretically justified and practically useful criteria for distinguishing between waivable and nonwaivable rules, have proven to be extraordinarily*

sua natureza e vocação para a mobilização de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, tendem a submeter-se a regimes de maior rigor estrutural,<sup>264</sup> em decorrência das possíveis falhas que podem, nesses casos, acometer o processo natural de negociação entre as partes envolvidas em relação a tal regramento.

O tema é objeto de detido debate no âmbito da literatura (sobretudo nos Estados Unidos da América) congregando defensores de uma ampla autonomia privada na disciplina societária, calcados essencialmente em pressupostos teóricos advindos da chamada análise econômica do direito (*Law & Economics*) – conformada, portanto, por regras dispositivas – e aqueles que enxergam, a partir de graus e níveis distintos, um papel relevante para as normas cogentes em matéria societária.<sup>265</sup>

No primeiro grupo, destacam-se F. Easterbrook e D. Fischel, escorados em sua análise econômica da estrutura do Direito societário e na visão das sociedades (especificamente das *corporations* norte-americanas) como um nexo de contratos implícitos e explícitos dos quais participam todos os atores que integram a sociedade – fornecedores, clientes, empregados, provedores de capital, administradores etc.<sup>266</sup>

---

*difficult.*” (CLARK, Robert C. *Contracts, Elites, and Traditions in the Making of Corporate Law. Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, p. 1708). Tal debate tem, recentemente, aumentado também na Europa. A esse respeito, sob a perspectiva de sua repercussão no Direito italiano, D. Giordano afirma: “Recentemente, a seguito dell’affermarsi anche nella dottrina italiana delle tesi che si richiamano all’analisi economica del diritto, si è assistito ad una maggior attenzione verso I problema legati all’autonomia private dei soci. Pertanto, l’idea che le società di capitali dovessero essere governate da un buon numero di norme imperative è stata progressivamente messa in discussione, pur rimanendo sempre aperto ‘immanente problema del grado di imperatività che il diritto societario deve avere.” (GIORDANO, Domenico. *Le limitazioni all’autonomia privata nelle società di capitali*. Milano: Giuffrè, 2006, p. 19-22).

<sup>264</sup> Conforme será abordado no item 3.5 adiante. A respeito das particularidades de tais sociedades, que tradicionalmente justificam sua sujeição a regimes de maior rigidez estrutural, P. Marchetti afirma: “Vorrei solo ricordare come sino a pochi anni fa (direi sino agli anni ottanta) il principio per cui il diritto societario, in particolare il diritto della società per azioni aperta al pubblico, dovesse comprendere una robusta aliquota di norme imperative, costituiva un assioma indiscutibile. L’interesse dei creditori, l’interesse dei terzi o l’interesse pubblico in genere e, successivamente, la tutela del risparmio costituiscono i referenti per la giustificazione dalla ragione per la quale il contratto di società che come tale dovrebbe lasciare ampio spazio all’autonomia – deve fare i conti con una nutrita serie di norme imperative.” (MARCHETTI, Piergaetano. *Op. cit.*, p. 562).

<sup>265</sup> Foi, inclusive, tema de um volume inteiro da prestigiosa publicação *Columbia Law Review* (*Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989), reunindo os trabalhos apresentados sobre o tema em simpósio realizado naquela universidade em 1988.

<sup>266</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. *The Corporate Contract. Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989. Posteriormente, as ideias trazidas no referido texto foram incorporadas ao Capítulo 1 (“The Corporate Contract”) de sua obra *The Economic Structure of Corporate Law* (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. London: First Harvard University Press, 1996, p. 1-39). Acerca da conformação das *corporations* como um nexo de contratos, F. Easterbrook e D. Fischel afirmam: “The arrangements among the actors constituting the corporation usually depend on contracts and on positive law, not on corporate law or the status of the corporation as an entity. More often than not a reference to the corporation as an entity will hide the essence of the transaction. So we often speak, following Jensen and Meckling, of the corporation as a “nexus of contracts” or a set of implicit and explicit contracts. This reference, too, is just a shorthand for the complex

Partindo dessas premissas, F. Easterbrook e D. Fischel defendem que o Direito societário tem por função principal permitir a seleção dos melhores arranjos contratuais para cada tipo de sociedade, considerando suas particularidades,<sup>267</sup> de modo a viabilizar a adoção de estruturas próprias de organização e de governança sem maiores limitações impostas pelo Estado.<sup>268</sup>

A ideia subjacente a essa visão sobre a função do Direito societário é de que a forma como determinada sociedade exercerá suas atividades, financiará seus negócios e recompensará aqueles que nela investiram tende a diferir drasticamente em função de seu ramo de atuação e de seu estágio evolutivo, não existindo um modelo único capaz de servir adequadamente a todos os tipos de sociedades empresárias, especialmente se proposto por agentes externos à mesma,<sup>269</sup> como ocorre, por exemplo, quando o Estado impõe determinadas normas societárias de natureza cogente que limitam a liberdade dos instituidores, sócios e administradores com relação à organização da sociedade.

E mesmo os potenciais conflitos que se apresentam na definição dessas relações, especialmente entre administradores, controladores e investidores, podem, na visão de F. Easterbrook e D. Fischel, ser adequadamente equacionados pelas próprias forças do

---

*arrangements of many sorts that those who associate voluntarily in the corporation will work out among themselves. The form of reference is a reminder that the corporation is a voluntary adventure, and that we must always examine the terms on which real people have agreed to participate.”* (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. (1989). Op. cit., p. 1426).

<sup>267</sup> Nesse sentido, F. Easterbrook e D. Fischel afirmam: *“The corporation is a complex set of explicit and implicit contracts, and corporate law enables the participants to select the optimal arrangement for the many different sets of risks and opportunities that are available in a large economy. No one set of terms will be best for all; hence the “enabling” structure of corporate law.”* (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. (1989) Op. cit., p. 1418).

<sup>268</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. (1989). Op. cit., p. 1417.

<sup>269</sup> Nesse sentido, F. Easterbrook e D. Fischel afirmam: *“The way in which corporations run the business, control agency costs, raise money, and reward investors will change from business to business and from time to time within a firm. The structure suited to a dynamic, growing firm such as Xerox in 1965 is quite unsuited to Exxon in 1965 (or to Xerox in 1989). The participants in the venture need to be able to establish the arrangement most conducive to prosperity, and outsiders are unlikely to be able to prescribe a mold for corporations as a whole or even a firm through time. The history of corporations has been that firms failing to adapt their governance structures are ground under by competition. The history of corporate law has been that states attempting to force all firms into a single mold are ground under as well. Corporations flee to find more open-ended statutes that permit adaptations. This is the reason for the drive toward enabling laws that control process but not structure. To say that a complex relation among many voluntary participants is adaptive is to say that it is contractual. Thus our reference to the corporation as a set of contracts. Voluntary arrangements are contracts. Some may be negotiated over a bargaining table. Some may be a set of terms that are dictated by managers or investors and accepted or not; only the price is negotiated. Some may be fixed and must be accepted at the “going price” (as when people buy investment instruments traded in the market). Some may be implied by courts or legislatures trying to supply the terms that would have been negotiated had people addressed the problem explicitly. Even terms that are invariant – such as the requirement that the board of directors act only by a majority of a quorum – are contractual to the extent that they produce offsetting voluntary arrangements. The result of all of these voluntary arrangements will be contractual.”* (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. (1989). Op. cit., p. 1428).



mercado, uma vez que eventuais soluções organizativas imperfeitas impostas com o intuito de prejudicar os investidores ou extrair benefícios indevidos da sociedade implicarão no aumento do custo de capital, na diminuição da capacidade de financiamento por meio do mercado de valores mobiliários e, em última instância, na performance da empresa, em detrimento inclusive daqueles que, por sua posição de predominância, poderiam perpetrar tais desvios (controladores e administradores).<sup>270</sup>

Entretanto, a aceitação da natureza contratual das sociedades e a defesa de um modelo orientado pela autonomia privada na disciplina societária não implica o necessário reconhecimento de que deve haver irrestrita liberdade das partes no tocante à formatação da sociedade.

Mesmo F. Easterbrook e D. Fischel, principais defensores desse regime societário mais flexível, reconhecem que deve haver certos limites a essa liberdade de modelar as sociedades,<sup>271</sup> especialmente em situações em que os custos de transação ou as assimetrias informacionais envolvidas dificultam ou impedem a negociação a esse respeito, ou a correta precificação da estrutura societária por meio do ambiente de mercado.<sup>272</sup> Entretanto, afirmam, é imperioso, nesse caso, que a solução imposta pelo Direito maximize o interesse dos envolvidos, correspondendo, portanto, à solução que eles teriam autonomamente atingido por meio do processo de negociação, caso fosse viável.<sup>273</sup>

---

<sup>270</sup> Nesse sentido, F. Easterbrook e D. Fischel afirmam: “*Investors, employees, and others can participate or go elsewhere. Let us suppose that entrepreneurs simply pick terms out of a hat. They cannot force investors to pay more than what the resulting investment instruments are worth; there are too many other places to put one's money. Unless entrepreneurs can fool the investors, a choice of terms that reduces investors' expected returns will produce a corresponding reduction in price. So the people designing the terms under which the corporation will be run have the right incentives.*” (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. (1989). Op. cit., p. 1430).

<sup>271</sup> Reconhecendo essa circunstância, F. Easterbrook e D. Fischel afirmam: “*Some things are off-limits. States almost uniformly forbid perpetual directorships; they set quorum rules, which typically require a third of the board and sometimes half of the investors to participate on critical decisions; they require ‘major’ transactions to be presented to the board (occasionally shareholders too) rather than stand approved by managers or a committee; they forbid the sale of votes divorced from the investment interest and the accumulation of votes in a corporate treasury; they require managers to live up to a duty of loyalty to investors. (...) Any theory of corporate law must account for the mandatory as well as the enabling features of the law, and must account for the pattern of regulation – one that leaves managers effectively free to set their own salaries yet forbids them to delegate certain questions to subcommittees, that gives shareholders no entitlement to dividends or distributions of any kind but specifies a quorum of one-third of the board for certain decisions.*” (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. (1989). Op. cit., p. 1417-1418).

<sup>272</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. (1989). Op. cit., p. 1433.

<sup>273</sup> Nesse sentido, reconhecem F. Easterbrook e D. Fischel: “*If it is possible to demonstrate that the terms chosen by firms are both (a) unpriced and (b) systematically perverse from investors' standards, then it might be possible to justify the prescription of a mandatory term by law. This makes sense, however, only when one is sure that the selected term will increase the joint wealth of the participants that is the term that the parties would have selected with full information and costless contracting.*” (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. (1989). Op. cit., p. 1433). B. Cheffins, outro adepto da aplicação da análise econômica ao Direito

Tal reconhecimento é natural, uma vez que, mesmo no contexto do Direito contratual moderno, a ampla autonomia privada também é muitas vezes relativizada em função de outros princípios de Direito.<sup>274</sup>

Em oposição à visão de F. Easterbrook e D. Fischel, outros autores advogam por uma maior relevância das regras cogentes na esfera societária, essencialmente por reconhecer que o processo de barganha no qual se ancora a defesa de um regime predominantemente marcado por regras dispositivas guarda mais falhas e vicissitudes do que aquelas apontadas por seus defensores.

A partir de argumentos e abordagens distintas e em grau de intensidade também diverso, J. Gordon,<sup>275</sup> J. Coffe,<sup>276</sup> R. Clark,<sup>277</sup> L. Bebechuk<sup>278</sup> e M. Eisenberg<sup>279</sup> destacam, portanto, a importância da disciplina cogente no Direito societário em determinados campos.

Nesse sentido, J. Gordon, talvez o mais crítico a esse respeito, considera enganosa a afirmação de que a ampla liberdade contratual na esfera societária levará à maximização do interesse dos envolvidos e da sociedade, argumentando que a existência de regras cogentes pode inclusive levar a melhores contratos.<sup>280</sup>

Inicialmente, J. Gordon esclarece que as regras cogentes operam em dois momentos distintos da vida da sociedade: no momento de sua formação (e adoção inicial de suas regras de funcionamento) e no momento posterior, em que se procede a alteração dessas regras.<sup>281</sup>

Prossegue, J. Gordon, argumentando que em ambos os momentos, regras cogentes devem justificadamente limitar o poder das partes em customizar o regime societário a elas

---

societário, endossa a visão de que, na ausência de condições efetivas de barganha entre as partes para o delineamento das condições regentes das relações societárias, a formulação, aplicação e análise das regras legais devem observar o “modelo de barganha hipotética” (*hypothetical bargaining model*), que mimetiza as condições que seriam atingidas em um processo de negociação efetivo entre as partes envolvidas. Nesse sentido, B. Cheffins afirma: “*Applying the hypothetical bargaining model involves thinking about what rational transactors would contract for if they had perfect information, did not face significant transaction costs, and could be fully confident that the agreements reached would be performed as arranged.*” (CHEFFINS, Brian R. *Company Law – theory, structure and operation.* Oxford: Oxford University Press, 1997, p. 264).

<sup>274</sup> A esse respeito, J. Coffe afirma: “*Because the anticontractarians believe that shareholders should not be permitted to opt out from the mandatory core of corporate law, they tend also to resist the contract law analogy. As a result, they have tended to overlook the degree to which modern contract law itself contains important mandatory elements.*” (COFFEE JR, John. *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role.* *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, p. 1619).

<sup>275</sup> Cf. GORDON, Jeffrey N (1989). Op. cit.

<sup>276</sup> Cf. COFFEE JR, John. (1989) Op. cit.

<sup>277</sup> Cf. GORDON, Jeffrey N (1989). Op. cit.

<sup>278</sup> Cf. BEBCHUK, Lucian A. *The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law.* *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989.

<sup>279</sup> Cf. EISENBERG, Melvin A (1989) Op. cit.

<sup>280</sup> Cf. GORDON, Jeffrey N (1989). Op. cit., p. 1554.

<sup>281</sup> Cf. GORDON, Jeffrey N (1989). Op. cit., p. 1555.

aplicável, a partir de cinco hipóteses distintas: (i) hipótese da proteção dos investidores; (ii) hipótese da incerteza; (iii) hipótese dos bens coletivos; (iv) hipótese da inovação; e (v) hipótese da alteração oportunista.

De acordo com a hipótese da proteção dos investidores, o argumento de que o custo de uma estrutura interna inadequada recairia sobre seus instituidores, ao menos no momento inicial de constituição ou capitalização da sociedade, não se sustenta uma vez que nem todos os investidores teriam a capacidade de ler ou compreender essas regras, prejudicando sua adequada precificação.<sup>282</sup>

Segundo a hipótese da incerteza, um regime de ampla liberdade contratual na esfera societária levaria a uma variação significativa entre a forma adotada por cada sociedade, gerando um alto grau de incerteza em relação ao regime individual de cada uma delas.<sup>283</sup>

Nos termos da hipótese dos bens coletivos, um regime de ampla liberdade contratual na esfera societária geraria, ainda, uma série de externalidades negativas, em função da convivência de uma pluralidade de regimes e da incerteza gerada por essa circunstância.<sup>284</sup>

De acordo com a hipótese da inovação, um regime societário cogente permite ao Estado emitir sinalizações positivas ao promover inovações na legislação.<sup>285</sup>

---

<sup>282</sup> A esse respeito, J. Gordon afirma: “*An investor protection argument flows directly from rejection of the contractarian information assumption. Many investors do not read the prospectus or do not understand or fully register the entailments of charter provisions. Promoters may therefore include charter terms that negatively affect shareholder interests without bearing the cost; investors will pay too much for such shares. Thus mandatory law represents the state's setting of nonvariable quality standards to protect investors against the risks of misinformation.*” (GORDON, Jeffrey N (1989). Op. cit., p. 1556).

<sup>283</sup> Nesse sentido, J. Gordon afirma: “*In a regime of contractual freedom, it is likely that different charter terms will proliferate. Indeed, the corporate form might vary radically among firms, depending on the desires of the promoters and the responses of prospective shareholders. One clear cost imposed under such a regime, as compared to a mandatory regime, is the uncertainty associated with different terms. The uncertainty hypothesis asserts that the desire to eliminate the costs of uncertainty is the basis for mandatory corporate law.*” (GORDON, Jeffrey N (1989). Op. cit., p. 1564).

<sup>284</sup> Nesse sentido, J. Gordon afirma: “*Viewed globally, a regime of complete contractual freedom in corporate law imposes externalities. As charters diverge from the standard form, the uncertainty surrounding even standard form terms begins to grow. Those terms are tested less frequently, either through operation in particular circumstances or through successive judicial interpretation. As a result, costs are imposed on firms with standard charters as well as firms with customized charters whose terms may play against the baseline of the standard form. Over time, the addition of customized terms by more firms will lead to disintegration of the standard form. Thus although firms collectively are better off if the standard form is maintained, individual firms will have incentives to deviate from the standard form in a way that will eventually undermine it. This states the classic free-rider problem that undermines the provision of a public good. In this particular case, maintenance of the public good of a standard corporate form will require a mandatory legal regime.*” (GORDON, Jeffrey N (1989). Op. cit., p. 1567).

<sup>285</sup> Nesse sentido, J. Gordon afirma: “*The claim of the innovation hypothesis is that a mandatory regime may aid in the innovation of corporate charter terms. The basic argument is this: Innovation is costly for firms because investors will frequently draw a negative inference from the innovation that will lead them to underpay for the firm's stock. These costs can be avoided by state action that credibly signals that the innovation is desirable from the public shareholder perspective. Thus a regime of mandatory law that permits the state to send such signals through revising or relaxing standard form terms may speed the process of innovation or*

E, por fim, nos termos da hipótese da alteração oportunista, um regime societário cogente é fundamental para coibir alterações oportunistas das regras que regem a sociedade ao longo do curso de sua vida, pois, ainda que se adote a premissa de que as estruturas ineficientes ou prejudiciais serão devidamente precificadas no momento inicial ou de capitalização da sociedade – desincentivando sua adoção –, o mesmo não ocorre em relação às alterações supervenientes, em função dos problemas de coordenação que se impõem nesses momentos.<sup>286</sup>

Em um espectro mais intermediário, J. Coffe defende que o balanceamento entre as regras dispositivas e cogentes no âmbito da disciplina societária está associado ao papel desempenhado pelo judiciário em relação a sua aplicação (*enforcement*) e que, quando exercido de maneira eficiente, legítima e possibilita uma maior flexibilidade organizativa das sociedades.<sup>287</sup>

R. Clark, por sua vez, conduz avaliação das fontes normativas e distingue as regras contratuais daquelas criadas pelas “elites” (pessoas consideradas autoridades, líderes ou *experts*, como os legisladores, reguladores, juízes etc.) e por costumes,<sup>288</sup> defendendo que as normas consuetudinárias e aquelas criadas pelas “elites” reúnem melhores condições de atender aos anseios das partes do que as primeiras, justamente por serem fruto de um processo mais bem informado.<sup>289</sup>

Não obstante as abordagens propostas por J. Gordon – especialmente ao negar que os mecanismos de mercado permitem determinados alinhamentos de interesse que favorecem o processo de barganha, especialmente no momento inicial de constituição ou

---

*lead to greater diffusion of innovation.*” (GORDON, Jeffrey N. (1989). Op. cit., p. 1569).

<sup>286</sup> A esse respeito, J. Gordon afirma: “*Even if promoters bear the full cost of governance arrangements and capital structure at  $t = 0$ , this would not be the case subsequently, at  $t = 1$ , when a charter change is contemplated. Because of the sunk investments of the existing public shareholders, the insiders (managers and controlling shareholders) will not bear the full costs of new features that transfer wealth, i.e., cash flows or control, in their favor. This creates an incentive for opportunistic amendment that, if not addressed ex ante, generates a cost that will be borne by the promoters. Mandatory law-which prevents amendment of the charter in certain key respects-may exist as the solution to that problem.*” (GORDON, Jeffrey N. (1989). Op. cit., p. 1575).

<sup>287</sup> Nesse sentido, J. Coffee afirma: “*Who then is right-the contractarians or their critics? This Article answers that both are right and both are wrong, because both have misstated the problem. In this Article's view, contractual innovation can be reconciled with a stable mandatory core of corporate law if we recognize that what is most mandatory in corporate law is not the specific substantive content of any rule, but rather the institution of judicial oversight. Judicial activism is the necessary complement to contractual freedom. In short, because such long-term relational contracting is necessarily incomplete, the court's role becomes that of preventing one party from exercising powers delegated to it for the mutual benefit of all shareholders for purely self-interested ends. Indeed, that courts will at some point intervene is intuitively understood by the bar.*” (COFFEE JR, John (1989). Op. cit., p. 1621).

<sup>288</sup> Cf. CLARK, Robert (1989). Op. cit., p. 1712.

<sup>289</sup> Cf. CLARK, Robert (1989). Op. cit., p. 1730-1731.

capitalização da companhia<sup>290</sup> – e R. Clark – ao minimizar sobremaneira a capacidade dos agentes econômicos alinharem seus interesses, em comparação com o exercício feito supostamente com essa finalidade por terceiros<sup>291</sup> – se revelem bastante paternalistas e excessivamente intervencionistas, não se pode negar que traçar a linha divisória que limita os campos da disciplina societária em que deve prevalecer a liberdade dos agentes econômicos e aqueles onde se justifica a imposição de limitações a essa liberdade é bastante desafiador.

Ainda que se reconheça, conforme sugerido por F. Easterbrook e D. Fischel, que o papel do Direito societário diz respeito predominantemente ao estabelecimento de normas dispositivas que servem, no limite, como um contrato-padrão a ser utilizado por aqueles que pretendem instituir uma determinada sociedade – auxiliando, assim, na redução dos custos de transação que resultariam de uma ampla negociação acerca de todos os seus termos –<sup>292</sup> é preciso identificar quais os elementos estruturais das sociedades que não podem, em determinados casos, ser afastados, sequer mediante manifestação de vontade dos interessados.<sup>293</sup>

Sob essa perspectiva, L. Bebechuk, reconhecendo que certos limites devem ser impostos à possibilidade de afastar determinadas regras que compõem a disciplina societária, busca também evidenciar que a questão deve ser encarada de modo distinto quando do momento da constituição (ou capitalização inicial da empresa) e ao longo do curso de suas atividades.<sup>294</sup> Embora acredite que há razões para imposição de regras cogentes em ambos os momentos, a importância desse tipo de regramento no momento posterior à constituição ou capitalização inicial da companhia é, na visão de L. Bebechuk, substancialmente maior.<sup>295</sup>

---

<sup>290</sup> Cf. GORDON, Jeffrey N. Op. cit., p. 1556-1564.

<sup>291</sup> Cf. CLARK, Robert (1989). Op. cit., p. 1730-1731.

<sup>292</sup> Cf. EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. (1989) Op. cit., p. 1444. A esse respeito, J. Armour et al. afirmam: “*To this extent, corporate law simply offers a standard form contract that the parties can adopt, at their option, in whole or in part. A familiar advantage of such legally provided standard form is that it simplifies contracting among the parties involved, requiring that they specify only those elements of their relationship that deviate from the standard terms.*” (ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. cit., p. 20).

<sup>293</sup> Nesse sentido, L. BEBCHUK afirma: “*Accepting the contractual view does not entail accepting any particular position on mandatory rules. In particular, one may accept the contractual view of the corporation and at the same time reject the freedom to opt-out position and support a substantial number of mandatory rules. This position is indeed the one that I personally hold: I believe that the contractual view provides a useful and illuminating framework of analysis, and I also believe that the law should have a substantial mandatory role.*” (BEBCHUK, Lucian A. The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law. *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, p. 1409).

<sup>294</sup> Cf. BEBCHUK, Lucian A. Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The desirable constraints on charter amendments. *Harvard Law Review*. Cambridge: Harvard Law Press, v. 102, 1989. p. 1823.

<sup>295</sup> *Ibidem*.

Assim, o autor reconhece que os argumentos apresentados por aqueles advogam em favor de uma ampla autonomia na disciplina societária – conformada, portanto, por meio de regras dispositivas – são mais substanciais em relação ao momento da constituição da empresa (ou de sua capitalização inicial),<sup>296</sup> enquanto que aqueles que defendem um regime centrado em torno de regras cogentes apresentam argumentos mais substanciais em relação à possibilidade de alterações estruturais ao longo da vida da sociedade.<sup>297</sup>

E isso ocorre justamente pelo fato de que o processo de alteração posterior de determinados aspectos da estrutura societária, por meio da deliberação pela alteração dos seus atos constitutivos e estatutos, não pode ser enxergado, sob essa perspectiva, como uma alteração contratual ordinária, uma vez que reúne problemas de coordenação que prejudicam, nesse contexto, a correta informação e participação ativa dos interessados,<sup>298</sup> muito embora as regras que regerão tal processo de alteração (inclusive aquelas que garantem aos dissidentes o direito de retirada) sejam fixadas no momento de constituição da

---

<sup>296</sup> A esse respeito, L. Bebechuk afirma: “*As noted above, in my view the process producing initial charters suffers from significant informational imperfections 14 and externalities. 15 To highlight the difference between charter amendments and the initial charter, however, it is useful to assume in this Part that the process producing initial charters is free of informational imperfections and externalities. Given this assumption, Freedom-to opt-out advocates would have strong reasons for supporting an opting-out Freedom in the initial charter. In doing so, they would be able to rely on the general proposition that, in the absence of informational imperfections and externalities, the contractual freedom of parties should not be limited.*” (BEBCHUK, Lucian A. (1989b). Op. cit., p. 1825-1826).

<sup>297</sup> Cf. BEBCHUK, Lucian A (1989a). Op. cit., p. 1400.

<sup>298</sup> Nesse sentido, L. Bebechuk afirma: “*Unlike initial charters, charter amendments cannot be viewed as contracts; consequently, one cannot rely on the presence of a contracting mechanism as the basis for upholding opt-out charter amendments. Furthermore, the amendment process is quite imperfect and cannot be relied on to preclude value-decreasing amendments. Although an amendment requires majority approval by the shareholders, voting shareholders do not have sufficient incentive to become informed. And although the amendment must be proposed by the board, the directors' decision might be shaped not only by the desire to maximize corporate value but also by the different interests of officers and dominant shareholders.*” (BEBCHUK, Lucian A (1989a). Op. cit., p. 1400-1401). Ou, explicando de outra maneira: “*When provision X is adopted in the initial charter, the fact that a shareholder was free not to buy shares may be used to say that he has (implicitly) consented to X. In contrast, when X is adopted through a charter amendment, such an implicit consent cannot be said to exist. In particular, such an implicit consent cannot be inferred from a shareholder's not selling his shares. For, as explained above, by selling his shares on the market, the shareholder would be unable to escape the adverse consequences of X. Now consider the difference between adopting X in the initial charter and adopting it through a charter amendment from the perspective of the party designing the provision. In the case of the initial charter, the entrepreneur that sets up the company and puts X in the initial charter fully internalizes the effect of X on the shareholders' interests. If adding X would lower the value of shares to the shareholders by \$ 1 a share, then the entrepreneur would be able to get \$ 1 less for each share sold. In contrast, if the directors of the company secure adoption of X through a charter amendment, they will not automatically have to bear the \$ 1 reduction in share value experienced by the shareholders.*” (BEBCHUK, Lucian A (1989b). Op. cit., p. 1828-1829). A esse respeito, J. Armour et al. também afirmam: “*The principled rationale for mandatory terms of these types is usually based on some form of ‘contracting failure’: that some parties might otherwise be exploited because they are not well informed; that the interests of third parties might be affected; or that collective action problems (such as the notorious ‘prisoners’ dilemma’) might otherwise lead to contractual provisions that are inefficient or unfair.*” (ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. cit., p. 22).

sociedade.<sup>299</sup>

A abordagem de análise proposta por L. Bebechuk, enfocada nos incentivos e no poder de barganha existente em relação à adequada negociação dos termos que deverão reger a sociedade no momento de sua constituição e ao longo de sua vida, aplica-se essencialmente à hipótese das sociedades empresárias que se engajam em um processo de formação de capital por meio de amplo apelo à poupança popular,<sup>300</sup> congregando, portanto, um grande número de acionistas com perfis distintos – o que evidentemente acentua os problemas de coordenação que prejudicam, posteriormente à constituição da sociedade, o processo de barganha em relação a alterações posteriores em sua estrutura organizativa.

Ausente essa característica – seja no contexto de empresas que não acessam o mercado de valores mobiliários, seja no caso daquelas que o fazem de modo gradativo e por outros mecanismos alternativos que não uma ampla oferta pública de valores mobiliários –, há evidentemente maior espaço para soluções privadas, essenciais à modelagem de arranjos econômicos que efetivamente atendam aos anseios de empreendedores e investidores.

Evidente, portanto, que essa análise e qualquer proposta de modulação em relação ao equilíbrio de normas cogentes e dispositivas no âmbito da disciplina societária dependerão das particularidades de cada sociedade, que podem reduzir ou aumentar a possibilidade de existir uma efetiva negociação entre os interessados no tocante à definição das suas regras de organização interna, viabilizando a tomada de decisões informadas a respeito desses elementos e, conseqüentemente, a um resultado que atenda adequadamente aos interesses dos envolvidos.<sup>301</sup>

Além disso, no bojo da tentativa de identificar onde deverá ser fixada a linha divisora entre as normas cogentes e dispositivas na conformação da disciplina societária, é essencial distinguir as regras societárias a partir de sua natureza e de suas funções, de modo a avaliar

---

<sup>299</sup> A esse respeito, L. Bebechuk afirma: “*Rational and informed shareholders forming a corporation would recognize the desirability of an amendment procedure that permits charter changes without unanimous shareholder consent. But they also would recognize that allowing any given opt-out freedom might produce value-decreasing amendments and thus involve an expected cost. The expected cost of a given opting-out freedom, as well as its expected benefit, would vary substantially depending on the type of issue involved and the circumstances under which the opting out would be done. An analysis of these expected costs and benefits suggests that the optimal arrangement—the one that rational and informed shareholders would wish to govern their future relationship—is one that, while allowing much midstream opting out, also places significant limits on it.*” (BEBCHUK, Lucian A. (1989a). Op. cit., p. 1401).

<sup>300</sup> Cf. BEBCHUK, Lucian A. (1989b). Op. cit., p. 1825.

<sup>301</sup> A esse respeito, M. Eisenberg afirma: “*The bargain principle is based partly on the proposition that a fully informed party is the best judge of his own utility. If a party is not fully informed, or lacks the sophistication to understand the implications of his bargain, the bargain principle loses some or all of its force.*” (EISENBERG, Melvin A. Op. cit., p. 1463).

em quais campos é possível conferir maior autonomia privada.

É nesse intuito que M. Eisenberg busca classificar as regras que determinam a organização interna das sociedades, em função de sua natureza, em três principais grupos<sup>302</sup>, a saber: (i) regras estruturais – que regulam a alocação do poder decisório dentro da sociedade; (ii) regras distributivas – que regulam a distribuição dos resultados da sociedade; e (iii) regras fiduciárias – que regulam os deveres dos administradores e controladores.

Em seguida, M Eisenberg reconhece que a possibilidade de negociação entre os agentes envolvidos na relação societária – que justifica a predominância de regras dispositivas – dependerá, efetivamente, da natureza da regra, bem como das particularidades da sociedade de que se está tratando – se uma sociedade de poucos sócios, bastante informados e próximos do cotidiano da sociedade, ou se uma sociedade de muitos sócios, pouco informados e distantes do cotidiano da sociedade.<sup>303</sup>

Se por um lado parece bastante palatável discutir sobre a conveniência de uma maior ou menor flexibilidade na definição das regras estruturais e distributivas das sociedades, em função da maior possibilidade de negociação entre as partes envolvidas nessa seara e do evidente benefício que uma maior plasticidade organizativa pode conferir às sociedades – permitindo sua modelagem customizada em função das particularidades atinentes à sua atividade e a seus quadros societários –, o mesmo não ocorre com a possibilidade de se afastar, contratualmente, determinados deveres fiduciários que recaem sobre aqueles que são os responsáveis pela condução dessa sociedade (e.g. controladores e administradores).

Isso porque os contratos de sociedade, por serem evidentemente contratos continuados, são por natureza incompletos.<sup>304</sup> Assim, é justamente à luz desses deveres fiduciários que se avalia sua execução ao longo do tempo. Além disso, é extremamente difícil que uma barganha *ex-ante* sobre a amplitude desses deveres possa levar a um resultado *ex-post*, que atenda adequadamente a todos os interesses envolvidos.<sup>305</sup>

---

<sup>302</sup> Conforme classificação proposta por M. Eisenberg: “*Structural rules govern the allocation of decisionmaking power among various corporate organs and agents and the conditions for the exercise of decisionmaking power; the allocation of control over corporate organs and agents; and the flow of information concerning the actions of corporate organs and agents. Distributional rules govern the distribution of assets (including earnings) to shareholders. Fiduciary rules govern the duties of managers and controlling shareholders.*” (EISENBERG, Melvin A. (1989). Op. cit., p. 1462).

<sup>303</sup> Cf. EISENBERG, Melvin A. (1989). Op. cit., p. 1461.

<sup>304</sup> A esse respeito, ver SZTAJN, Rachel. A Incompletude do Contrato de Sociedade. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*. v. 99, 2004, p. 283-302.

<sup>305</sup> Nesse sentido, M. Eisenberg afirma: “*The bargain principle assumes that contracting parties are fully informed, or at least not systematically underinformed. Parties who bargain over structural and distributional rules are likely to understand the consequences of their bargain in most cases, at least over the short term, and mandatory rules are therefore needed only as a backstop. However, bargains to relax materially the fiduciary*



Nessa linha, em relação às regras estruturais e distributivas, M Eisenberg reconhece que a livre negociação entre as partes acerca do conteúdo das mesmas favorecerá a obtenção de resultados satisfatórios, especialmente em sociedades que contam com uma quantidade limitada de sócios, que tendem a ter maior especialização em matéria financeira e envolvimento com os negócios da sociedade e dispõem de uma quantidade de informação que favorecem uma negociação efetiva acerca desses elementos organizativos da sociedade, protegidos, evidentemente, pela possibilidade de revisão judicial de tais elementos à luz dos princípios gerais e dos deveres fiduciários inerentes ao Direito societário.<sup>306</sup>

Entretanto, em relação às sociedades compostas por uma significativa quantidade de sócios, que não participam ativamente de seus negócios e não dispõem de todas as informações a eles relacionadas (como pode ser o caso, por exemplo, das grandes companhias abertas), M Eisenberg reconhece que ao menos o núcleo duro das regras de natureza estrutural deve ser cogente, principalmente nas áreas em que os interesses dos administradores, controladores e demais sócios podem se apresentar de maneira contrastante ou, até mesmo, conflitante.<sup>307</sup>

Comporiam esse grupo, por exemplo, determinadas regras que tratam da estrutura orgânica da sociedade e da alocação de poder entre seus diversos órgãos, da eleição de administradores e dos mecanismos de monitoramento dos mesmos, de direitos de aprovação e de dissidência em relação a determinadas matérias que podem alterar significativamente a

---

*rules set by law would likely be systematically underinformed even over the short term. Even if the shareholders understood the content of the rules whose protection they attempted to waive—which is unlikely—they still could not begin to foresee the varying circumstances to which such a waiver would be applicable. Any such waiver would therefore inevitably permit unanticipated opportunistic behavior.”* (EISENBERG Melvin A (1989). Op. cit., p. 1469-1470). No mesmo sentido, sobre a importância dos deveres fiduciários serem conformados como regras cogentes dentro do Direito societário, J. Gordon afirma: *“Even if the content of fiduciary duties should be the bargain the parties would have reached in the absence of transaction costs (the content principle), flaws and externalities in the contracting process require us to reject the opt out principle. More specifically, since insiders have substantial control over the amendment process, they are continually tempted to relax fiduciary standards that govern their behavior and expose them to liability. A mandatory rule eliminates this threat of opportunism while leaving recourse to the legislative process to modify duties-to innovate-where appropriate. Further, a stable conception of fiduciary duty develops only through applying a single standard across a great range of cases. Such a baseline represents a valuable public good, since the verbal formulas and the standards would vary considerably in the absence of a mandatory rule. (...) Fiduciary duties provide a set of standards to restrain insiders in exercising their discretionary power over the corporation and its shareholders in contingencies not specifically foreseeable and thus over which the parties could not contract. Accordingly, parties do not know the decision rule for matters governed by fiduciary duties at the time that they enter into the corporate contract.”* (GORDON, Jeffrey N (1989). Op. cit., p. 1593).

<sup>306</sup> Cf. EISENBERG, Melvin A (1989). Op. cit., p. 1463-1466. A esse respeito, J. COFFEE afirma: *“Although the issue of how well the market prices corporate governance terms can certainly be sensibly debated, an exclusive focus on economics ignores an important feature common to all forms of long-term relational contracts: namely, that courts have invariably played an active and indispensable role in monitoring and interpreting such agreements.”* (COFFEE JR, John (1989). Op. cit., p. 1619).

<sup>307</sup> Cf. EISENBERG, Melvin A (1989). Op. cit., p. 1480.

estrutura da sociedade, ou em relação às quais há um maior potencial de conflito de interesses entre administradores, controladores e demais sócios etc.<sup>308</sup>

Por outro lado, M Eisenberg reconhece que as normas de natureza cogente não devem, de maneira alguma, restringir ou regular o conteúdo das decisões empresariais ou das operações das quais a sociedade é parte ou objeto, e, por tal motivo, as regras distributivas, que estão intimamente associadas à capacidade de financiamento e de investimento da sociedade (e, portanto, a decisões de ordem negocial), devem ser de natureza predominantemente dispositivas, exceto no que tange à proteção de interesses externos à sociedade, como, por exemplo, dos seus credores.<sup>309</sup>

Muito embora essa não seja a posição de M Eisenberg<sup>310</sup>, parece fundamental, conforme salienta L. Bebechuk<sup>311</sup>, contemplar nessa análise que a eventual possibilidade de negociação acerca de determinadas regras de natureza estrutural e distributiva, bem como a aceitação de uma maior ou menor flexibilidade nesse campo, pode diferir substancialmente em função do momento em que se opera a fixação ou alteração dessas regras.

Consequentemente, seria possível admitir, inclusive em relação a determinadas sociedades que almejam efetivar uma ampla captação pública de recursos por meio do

---

<sup>308</sup> Ibidem. Nesse sentido, J. Gordon afirma: “*Many mandatory rules of corporate law allocate power throughout the governance structure, affecting, in particular, the balance of power between directors and shareholders. The managerial role of the board, shareholder voting rights in the election of directors and shareholder removal rights are classic examples. Because the corporate contract is radically incomplete, many future decisions are left to the governance structure. Thus many important economic outcomes will be highly sensitive to changes in the allocation of power. (...) Transactions that transform the economic structure of the firm are generally governed by mandatory rules: mergers in which the firm does not survive or the ownership stake of the existing shareholders is significantly diluted, the sale of substantially all assets, or the firm's dissolution.*” (GORDON, Jeffrey N. (1989) Op. cit., p. 1592).

<sup>309</sup> Ibidem.

<sup>310</sup> Nesse contexto, M. Eisenberg conduz sua análise diferenciando as companhias fechadas, as companhias abertas e as companhias que estão prestes a acessar o mercado de valores mobiliários por meio de uma oferta pública. Essa última categoria é utilizada essencialmente para avaliar a dinâmica que se instaura em relação ao processo de negociação das estruturas internas da sociedade no contexto em que a mesma está sujeita a um iminente processo de precificação pelos potenciais investidores. Nesse sentido, a diferença entre companhias que estão prestes a acessar o mercado de valores mobiliários e companhias abertas, na análise de M. Eisenberg, corresponde essencialmente à diferença entre o momento de constituição e o momento subsequente a essa, diferenciados na análise de L. Bebechuk. Entretanto, M. Eisenberg considera que a maneira como ocorre a precificação dessa estrutura é bastante imperfeita, não reconhecendo sua legitimidade para justificar uma maior liberdade em relação à fixação das regras estruturais da sociedade. (Cf. EISENBERG, Melvin A. (1989). Op. cit., p. 1515-1524). A esse respeito, M. Eisenberg afirma: “*Here too, the core fiduciary and structural rules should not be subject to variation, because variations in such rules might not be accurately priced, would be unfairly surprising, would lead to inefficiency in the capital markets, and might well lead to inefficiency in the national economy.*” (EISENBERG, Melvin A. (1989). Op. cit., p. 1464).

<sup>311</sup> Sobre essa diferença, L. Bebechuk afirma: “*The debate on contractual freedom in corporate law should be viewed as two debates, not one. The questions of contractual freedom in the initial charter and in midstream (that is, after the corporation has been formed and its initial charter set) are different and require separate examination.*” (BEBCHUK, Lucian A. (1989). Op. cit., p. 1399).

mercado de valores mobiliários, que determinadas regras possam ser estabelecidas como normas dispositivas no ato de constituição ou no momento da capitalização pública inicial da companhia (permitindo, por exemplo, seu afastamento por vontade das partes interessadas), mas cogentes a partir de então, sujeitas a maiores restrições quanto a alterações posteriores.

Isso porque, em tal momento inicial, a estrutura organizacional da sociedade será efetivamente precificada, de modo que escolhas ineficientes ou indesejadas afetarão necessariamente seu custo de capital.<sup>312</sup>

Os argumentos utilizados por J. Gordon e M. Eisenberg,<sup>313</sup> para refutar a possibilidade de uma maior liberdade contratual em relação à fixação das regras estruturais da sociedade nesse momento – escorados na percepção de que o processo de precificação, que se dá no contexto das ofertas públicas de valores mobiliários é imperfeito, especialmente em função de problemas informacionais e da pouca capacidade de compreensão por parte dos investidores de mercado quanto às consequências de tais arranjos – parecem não contemplar adequadamente a dinâmica que impera no âmbito de tais processos.

Isso porque o aludido processo de precificação tradicionalmente é comandado por

---

<sup>312</sup> Acerca dos argumentos comumente utilizados para defender maior flexibilidade organizativa no momento de constituição ou da realização de uma oferta pública inicial de ações por determinada sociedade, L. Bebechuk afirma: “*The deregulators' argument here is straightforward, the classic "freedom of contract" argument. The private parties involved, it is argued, know their interests best (or at least better than do public officials). Therefore, the price investors will be willing to pay for stock in an initial offering will generally reflect the initial charter provisions, and the party designing the charter will take this into account. Charter provisions will consequently tend to be the efficient, value-maximizing provisions.*” (BEBCHUK, Lucian A. (1989). Op. cit., p. 1404).

<sup>313</sup> A esse respeito, J. Gordon considera que a recorrente desinformação dos investidores prejudica esse processo de negociação, defendendo uma predominância de regras cogente mesmo neste momento inicial: “*An investor protection argument flows directly from rejection of the contractarian information assumption. Many investors do not read the prospectus or do not understand or fully register the entailments of charter provisions. Thus mandatory law represents the state's setting of non variable quality standards to protect investors against the risks of misinformation.*” (GORDON, Jeffrey N. (1989) Op. cit., p. 1556). Da mesma forma, M. Eisenberg: “*This line of reasoning, which I will call the initial-public-offering argument, does not prevail under current law. In general, the core fiduciary and structural rules that are mandatory for publicly held corporations are no less mandatory for corporations that might attempt to vary those rules before going public. An examination of the limits of the initial-public-offering argument shows why this should be so. To begin with, the argument assumes that such variations, if permitted, would be accurately priced. In fact, however, there is no direct evidence that all such variations would be accurately priced, and some direct evidence that they would not. It must be borne in mind that the pricing and market for stock offered in an initial public offering ("IPO") may differ substantially from the pricing and market for stock that is already publicly traded. The price of stock that is already publicly traded is determined by the intersection of the valuations of a huge number of buyers and sellers, whose random biases may tend to cancel one another out. In contrast, the price of stock offered in an initial public offering is typically determined by negotiation between the Corporation and an underwriter on the basis of general market conditions and preliminary expressions of interest by potential investors, many of whom would probably be unaware of the corporation's constitutive rules.*” (EISENBERG, Melvin A. (1989). Op. cit., p. 1516).

investidores profissionais altamente especializados, com grande capacidade de compreensão acerca das estruturas adotadas e suas consequências, e que possuem, muitas vezes, efetivo poder de barganha em função de seu porte financeiro ou da magnitude do investimento que fará na sociedade, e não pelos pequenos investidores comuns que, via de regra, participam de tais transações nas condições de preço negociadas exclusivamente por aqueles investidores profissionais.<sup>314</sup>

Tal contexto reúne elementos que favorecem uma efetiva negociação a respeito das condições estruturais da sociedade, que se resolverá pela precificação da contribuição a ser feita pelos sócios entrantes, incentivando, portanto, a adoção de regras estruturais eficientes e que melhor atendam aos interesses da sociedade, de seus controladores e administradores, como também dos recém-admitidos novos sócios.<sup>315</sup>

Entretanto, no momento posterior a essa precificação, os tradicionais conflitos de agência que envolvem controladores, administradores e demais sócios, bem como os

---

<sup>314</sup> As ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários tradicionalmente são precificados por meio do mecanismo conhecido como *bookbuilding*, por meio do qual os intermediários dessas operações fixam o preço dos valores mobiliários a partir da demanda apresentada no contexto do processo de coleta de intenção de investimento conduzido junto a um grupo de investidores institucionais pré-selecionados discricionariamente. Após a definição do preço, os investidores comuns que desejem participar da oferta poderão fazê-lo ao preço fixado por meio do processo de *bookbuilding* realizado junto aos investidores institucionais. Nesse contexto, os investidores comuns (tradicionalmente menos informados e com menor capacidade de compreensão em relação à estrutura societária e às atividades da empresa ofertante) são tomadores do preço (*price takers*) fixado pelos investidores institucionais (*price makers*). Acerca das vantagens de tal procedimento fixação de preço no âmbito das ofertas públicas iniciais de distribuição, sobretudo por maximizar o processo de aquisição de informações pelos investidores institucionais, e, conseqüentemente, a precificação dos valores mobiliários ofertados, A. Sherman afirma: “*The U.S. book-building method has become increasingly popular for initial public offerings (IPOs) worldwide over the last decade, whereas sealed-bid IPO auctions have been abandoned in nearly all of the many countries in which they have been tried. I model book building, discriminatory auctions, and uniform price auctions in an environment in which the number of investors and the accuracy of investors’ information are endogenous. Book building lets underwriters manage investor access to shares, allowing them to reduce risk for both issuers and investors and to control spending on information acquisition, thereby limiting either underpricing or aftermarket volatility. Because more control and less risk are beneficial to all issuers, the advantages of book building’s allocational flexibility could explain why global patterns of issuer choice are surprisingly consistent.*” (SHERMAN, Ann. Global trends in IPO methods: book building versus auctions with endogenous entry. *Journal of Financial Economics*. Atlanta: Elsevier, vol. 78, 2005, p. 615).

<sup>315</sup> Em linha com essa visão, P. Marchetti afirma: “*Se ne trae allora la conseguenza che se il mercato è un mercato efficiente, è capace con il, suo spontaneismo, con la sua mano invisibile, con le sue logiche di pervenire agli assetti più soddisfacenti ed adeguati; Il contratto e, per quel che concerne i rapporti tra soci e l’organizzazione societaria, lo statuto, costituiscono la formalizzazione del punto di equilibrio di una relazione di mercato. I relativi contenuti, cioè le regole contrattuali costituiscono pertanto l’assetto per definizione ottimo, se si accetta il presupposto di una economia fondata sul mercato, cui la dinamica, appunto, di mercato conduce. (...) Le dinamiche del mercato, la dura lex della fuga del mercato da un titolo il cui emittente ha un’organizzazione societaria non affidabile sotto il profilo della correttezza e della efficienza, della redditività della gestione rappresenta la forza che induce a regole statutarie equilibrate ed efficienti. L’investitore, il socio, il creditore della grande impresa non sono contraenti deboli. Sono al contrario contraenti forti perché espressione e partecipi della potenza del mercato nel suo complesso.*” (MARCHETTI, Piergaetano. Op. cit., p. 563).

problemas de coordenação entre os diversos sócios, afetam substancialmente o processo decisório por meio do qual modificações estruturais são aprovadas, retirando-lhe em grande medida aquelas condições de barganha que suportam uma maior flexibilidade quando da constituição ou da capitalização pública inicial da companhia.<sup>316</sup>

Ademais, há de se reconhecer que a conformação de uma disciplina societária que concede maior liberdade na organização interna das sociedades exige mecanismos eficientes de monitoramento e controle da conduta dos agentes que compõem a estrutura societária, pois, no limite, a opção por um sistema mais ou menos rígido nessa seara envolve um claro *trade-off*: retirar a liberdade das partes para prevenir, *ex-ante*, comportamentos indesejados, ou conceder-lhe maior flexibilidade na engenharia societária e controlar, *ex-post*, os desvios de conduta, principalmente pela via judicial.<sup>317</sup>

Não obstante soluções mais liberalizantes nesse contexto sejam criticadas em função da percepção de que uma estratégia de maior empoderamento das partes envolvidas favorecerão invariavelmente abusos em decorrência dos típicos conflitos de agência que se estabelecem no seio das sociedades (que dificilmente serão adequadamente tratados por meio de controle *ex-post*)<sup>318</sup> – ou, ainda, por ignorar outros interesses, externos à empresa,

---

<sup>316</sup> Nesse sentido, L. Bebechuk afirma: “*Unlike initial charters, charter amendments cannot be viewed as contracts; consequently, one cannot rely on the presence of a contracting mechanism as the basis for upholding opt-out charter amendments. Furthermore, the amendment process is quite imperfect and cannot be relied on to preclude value-decreasing amendments. Although an amendment requires majority approval by the shareholders, voting shareholders do not have sufficient incentive to become informed. And although the amendment must be proposed by the board, the directors' decision might be shaped not only by the desire to maximize corporate value but also by the different interests of officers and dominant shareholders.*” (BEBCHUK, Lucian A. (1989a). Op. cit., p. 1400-1401). No mesmo sentido, J. Gordon afirma: “*A rather different basis for mandatory corporate law is the claim that mandatory law is a handstyng mechanism that provides assurance against opportunistic charter amendment.*” (GORDON, Jeffrey N. (1989) Op. cit., p. 1573).

<sup>317</sup> A esse respeito, sobre a amplitude da liberdade contratual na esfera societária, J. Coffee afirma: “*the issue of contractual freedom is inextricably entangled with the issue of institutional competence. Do we rely on prophylactic rules allowing little or no departure from the statutory baseline? Or do we counterbalance contractual freedom with ex post judicial review?. (...) contractual innovation can be reconciled with a stable mandatory core of corporate law if we recognize that what is most mandatory in corporate law is not the specific substantive content of any rule, but rather the institution of judicial oversight. Judicial activism is the necessary complement to contractual freedom. In short, because such long-term relational contracting is necessarily incomplete, the court's role becomes that of preventing one party from exercising powers delegated to it for the mutual benefit of all shareholders for purely self-interested ends*”. (COFFEE JR, John (1989). Op. cit., p. 1620-2621).

<sup>318</sup> A esse respeito, em severa crítica a tal abordagem em relação ao Direito societário, C. Salomão Filho afirma: “*A consequência é um direito societário fixado exclusivamente na descoberta de formas societárias estimuladoras da eficiência empresarial e administrativa, qualquer que seja a definição de eficiência adotada (diminuição dos custos de supervisão, estímulos à apropriação de conhecimento, etc.). Dois resultados distintos então se produzem. De um lado, um direito societário engessado em que os modelos desenvolvidos têm valor no máximo descritivo. A segunda consequência, talvez decorrente da primeira, é uma realidade societária em que o direito não é suficiente para ir além da discussão do princípio da eficiência empresarial e assim não é tampouco capaz de criar estímulos jurídicos à prevenção de grandes fraudes corporativas (que*

que deveriam compor a conformação de seu interesse social<sup>319</sup> –, há de se atentar para as também danosas consequências da adoção de estratégia oposta.

Efetivamente, a perda de plasticidade advinda da predominância de normas organizacionais de natureza cogente em relação a determinadas matérias de natureza estrutural e distributiva afetas à sociedade apenas se justificaria na hipótese de os ganhos globais gerados com a adoção de tais normas (ao mitigar potenciais defeitos no processo de negociação) superarem os malefícios advindos da diminuição do espaço de ação da autonomia privada nesse campo, sob pena de, repita-se, afetar adversamente a eficiência dos arranjos econômicos estruturados entre investidores e empreendedores no bojo do processo de formação de capital.

Significa dizer que as formas de organização societárias devem ser dotadas de

---

*vem se multiplicando na realidade societária). Esse cenário impressiona pela falta de uma preocupação precipuamente jurídica em relação às organizações societárias. Entender o direito societário como algo capaz de influenciar a realidade e não como uma organização que reproduz padrões econômicos de eficiência ou tecnologia, implica direcionar a pesquisa para caminhos completamente diversos.”* (SALOMÃO FILHO, Calixto. “Análise Estruturalista do Direito Societário”. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 54-55).

<sup>319</sup> Tal debate remonta às teorias contratualista e institucionalistas acerca dos propósitos das sociedades empresárias. Em boa síntese desse amplo debate, E. França afirma: “*Tendo em vista, sobretudo, a problemática trazida pela grande empresa e suas repercussões sociais, trava-se, desde o início do século XX, intensa polemica entre os juristas sobre o conceito de interesse social. Indaga-se, assim, qual o significado de tal expressão: cuida-se, meramente, do interesse coletivo dos sócios? Do interesse da sociedade, como pessoa distinta da dos sócios? Ou também abrange o interesse da empresa, dos trabalhadores, dos credores e da própria comunidade e do país? Tal é a polêmica que monopolizou as atenções dos estudiosos do direito, tendo sido considerada por alguns como o “problema fundamental” das sociedades por ações E não sem razão, pois não se trata de questão estéril, tendo influenciado ao revés, como se verá, legisladores e juizes na elaboração e aplicação da lei. As teorias elaboradas em torno do interesse social dividem-se em dois grandes grupos: as teorias institucionalistas e as contratualistas. Para as primeiras, o interesse social abrange também interesses diversos dos interesses dos acionistas; para as segundas, resume-se ele ao interesse coletivo destes.*” (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflitos de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2ª ed. rev. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 27-28). Para uma ampla visão sobre as diversas correntes que compõem as teorias contratualistas e institucionalistas, ver SALOMÃO FILHO, Calixto. “Interesse Social: A Nova Concepção”. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 27-52 e FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Op. cit., p. 27-59). Não obstante o importante valor dessa discussão e a inegável existência de diversos interesses externos à sociedade por ela afetados, que impõem inclusive importante limite à sua atuação (aliás, como constante, no caso brasileiro, do texto expresso dos artigos 116 e 154 da Lei nº 6.404/76), tal constatação não deve fulminar a identificação da sociedade com um contrato plurilateral, por meio do qual os sócios organizam sua atuação em função de um interesse comum, associado ao exercício conjunto de uma determinada atividade, conforme ressalta E. França: “*É inegável, de um lado, que os interesses que gravitam em torno das sociedades anônimas não se limitam aos meros interesses particulares dos sócios, dizendo respeito também aos interesses dos trabalhadores, da comunidade e da própria economia como um todo. Não se afigura correto, entretanto, definir o interesse social como o interesse de um ente superior e distinto, como a pessoa jurídica ou a empresa em si. Muito mais coerente, nesse particular, é a teoria institucionalista do “direito da empresa acionária”, que identifica os distintos interesses que confluem em torno das companhias, procurando harmonizá-los. De outro lado, porém, acatada a figura do contrato plurilateral para explicar a natureza jurídica das sociedades, como sustentou Ascarelli, não há como descartar a aplicação de uma disciplina contratual para regular os interesses relativos aos sócios.*” (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Op. cit., p. 57-58).

flexibilidade organizacional em relação à definição de regras estruturais e distributivas sempre que houver a possibilidade de efetiva negociação a esse respeito entre as partes interessadas (controladores, administradores e demais sócios). Caso contrário, a inflexibilidade decorrente, caso seja imperativa como requisito de acesso ao mercado primário de valores mobiliários, poderá afetar ou impedir, em determinados casos, a utilização desse mercado como fonte de financiamento da empresa, causando prejuízos que se sobrepõem às proteções que se buscam mediante a imposição de tal regime predominantemente cogente.

### 3.3.2 Tipos societários

A flexibilidade relacionada às formas de organização da empresa está associada, ademais, dos modelos contemplados no ordenamento jurídico<sup>320</sup> – os chamados tipos societários.<sup>321</sup>

O contrato de sociedade é dotado de diversas particularidades, especialmente se comparado aos típicos contratos de permuta, na medida em que lhe falta o sinalagma que marca estes últimos.<sup>322</sup>

No contrato de sociedade, não há prestações contrapostas entre os sócios, mas sim prestações dirigidas à consecução daquele fim comum que motivou a formação da sociedade.<sup>323</sup> no caso das sociedades empresárias, a obtenção do lucro a partir da consecução

---

<sup>320</sup> Conforme ressaltam J. Armour et al., a variedade de tipos societários pode, inclusive, atenuar os efeitos negativos advindos de uma disciplina societária marcada por normas cogentes, ao permitir a escolha entre diversos tipos, ainda que relativamente inflexíveis: “Mandatory rules need not just serve a prescriptive function, however. When used in conjunction with a choice of corporate forms, they can perform an enabling function similar to that served by default rules. More particularly, mandatory rules can facilitate freedom of contract by helping corporate actors to signal the terms they offer and to bond themselves to those terms. The law accomplishes this by creating corporate forms that are to some degree inflexible (i.e., are subject to mandatory rules), but then permitting choice among different corporate forms.” (Cf. ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. cit., p. 22).

<sup>321</sup> Cf. SZTAJN, Rachel. *Contrato de Sociedade e Formas Societárias*. São Paulo: Saraiva, 1989, p. 56. A noção de tipo, neste contexto, segundo R. Sztajn, é utilizada “no sentido de modelo ou estrutura, isto é, como um esquema definido por um conjunto de regras (legais ou costumeiras) que descrevem ou definem uma estrutura negocial à qual se ligam determinados efeitos também previstos na lei ou pelo uso. (...) O recurso ao método tipológico facilita aplicar a um contrato normas que se referem a um determinado tipo legal ao lado de normas que se referem a qualquer outro tipo (o que permite qualificar um determinado contrato como sociedade) e ao mesmo tempo, aplicar a ele normas referentes a outro contrato (tipificado ou não) ou as normas gerais sobre contratos, sempre que não for possível individualizar aquelas que seriam escolhidas pelas partes para regular aqueles interesses.” (SZTAJN, Rachel. Op. cit., p. 53-54).

<sup>322</sup> Cf. ASCARELLI, Tulio (2011). Op. cit., p. 390.

<sup>323</sup> A esse respeito, T. Ascarelli, ao propor a célebre classificação do contrato de sociedade como um contrato plurilateral, afirma: “Cada parte, pois tem obrigações, não para com ‘uma’ outra, mas para com ‘todas’ as outras; adquire direitos, não para com ‘uma’ outra, mas para com ‘todas’ as outras. Se quiséssemos ser indulgentes para com o uso recente de imagens geométricas na ilustração de fenômenos jurídicos, poderíamos dizer que, no contrato de sociedade e nos contratos plurilaterais em geral, as partes se acham como dispostas

de determinada atividade econômica.

Esse contrato, por sua vez, permite uma variabilidade de formas, que constituem os diversos esquemas organizacionais das sociedades, definidas a partir de um conjunto de regras – cogentes e dispositivas – que congregam os chamados tipos societários. Tais tipos, apesar de incorporados ao ordenamento jurídico, tradicionalmente se moldaram em atendimento aos anseios advindos da prática negocial ao longo do tempo.<sup>324</sup>

O tipo societário, dessa forma, configura uma estrutura jurídica definida em lei, que os agentes econômicos elegem para, por meio dela, conduzir determinada atividade.<sup>325</sup>

Claro, portanto, que a escolha do tipo societário e a formatação da sua estrutura têm repercussões importantes na organização da empresa e na realização da atividade que constitui seu objeto,<sup>326</sup> uma vez que determinará aspectos essenciais associados a sua conformação estrutural interna – e.g. alocação de direitos entre sócios e sua organização administrativa – e sua projeção externa – e.g. personalidade jurídica e natureza do regime de responsabilidade.

Atualmente, predomina, no Brasil, o modelo da tipicidade fechada, admitindo-se, destarte, para a estruturação de um determinado negócio, apenas o uso de uma das formas societárias prescritas na lei.<sup>327</sup> Se, por um lado, esse modelo, ao não admitir a modelagem de formas societárias atípicas, evidentemente limita a autonomia das partes em relação à

---

*em círculo; nos demais contratos, ao contrário, cada uma das (duas) partes se acha num dos extremos de uma linha.*” (ASCARELLI, Tulio (2011). Op. cit., p. 390).

<sup>324</sup> A esse respeito, R. Sztajn afirma: “*A verdade é que os diferentes tipos de sociedades, surgidos da prática negocial, estão ligados ao tráfico comercial e têm origem na regulação de interesses pessoais. A reunião de pessoas para, em conjunto, exercerem atividade econômica e dividirem resultados, buscando a forma adequada para cada situação específica, contornando proibições referentes à prática de usura ou da posição social, que impediam o exercício do comércio de um lado, e a necessidade de recursos que os mercadores manifestavam de outro, propiciou o desenvolvimento das distintas formas societárias, cada uma com sua específica função.*” (SZTAJN, Rachel. Op. cit., p. 24).

<sup>325</sup> Cf. TELLECHEA, Rodrigo. Op. cit., p. 180.

<sup>326</sup> Nesse sentido, R. Tellechea afirma: “*E tais modelos, resultantes de uma operação de abstração realizada pelo legislador, na maioria das vezes com base na realidade subjacente, outorgam ao empreendedor, em regime fechado, opções normativas para estruturar sua operação, sendo correto dizer que traçam a espinha dorsal do negócio a ser explorado pelo agente, assegurando a organização dos fatores de produção e a alocação dos recursos diretamente no mercado.*” (TELLECHEA, Rodrigo (2015). Op. cit., p. 487-488).

<sup>327</sup> A esse respeito, J. A. Tavares Guerreiro, em obra no prelo, esclarece: “*o Código Civil estabeleceu a tipicidade das sociedades, vedando a criação de sociedades inominadas, produto exclusivo da autonomia da vontade, ao mesmo tempo que admitiu, no art. 425, a existência e validade de contratos atípicos, nas condições abaixo discutidas. A razão de ser dessa atitude do Código, contrária às sociedades inominadas, prende-se ao mesmo motivo que o leva a discriminar os direitos reais em ‘numeros clausus’ (art. 1.225). Com explica um tratadista, da mesma forma como os terceiros devem conhecer sem hesitação os direitos de um proprietário ou de um usufrutuário, os terceiros devem poder saber quais são os traços essenciais de tal ou qual forma de sociedade, sem necessitar se dispor a efetuar complexas investigações.*” (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Comentários ao Código Civil*, no prelo, apud FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *A Sociedade em Comum*. São Paulo: Malheiros, 2013, p. 135).



conformação da estrutura que regerá o seu negócio,<sup>328</sup> permite a escolha, dentro dos rol dos tipos previstos, aquele que melhor atenda às necessidades dos agentes econômicos que integram a empresa.

O conjunto normativo que compõe um determinado tipo societário contém, ademais, um núcleo que lhe confere identidade, a partir de dadas características que marcam sua essência e, portanto, não podem ser derogadas pela vontade das partes (formado, assim sendo, por normas de natureza cogente).<sup>329</sup>

Contudo, há de haver espaço, no regramento do tipo societário, para a modelagem de sua estrutura interna, no que diz respeito à alocação de direitos econômicos e políticos e à configuração organizacional da sociedade, essencial para o atendimento das particularidades que advêm do exercício da atividade que constitui seu objeto.<sup>330</sup>

Esse espaço será maior ou menor justamente em função do equilíbrio entre normas dispositivas e cogentes ditadas pelo ordenamento jurídico, que evidentemente variam em função do tipo societário e da complexidade que o reveste.

Apesar da variância de tipos societários no Direito comparado, é de se notar que existem determinados elementos centrais que norteiam a estrutura das diversas formas de organização societária, dentre os quais se destacam: (i) a existência ou não de personalidade jurídica e a consequente autonomia do patrimônio destinado ao exercício da atividade empresária; (ii) a existência ou não de responsabilidade limitada de todos os sócios ou de ao menos parte deles; (iii) a forma e estrutura de administração da sociedade; (iv) a existência de diversos órgãos na estrutura societária e a alocação de competências entre eles; (v) o regime de transferência da participação societária; (vi) o regime de contribuição dos sócios;

---

<sup>328</sup> A esse respeito, em crítica à tipicidade fechada na disciplina societária, R. Sztajn afirma: “*A mistura de tipos ou de formas de organização, facilitando a continuação da empresa, dando-lhe mais estabilidade, deveria ser facultada aos particulares nos segmentos não reservados. Como limite à liberdade de contratar, os tipos ou modelos legais produzem efeitos que as sociedades atípicas não produziriam, excepto se os desvios do modelo puderem ser considerados justificáveis em face da realidade socioeconômica. Pear a liberdade contratual pela imposição de formas societárias típicas, contrariando todo o processo de formação das sociedades comerciais, será ir contra a natureza das coisas. Nem sempre é o legislador a pessoa mais apta para criar tipos organizacionais que convenham ao tráfico econômico, como ocorreu com a sociedade por quotas de responsabilidade limitada (aliás, único tipo societário mercantil criado em gabinete).*” (SZTAJN, Rachel. Op. cit., p. 171-172).

<sup>329</sup> Cf. TELLECHEA, Rodrigo (2015). Op. cit., p. 190-191.

<sup>330</sup> A esse respeito, R. Tellechea afirma: “*De um lado, o plano interno é regulado por uma série de normas que definem o relacionamento entre a sociedade e seus sócios/acionistas e entre eles entre si, estando consubstanciado na estrutura organizacional por eles modelada, com certa flexibilidade. De outro, o plano externo tem relação com um espectro exterior rígido, representado pelo regime de responsabilidade dos sócios, pelas obrigações da sociedade com terceiros, direta ou indiretamente vinculados à exploração da sua atividade, devendo respeitar uma série de regulamentos e procedimentos exteriores à sua estrutura, tais como leis fiscais, do consumidor, trabalhistas, ambientais etc.*” (TELLECHEA, Rodrigo. Op. cit., p. 203).

e (vii) os direitos e deveres que derivam da condição de sócio.

A escolha de determinada forma societária levará necessariamente em consideração os elementos estruturais acima indicados (e.g. a disponibilidade de uns, a inexistência de outros etc.) *vis-à-vis* as particularidades e necessidades (inclusive de capital) inerentes à atividade empresária que se pretende exercer.

Sob esse aspecto estrutural, é possível afirmar que a possibilidade de formação de capital por meio do mercado primário de valores mobiliários é favorecida pela presença de pelo menos três desses elementos.

O primeiro deles é a personalidade jurídica e a autonomia patrimonial dela decorrente (ou algum outro mecanismo que emule seus efeitos), sem a qual os passivos individuais dos sócios poderiam ser imputados à sociedade, impossibilitando uma correta avaliação econômica da sociedade e da participação societária na mesma (uma vez que a avaliação dependeria, nesse caso, também dos passivos individuais dos sócios).<sup>331</sup>

O segundo deles é a limitação da responsabilidade, se não de todos, ao menos dos sócios que não participam da gestão da sociedade, que dificilmente estariam dispostos a prover recursos sem que houvesse a possibilidade de limitar os riscos financeiros associados às perdas potenciais que poderiam ser incorridas em caso de insucesso do empreendimento investido.<sup>332</sup>

Por fim, o terceiro deles é a possibilidade de transferência das participações societárias, que garantem a perenidade da sociedade – que, dessa forma, não se sujeita a dissolução em caso de alteração de seus titulares – e favorece a conversão do investimento em dinheiro à custa de terceiros interessados em assumir a posição de sócio (e não à custa da própria sociedade, como ocorre nos casos de reembolso ou liquidação da participação societária), uma vez que a perspectiva de liquidez – imediata ou futura – constitui condição importante para a realização do investimento no momento inicial de captação de recursos pela sociedade.<sup>333</sup>

---

<sup>331</sup> Cf. ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. cit., p. 10.

<sup>332</sup> Ibidem.

<sup>333</sup> Cf. ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. cit., p. 11. Conforme ressalta J. Armour, a possibilidade de transferência de participações societárias não é sinônimo de negociabilidade em mercados secundários e não exclui a possibilidade de imposição de restrições quanto a transferência em seus atos constitutivos, afirmando: “Fully transferable shares do not necessarily mean freely tradable shares. Even if shares are transferable among limited groups of individuals or with the approval of the current shareholders or of the corporation. Free tradability maximizes the liquidity of shareholding and the ability of shareholders to diversify investments. It also gives the firm maximal flexibility in raising capital. For theses reasons, all jurisdictions provide for free tradability for at least one class of corporation. However, free tradability can also make difficult to maintain negotiated arrangements for sharing control and participating in management.

Como é sabido, o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários está intimamente associado ao desenvolvimento de formas organizativas de sociedades que reúnem aqueles três elementos acima indicados, notadamente às sociedades por ações.

A própria doutrina societária usualmente busca classificar as sociedades em função do seu grau de dependência em relação à figura de seus sócios, qualificando-os como sociedades de pessoas (*intuitu persone*) aquelas em que tal dependência se apresenta de forma exacerbada; e como sociedades de capitais (*intuitu pecuniae*) aquelas em que a realização e consecução da atividade que constitui seu objeto não depende essencialmente da figura dos sócios, mas sim da reunião dos recursos necessários para tanto, dotadas, assim, de uma feição mais institucional e menos pessoal.<sup>334</sup>

E a autonomia privada na modelagem das sociedades (e, conseqüentemente, a predominância de regras dispositivas ou cogentes na conformação de seu regime) costuma ser temperada em função dessa vocação mais ou menos personalista do tipo societário.

Conseqüentemente, os tipos societários tradicionalmente utilizados na organização das chamadas sociedades de pessoas costumam gozar de maior liberdade organizativa interna, ao passo que as chamadas sociedades de capitais costumam gozar de uma maior rigidez constitutiva, uma vez que sua utilidade para a congregação de capitais (inclusive por meio da captação pública de recursos) traz para o seio de sua organização determinadas questões de ordem pública, derivadas da necessidade de tutela daqueles que nela aportam seus recursos, ou mesmo de terceiros que com ela se relacionam.<sup>335</sup>

Justamente por reconhecer que essa abordagem excessivamente dicotômica negligencia parte relevante do universo societário, que engloba sociedades em que, apesar

---

*Consequently, all jurisdictions also provide mechanisms for restricting transferability. Sometimes this is done by means of a separate statute, while other jurisdictions simply provide for restraints on transferability as an option under a general corporation statute.” (ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. cit., p. 11).*

<sup>334</sup> Nesse sentido, afirma A. A. Gonçalves: “A principal classificação é a que as separa, do ponto de vista de sua estrutura econômica, em sociedades de pessoas e sociedades de capital. São sociedades de pessoas aquelas que se constituem ‘intuitu personae’, isto é, em razão do relacionamento que os sócios possuem entre si; os vínculos de afinidade, de amizade, de conhecimento ou de parentesco é que levam os sócios a reunir seus esforços para o empreendimento comum. (...) A formação das sociedades de capital, no entanto, é movida pelo interesse dos sócios em reunir seus recursos para o desenvolvimento da atividade social, independentemente do relacionamento que possam ter entre si. O que os atrai é o ‘intuitu pecuniae’. A estrutura da sociedade e seu regimento revestem-se de solidez necessária para evitar que desavenças entre sócios afetem as atividades que deve realizar.” (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Tipos Societários e Classificação. In: GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Tratado de Direito Empresarial. V. 2 – Empresa Individual de Responsabilidade Limitada e Sociedade de Pessoas* (coord. Modesto Carvalhosa). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 125-126).

<sup>335</sup> Cf. MARCHETTI, Piergaetano. Op. cit., p. 562.

de existir um grau significativo de dependência e participação de pelo menos algum de seus sócios, se organizam e estruturam também em função da reunião de capitais para a consecução da atividade que constitui seu objeto, alguns tipos societários que congregam elementos comuns às típicas sociedades de pessoas e às típicas sociedades de capitais passaram a ser referidos pela doutrina como tipos híbridos ou intermediários.<sup>336</sup>

Todavia, apesar da aceitação dessa categoria intermediária de forma organizativa das sociedades empresárias, a formação de capital por meio do mercado primário de valores mobiliários tradicionalmente pressupõe sua organização sob formas societárias tipicamente qualificadas como sociedades de capitais, sujeitas, portanto, a uma considerável rigidez organizativa.

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

Essa abordagem, entretanto, ignora diversos elementos materiais atinentes ao processo de formação de capital por meio de tal mercado, que passam a contemplar cada vez mais formas alternativas e menos intensas de inserção das sociedades empresárias nesse universo,<sup>337</sup> por meio, por exemplo de modelos híbridos de captação de recursos que não obstante representem formas de apelo à poupança popular, ocorrem em níveis de intensidade diferenciados e sujeitos a determinadas restrições.<sup>338</sup>

---

<sup>336</sup> É o caso, por aqui, da sociedade limitada. A esse respeito, reconhecendo a natureza intermediária desse tipo societário (embora opte por classificá-lo como sociedade de pessoas), A. A. Gonçalves afirma: “*A sociedade limitada pode ser considerada como um tipo intermediário entre as sociedades de capital e as sociedades de pessoas, pois das primeiras tem a limitação de responsabilidade dos sócios e das segundas a conformação contratual. Isso acabou refletindo na determinação do seu regime jurídico, prevendo o legislador sua sujeição às disposições da sociedade simples porém com a possibilidade de optar pelo regramento do seu contrato, em caráter supletivo, pelas disposições das companhias (CC, art. 1.053, parágrafo único.*” (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Identificação do Tipo. In: GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Tratado de Direito Empresarial. V. 2 – Empresa Individual de Responsabilidade Limitada e Sociedade de Pessoas* (coord. Modesto Carvalhosa). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 404).

<sup>337</sup> Conforme será detidamente analisado no Capítulo 4 a seguir.

<sup>338</sup> Em visão semelhante, defendendo que a divisão estanque entre empresas fechadas – sujeitas a uma disciplina societária mais flexível – e abertas – sujeitas a uma disciplina societária mais rígida, ignora a realidade atual do mercado de valores mobiliários, em que o processo de envolvimento com tal mercado (ou de “abertura” da empresa) está sujeito a diversas gradações de intensidade, P. Marchetti, em referência ao

Ademais, tais imposições, como dito, ignoram também as particularidades inerentes ao acesso aos recursos advindos do mercado de valores mobiliários por empresas em estágios menos maduros de seu desenvolvimento (e.g. empresas nascentes, iniciantes e emergentes), que em função de sua dinâmica e estrutura, não desejam (ou não conseguem) submeter-se à rigidez estrutural derivada dos tipos societários tradicionalmente impostos como requisito para tanto.

Dessa forma, é absolutamente oportuna a reflexão a respeito de como a disciplina societária deve moldar-se para viabilizar a utilização do mercado de valores mobiliários enquanto fonte de recursos mediante o emprego de mecanismos e modelos variados e por empresas de perfis distintos, seja a partir de uma maior flexibilidade do regime inerente às típicas companhias abertas (autorizando-se, em certas situações, uma maior plasticidade na definição de determinados elementos relacionados a regras estruturais e distributivas) ou pela possibilidade de utilização de outras formas societárias para tanto.<sup>339</sup>

---

movimento legislativo ocorrido na Itália e que culminou com a reforma promovida pelo *Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n° 6*, afirma: “*Il criterio è quello della correlazione funzionale tra apertura della società, nel senso di ricorso al finanziamento esterno diffuso (attraverso la richiesta di risparmio sia a titolo di capitale di rischio sia a titolo di capitale di credito) e peso della componente delle norme inderogabili. Tanto minore è il ricorso al risparmio diffuso tanto maggiore può essere lo spazio dell'autonomia statutaria e viceversa. (...) Non occorre altro allora per rendersi conto del fatto che una raffigurazione di due modelli di società di capitali prefigurati come regno, uno, dell'autonomia statutaria e dell'imperatività l'altro, così come l'idea che vi sia una rigida e uniforme percentuale di imperatività nell'uno o nell'altro tipo, costituirebbe raffigurazione erronea. Ci si avvia verso un modello complessivo in cui la disciplina della società di capitali può essere raffigurata come una funzione crescente in un asse che ha sulla ascissa l'intensità di imperatività e sulle ordinate il grado di apertura e le forme di ricorso al mercato dei capitali.*” (MARCHETTI, Piergaetano. Op. cit., p. 565-567). No bojo de tal reforma legislativa, foi introduzida na disciplina societária italiana a figura da *società che fanno ricorso al mercato de capitale di rischio*, que engloba, além das companhias abertas om ações admitidas à negociação em mercados regulados de valores mobiliários, as companhias que dispõem de algum grau de dispersão acionária em virtude daqueles mencionados processos gradativos de captação de recurso e que, portanto, são merecedoras de um tratamento especial, porém mais flexível do que aquele aplicável às típicas companhias abertas (que sujeitam-se, ainda, a um conjunto específico de regras). Acerca das motivações de tal reforma, G. Campobasso afirma: “*Per il momento basti osservare che il modello delle «società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio» è stato introdotto principalmente allo scopo di rendere più graduale, alle società che intendono procedere verso l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, la transizione dalla disciplina delle società non quotate a quella più rigorosa stabilita dal tuf per gli emittenti quotati. A tali società (società con azioni diffuse tra il pubblico) si applicano talvolta le regole delle società non quotate, altre volte le stesse regole delle società quotate, altre volte ancora una disciplina autonoma che prevede soluzioni intermedie.*” (CAMPOBASSO, Gian Franco. *Diritto Commerciale 2. Diritto Delle Società*. 9. ed. Milano: Utet, 2015, p. 146).

<sup>339</sup> Sobre a conveniência dessa maior maleabilidade do regime societário, a partir de um maior espaço para a autonomia privada, F. Kübler afirma: “*Ahora bien, la contraposición de intereses entre los grupos mencionados no es tan profunda como para que únicamente pueda solventarse mediante el recurso a la Ley. Es más bien la mecánica del mercado la que permite un continuo equilibrio, pues todos los participantes dependen del éxito de le la empresa, y éste, a su vez -bajo la condición de que se garantiza la competencia—, depende de que la iniciativa empresarial pueda desarrollarse de la forma mas libre posible, que el mercado de capitales proporcione los recursos propios necesarios, y que las sociedades — en la medida en que requieran financiación externa — cuenten con crédito a largo, medio y corto plazo. Esta dependencia recíproca entre los socios activos (empresarios) y los pasivos (inversores), así como los acreedores (incluidos los potenciales),*

### 3.4 AUTONOMIA PRIVADA E FORMAÇÃO DE CAPITAL POR MEIO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

#### 3.4.1 *Flexibilidade organizativa em função dos mecanismos de formação de capital*

Conforme mencionado acima, o espaço para uma disciplina societária que prestigie a autonomia da vontade e, portanto, uma maior flexibilidade em relação à definição das regras estruturais e distributivas da sociedade depende: (i) dos custos de transação envolvidos no processo de negociação; e (ii) do interesse de terceiros afetados pela projeção externa da sociedade.

A utilização do mercado de valores mobiliários para a captação de recursos tradicionalmente impõe a adoção de forma societária mais rígida – em que predominam normas de natureza cogente, inclusive em relação aos aspectos estruturais e distributivos – justamente por reconhecer que o amplo apelo à poupança popular traz para o seio da sociedade problemas de coordenação, assimetrias informacionais e conflitos de agência que dificultam sobremaneira o processo de negociação acerca do regramento que se aplicará à relação da sociedade com seus sócios, e destes entre si.

Todavia, essa não é a única modalidade de acesso ao mercado de valores mobiliários.

É nesse espectro que se inserem determinados mecanismos híbridos de captação de recursos,<sup>340</sup> sujeitos a regimes regulatórios especiais fixados em função, por exemplo, do volume financeiro envolvido na transação, de limitações em relação ao seu público-alvo ou do porte da sociedade empresária.

Nessas modalidades de transações – referidas neste trabalho como mecanismos de formação semipública de capital – elementos como o alto grau de especialização dos agentes envolvidos ou a limitação numérica dos participantes conferem uma dinâmica bastante favorável ao processo de barganha em relação ao conteúdo das regras estruturais e distributivas da sociedade.

E o mesmo se aplica em relação a determinadas transações que envolvem a captação indireta de recursos por meio do mercado de valores mobiliários – referidas nesse trabalho

---

*hace posible que el ordenamiento jurídico remita la configuración de la organización empresarial privada primordialmente a la autonomía de la voluntad. Por ello, el Derecho de sociedades codificado puede limitarse a ofrecer diferentes tipos sociales (sociedad colectiva, sociedad comanditaria y sociedad anónima), sin regularlos imperativamente: los fundadores de una sociedad no solo son libres de elegir el tipo de sociedad, sino también, a través de los estatutos o del contrato social, en gran medida, para modificarlo o combinarlo con otros tipos legales. Es decir, estas normas de Derecho de sociedades son dispositivas; solo la protección del tráfico jurídico y de los acreedores exige, excepcionalmente, disposiciones imperativas (cfr. el § 20 I 2)."* (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 41).

<sup>340</sup> Conforme será detalhado no item 4.3 a seguir.

como mecanismo de formação privada de capital –, como, por exemplo, no contexto de operações de investimento privado efetivado por veículos de *private equity* ou *venture capital*, a partir de recursos por eles captados por meio de instrumentos e mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários.

Aqui, igualmente, os agentes econômicos envolvidos possuem amplas condições de efetivamente barganhar em relação às regras estruturais e distributivas da sociedade investida, seja no bojo da relação entre aqueles que aportam seus recursos em veículos próprios destinados a efetivar tais investimentos e os respectivos gestores desses recursos, seja no âmbito de relação que se estabelece entre tais veículos e as sociedades por eles investidas.

Ademais, como mencionado acima, mesmo no contexto das transações que envolvem captações de recurso por meio de típicas ofertas públicas e mediante o emprego de amplo apelo à poupança, não se pode subestimar a capacidade de as partes envolvidas chegarem a arranjos eficientes em relação às regras estruturais e distributivas da sociedade.

Como dito, no contexto de tais operações, a precificação dos valores mobiliários ofertados (que embute, por óbvio, a precificação da estrutura da sociedade ofertante) é efetivada, via de regra, por investidores institucionais altamente capacitados e bem informados sobre o conteúdo dos arranjos econômicos associados a tais regras, reunindo condições de compreender e barganhar por soluções adequadas em relação à organização interna da companhia.

Assim, existem, nesse momento, incentivos econômicos adequados para viabilizar a negociação entre os agentes envolvidos, argumento que pode perfeitamente ser utilizado em defesa de uma disciplina societária que favorece maior espaço para soluções privadas nesse contexto.

#### *3.4.2 Flexibilidade organizativa em função do estágio evolutivo da empresa*

Como dito, outro elemento direcionador de uma política regulatória que privilegia a autonomia privada em relação à definição das regras estruturais e distributivas da sociedade diz respeito ao estágio de evolução da empresa.

Isso porque condicionar a utilização do mercado de valores mobiliários à adoção compulsória de uma estrutura societária rígida – como, por exemplo, a da sociedade por ações – pode criar, para empresas menores e em estágios menos avançados de desenvolvimento, empecilhos de duas ordens distintas.

Em primeiro lugar, essas estruturas evidentemente ensejam custos – diretos e

indiretos – para a empresa, que, a depender de seu grau de maturidade ou porte financeiro, podem prejudicar ou inviabilizar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

Adicionalmente, para além dos custos envolvidos, fato é que a adoção de uma armadura societária rígida pode se demonstrar absolutamente incompatível com a realidade organizacional dessas empresas, impondo restrições que podem impactar negativamente a maneira como a mesma é gerida – como, por exemplo, a instituição de uma estrutura administrativa inflada e demasiadamente burocratizada – ou mesmo inviabilizando determinados tipos de arranjos econômicos entre os respectivos empreendedores e os potenciais investidores, especialmente no que diz respeito à alocação de direitos políticos e econômicos entre estes.

Nesse contexto, é essencial ao desenvolvimento de tais empresas a utilização de instrumentos maleáveis de organização – especialmente no tocante às suas regras estruturais e distributivas – aptos a amoldarem-se às necessidades econômicas e aos desafios iminentes a cada uma das etapas a serem percorridas ao longo de sua evolução. E de modo a permitir que, durante esse processo evolutivo, a empresa possa servir-se dos mecanismos de captação de recursos típicos do mercado de valores mobiliários, é essencial permitir que o processo de formação de capital por essas vias possa ocorrer em harmonia com as particularidades organizativas dessas sociedades.

### 3.4.3 *A teoria do contrato financeiro como ponto de partida*

Estabelecidos os pressupostos que justificam uma maior maleabilidade da disciplina societária no que diz respeito a determinadas regras estruturais e distributivas, resta buscar identificar quais matérias específicas que compõem o regimento societário, sob essa ótica, deveriam estar sujeitas a uma maior autonomia privada em sua fixação, com o objetivo de incentivar o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários. E um bom ponto de partida para tal identificação é a teoria do contrato financeiro (*financial contracting*).

A literatura econômica se dedicou intensamente à análise da natureza dos arranjos econômicos estabelecidos entre empreendedores e investidores, desenhados com o intuito de prover a empresa dos recursos necessários ao exercício de sua atividade, seja mediante o estabelecimento de relações societárias (em que os provedores de capital ingressam como sócios), seja no contexto de relações creditícias (em que os provedores de capital figuram como credores).



Nesse contexto, desenvolveu-se a chamada teoria do contrato financeiro, que busca analisar o fenômeno empresarial a partir dos arranjos delineados entre os provedores (financiadores) e tomadores (financiados) de recursos.<sup>341</sup>

A teoria remonta, em sua origem, ao famoso modelo elaborado por F. Modigliani e M. Miller (*Modigliani-Miller*) com o intuito de avaliar determinados elementos que impactam no custo de capital de uma empresa.<sup>342</sup>

De acordo com o modelo *Modigliani-Miller*, em síntese, a empresa representaria uma corrente de fluxos de caixa (receitas futuras e incertas), sendo que os mecanismos de financiamento utilizados (dívida ou participação societária) e a estrutura financeira decorrente não afetariam o valor de mercado da empresa ou seu custo de capital, uma vez que não são capazes de interferir nessa corrente.<sup>343</sup>

Após sua disseminação, a literatura tratou de criticar o modelo *Modigliani-Miller*, apontando importantes falhas de premissa, como o fato de ignorar diversos elementos capazes de alterar o valor da empresa ao longo do tempo, como por exemplo questões fiscais e problemas de incentivos (como assimetrias informacionais e conflitos de agência).<sup>344</sup>

A partir da incorporação de tais críticas, a teoria do contrato financeiro evoluiu e se desenvolveu, especialmente a partir da contribuição de O. Hart,<sup>345</sup> passando a reconhecer a importância, no bojo de tais relações, dos arranjos efetivados entre empreendedores (tomadores) e investidores (provedores) no tocante à alocação de direitos políticos e econômicos.<sup>346</sup>

Conforme afirma O. Hart, o ponto de partida da teoria do contrato financeiro reside no fato de que a relação que se estabelece entre empreendedores e investidores é dinâmica

---

<sup>341</sup> Conforme definido por O. Hart: “*Financial contracting might be described as the theory of what kinds of deals are made between financiers and those who need financing.*” (HART, Oliver. *Financial Contracting. Journal of Economic Literature*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 34, n. 4, 2001, p. 1079).

<sup>342</sup> Cf. MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review*, v. 48, n. 3, 1958.

<sup>343</sup> Nesse sentido, F. Modigliani e M. Miller afirmam: “*That is, the market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate  $P_k$  appropriate to its class. (...) That is, the average cost of capital, to any firm is completely independent of its capital structure and is equal to the capitalization rate of a pure equity stream of its class.*” (MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review*, v. 48, n. 3, 1958, p. 268-269).

<sup>344</sup> Para uma ampla visão dessas críticas, ver HART, Oliver. *Op. cit.*, p. 1080-1083. F. Modigliani e M. Miller, inclusive, reconheceram que sua teoria inicial ignora importantes elementos fiscais que impactam na decisão de financiamento por meio de dívida e por meio de participação societária, apresentando um ajuste de sua teoria em MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. *Corporate income, taxes and the cost of capital: a correction. The American Economic Review*, v. 53, n. 3, 1963, p. 433-444.

<sup>345</sup> Cf. HART, Oliver. *Op. cit.*

<sup>346</sup> Cf. HART, Oliver. *Op. cit.*, p. 1099.

(e não estática), uma vez que, no curso das atividades da empresa, ocorrerão invariavelmente situações não previstas e não planejadas no momento em que se estabeleceu a relação inicial entre ambos,<sup>347</sup> tratando-se, portanto, de um contrato incompleto<sup>348</sup> (qualificação inerente ao contrato de sociedade).<sup>349</sup>

Diante da incompletude intrínseca a tal contrato, é essencial que, no bojo de tal relação, se estabeleça a quem competirá tomar as decisões que, ao longo da evolução dos negócios da empresa (ou seja, da execução desse contrato), se completarão.<sup>350</sup>

Portanto, é fundamental que tal relação, no momento de sua conformação, estabeleça adequadamente a alocação de tais direitos decisórios (que, no contexto da relação societária, estão relacionados aos direitos políticos atribuídos aos sócios) entre empreendedores e investidores.<sup>351</sup>

Essa alocação de direitos políticos, por sua vez, é tradicionalmente feita tendo como contrapartida a alocação de direitos econômicos, considerando que empreendedores e investidores tendem a, subjetivamente, atribuir valores distintos a tais direitos, mutáveis, inclusive, em função do sucesso ou insucesso da empresa.<sup>352</sup>

O empreendedor, por exemplo, valoriza determinados aspectos intangíveis associados à possibilidade de executar seus projetos da forma como planejado – o que pressupõe a concentração do poder decisório –, ao passo que o investidor tende a atribuir valor maior ao fluxo de caixa originado dos negócios da empresa, ao menos enquanto suas atividades forem bem-sucedidas.<sup>353</sup>

---

<sup>347</sup> Cf. HART, Oliver. Op. cit., p. 1083.

<sup>348</sup> A esse respeito, P. Aghion e P. Bolton afirmam: “*The main ideas underlying this theory can be illustrated with the following simple story: consider an entrepreneur who needs to raise funds to finance an investment project. Future decisions concerning this project have to be taken, which due to its inherent incompleteness, cannot be perfectly determined in the initial contract.*” (AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick. *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. The Review of Economic Studies*. Stockholm: Stockholm University, v. 59, n. 3, 1992, p. 473).

<sup>349</sup> Cf. SZTAJN, Rachel (2004). Op. cit.

<sup>350</sup> Cf. HART, Oliver. Op. cit., p. 1084.

<sup>351</sup> Ibidem.

<sup>352</sup> Cf. HART, Oliver. Op. cit., p. 1085. Sobre as mudanças que ocorrem em relação a essa valoração ao longo da vida da empresa, O. Hart. afirma: “*An example of an event might be a situation where the firm has low earnings and its product is not selling; in another event the opposite may be true – the firm has high earnings and its product is selling. The advantage of allocating cash flow and control rights to one party or the other will typically differ across these events.*” (HART, Oliver. Op. cit., p. 1087-1088).

<sup>353</sup> A esse respeito, P. Aghion e P. Bolton afirmam: “*The investor is only interested in the monetary returns of the project. The entrepreneur, who thought about the project and took the initiative of setting it up, cares not only about the monetary returns but also about other less tangible things such as reputation, specific human capital, effort, etc. These non-monetary elements in his payoff depend on the choice of action and on the state of nature; (...)*”. (AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick. Op. cit., p. 476). Sobre o *trade-off* entre direitos políticos e econômicos, a partir da perspectiva de empreendedores e investidores, Z. Goshen e A. Hamdani afirmam: “*Control rights and cash-flow rights sometimes serve as substitutes for each other when balancing*

Diante de tal realidade, a percepção, em concreto, de empreendedores e investidores em relação à empresa, sua atividade, seu prognóstico de sucesso etc., regerá os arranjos econômicos por meio dos quais tal relação se estabelecerá, no que diz respeito à alocação de tais direitos entre empreendedores e investidores.<sup>354</sup>

Embora tal teoria seja costumeiramente explorada no contexto dos arranjos de investimento que se consubstanciam por meio de transações privadas,<sup>355</sup> sua aplicação aos processos de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários é também válida, especialmente quando tais operações envolvem, em essência, arranjos entre investidores e controladores-empresários (como ocorre, via de regra, no Brasil)

Isso porque, nesse caso, a dinâmica que permeia a construção desses arranjos acerca da alocação de direitos políticos e econômicos entre tais grupos, inclusive no bojo do processo de precificação da estrutura societária da empresa, tende a seguir essa mesma lógica, uma vez que os motivadores de empreendedores e investidores em relação a distribuição de tais direitos são basicamente os mesmos.<sup>356</sup>

---

*idiosyncratic vision and agency costs. Control and cash-flow rights may thus serve as building blocks that can be used in different combinations to balance idiosyncratic vision and agency costs. In some cases, cash-flow rights can provide their holders with de facto control. For instance, consider a case where the entrepreneur has full control over managerial decisions, but investors commit to make their investments in stages. In this case, investors' cash-flow rights – in the form of staged financing – provide them with de facto control over an important subset of management decisions, namely, the decision whether to continue the business. In other cases, cash-flow rights can compensate for the loss of control. For example, assume that investors can design a compensation package that provides the entrepreneur with the same (above-market) expected return that she would receive from implementing her idiosyncratic vision. In this case, the entrepreneur might agree to assign control rights to investors.” (Cf. GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Corporate Control and Idiosyncratic Vision. *The Yale Law Journal*. New Haven: The Yale Law Journal Co., v. 125, 2016, p. 584-585).*

<sup>354</sup> A esse respeito. O. Hart afirma: “*First, as the model emphasizes, cash flow rights and control (decision) rights are independent instruments, and indeed they are used independently: someone may be allocated significant cash flow rights without significant control rights and vice versa.*” (HART, Oliver. Op. cit., p. 1089). Da mesma forma, Z. Goshen e A. Hamdani afirmam: “*For instance, if all of the investment is made at the start of the business, the entrepreneur will have more autonomy than if the investment is made in several stages according to milestones. Similarly, an investment based on a commitment to unconditionally pay fixed amounts on predetermined dates (i.e., debt) will provide the entrepreneur with more discretion than an investment with a commitment to pay residual cash flows on a discretionary basis but subject to termination at will (i.e., equity).*” (Cf. GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Op. cit., p. 584).

<sup>355</sup> Cf. HART, Oliver. Op. cit., p. 1084-1085.

<sup>356</sup> Em visão semelhante, reconhecendo que tal dinâmica também se impõem no contexto dos processos de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, Z. Goshen e A. Hamdani afirmam: “*Our notion of idiosyncratic vision, however, is not limited to individuals who open a new business. Even investment funds or managers of well-established publicly traded companies may have idiosyncratic vision. Consider, for example, a private-equity fund that buys control of an industrial conglomerate with famous brands but poor financial results and intends to increase profits by implementing its own management methods. Or the manager of a large, mature publicly traded corporation who genuinely believes that her business strategy will outperform the competition. If the entrepreneur has sufficient wealth, she can fund the entire business by herself, including the research required for development and the costs of implementation and marketing. As the sole owner, the entrepreneur holds all rights to the income from the business (cash-flow rights). (...) Assume, however, that the entrepreneur is short on funds and must rely on investors to provide funding. The parties must then decide on the allocation of control—will the entrepreneur or investors make decisions concerning*

E essa realidade é ainda mais marcante no contexto de transações que envolvem ofertas de valores mobiliários sujeitas a regimes especiais – no bojo de processos de formação semipública de capital –, em que o apelo à poupança é feito de maneira restrita ou limitada.

Nesse sentido, um bom ponto de partida para a análise da contribuição da disciplina societária ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários é a avaliação do espaço conferido à autonomia privada em relação à conformação dos arranjos econômicos com base nos quais investidores e empreendedores podem alocar entre si direitos políticos e econômicos, à luz de suas necessidades individuais, visões específicas e das particularidades atinentes à empresa em questão, especialmente a partir do estabelecimento das regras estruturais e distributivas que regem a sociedade.

Ou seja, avaliar em que medida e em quais situações a disciplina societária deve deixar tal tarefa ao cargo dos próprios agentes envolvidos nessas relações, e quais os limites impostos pelo ordenamento jurídico nessa seara.

#### *3.4.4 Modelo de análise da disciplina societária em função de sua influência no processo de formação de capital*

Diante do acima exposto, parece razoável aceitar que o grau de espaço conferido pela disciplina societária à autonomia privada em relação a determinadas matérias é um elemento importante à promoção da formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, favorecendo a utilização de seus mecanismos por sociedades empresárias dos mais variados tipos e perfis, a partir da priorização dos arranjos econômicos que, na visão de investidores e empreendedores, melhor atendem aos seus interesses.

Ademais, embora seja temerário buscar qualquer relação de causalidade ou de forte correlação a esse respeito sem a devida investigação, inclusive empírica, não se pode ignorar o fato de que as jurisdições que reconhecidamente dispõem de regimes societários mais flexíveis apresentam mercados de valores mobiliários mais desenvolvidos<sup>357</sup> e menos

---

*the business?*” (Cf. GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Op. cit., p. 578-579).

<sup>357</sup> Nesse sentido, constata S. Grundmann: “Today, it is already the prevailing view in legal scholarship that in case of non-listed PLCs, mandatory law (‘Satzungsstrenge’) should not be the principle, according to the expert opinions submitted to the annual meetings of General Jurists’ Forums (‘Juristentage’) of Germany and Austria and the majority of the votes there. (...) Some authors, again rather for national (German) law, advocate abolishing such principle even for listed companies and plead at least against a general principle of mandatory law. Indeed, even the argument that capital markets are helped in their development by imposing standard solutions in a mandatory way is difficult to sustain in this plain from when the United Kingdom and the US, with their much more highly developed capital markets, have always perused the opposite route (in the

discriminatórios – no sentido de contarem com a participação de sociedades empresárias em seus mais variados estágios de evolução –, como é o caso dos Estados Unidos da América e do Reino Unido. Tal realidade reforça, ao menos, a importância da investigação que se pretende adiante conduzir, acerca de determinados aspectos específicos da disciplina societária brasileira.<sup>358</sup>

Adotando como ponto de partida a teoria do contrato financeiro e sua aplicação às relações de investimento que se estabelecem por intermédio dos mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários,<sup>359</sup> cumpre avaliar em que medida a disciplina societária brasileira confere as ferramentas favoráveis ao delineamento daqueles arranjos econômicos sob os quais se estruturam as relações de investimento, por meio da necessária autonomia privada em relação à modelagem dessas relações, ao menos nas situações em que o processo negocial a esse respeito é viável.

Para tanto, é essencial selecionar quais elementos da disciplina societária serão investigados com esse intuito, por serem relevantes à alocação de poderes decisórios e do fluxo de caixa proveniente dos resultados da empresa entre investidores e empreendedores, no bojo do desenho dos arranjos econômicos que perfazem a relação de investimento.

Partindo da classificação desenvolvida por M. Eisenberg para definir os conjuntos de regras afetas à organização interna da sociedade que são suscetíveis de maior autonomia privada quanto ao seu preenchimento, é possível distinguir aqueles relacionados: (i) a distribuição de direitos políticos e econômicos entre sócios (que correspondem a regras estruturais e distributivas, de acordo com a classificação proposta por M. Eisenberg); (ii) a estrutura decisória e administrativa (que correspondem a regras estruturais, de acordo com a classificação proposta por M. Eisenberg); e (iii) a distribuição dos resultados da empresa (que correspondem a regras distributivas, de acordo com a classificação proposta por M.

---

*US with different company laws) and when the German PLC has a low rate of market capitalization, even by continental standards.*” (GRUNDMANN, Stefan. *European Company Law*. 2<sup>nd</sup> ed. Cambridge: Intersentia, 2012, p. 254).

<sup>358</sup> Em sentido semelhante, acerca dos impactos que a excessiva rigidez da disciplina societária pode surtir em relação ao mercado de valores mobiliários, em avaliação da realidade italiana, F. Annunziata afirma: “*La differenziazione di disciplina (e, dunque, di tutela degli azionisti, e dei terzi in genere), che venne a realizzarsi con il TUF, tra società quotate, e società non quotate, creò un evidente discrimine, che poteva anche produrre effetti controproducenti, ad esempio disincentivando il ricorso al mercato mobiliare da parte delle imprese. E, infatti, nel momento in cui l'accesso alla quotazione si caratterizza e comporta la sottoposizione a regole eccessivamente onerose per l'emittente, in quanto — tra l'altro — fortemente derogatrici delle norme generalmente applicabili alle società azionarie non quotate, ciò può risolversi in un disincentivo all'accesso al mercato, così compromettendo, almeno in parte, il raggiungimento degli obiettivi che il legislatore si era posto con la predisposizione del Testo unico.*” (ANNUNZIATA, Felippo. *La disciplina del mercato mobiliare*. 8 ed. Torino: Giappichelli, 2015, p. 484).

<sup>359</sup> Que serão avaliados detalhadamente no Capítulo 3 do presente trabalho.

Eisenberg), exceto no que diz respeito à proteção dos credores sociais.

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

Conforme mencionado acima, sob a perspectiva dos estágios de evolução das empresas, é essencial reconhecer que tal processo evolutivo embute uma gradual descentralização de gestão em relação à figura dos respectivos fundadores-empresendedores.

Nesse sentido, parece salutar que a disciplina societária autorize que a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários ocorra em respeito a essa realidade, permitindo, em relação às empresas nascentes, iniciantes e emergentes, que o eventual processo de descentralização decisória – que se reflete tanto a partir da alocação de direitos políticos e econômicos entre empreendedor e investidor quanto da definição da estrutura decisória e administrativa da sociedade – ocorra de maneira natural, em respeito à natureza da atividade, do setor de atuação da empresa (que pode exigir maior ou menor grau de envolvimento pessoal por parte do empreendedor) e em conformidade com os arranjos feitos a esse respeito entre investidores e empresários.

Além disso, é também essencial que o mesmo ocorra em relação ao regime de distribuição dos resultados das sociedades ao longo dessas etapas, tanto no que se refere à sua repartição entre empreendedor e investidores, que embute naturalmente o arranjo econômico que conforma o estabelecimento da relação de investimento, como na liberdade para que se utilize esses resultados para o financiamento da própria atividade empresarial, caso seja essa a vontade das partes envolvidas.

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

Todavia, mesmo para essas empresas, em algumas situações, justifica-se também autonomia privada quanto à customização dos arranjos econômicos importantes para a configuração de relação de investimento, inclusive no que diz respeito à alocação de direitos políticos e econômicos entre os seus sócios, sua estrutura decisória e administrativa e seu regime de destinação de resultados, à luz das particularidades inerentes à natureza da atividade que exerce (que assim pode exigir), especialmente nas hipóteses em que as condições negociais entre empresários e investidores a esse respeito são favoráveis.

Sob a perspectiva dos mecanismos de formação de capital empregados, há de se considerar, como dito, que a realidade atual do mercado de valores mobiliários compreende que o processo de captação de recursos (e, conseqüentemente, de abertura do capital da empresa) pode se dar a partir de graus de intensidade diversos, especialmente no contexto dos mecanismos de formação privada e semipública de capital, o que deve autorizar, também, que o grau de autonomia privada quanto à conformação das regras acima mencionadas possa, em alguma medida, acompanhar a intensidade do relacionamento da empresa com o mercado de valores mobiliários.

Cumpram-se, ainda, que essas duas perspectivas tendem a se interpenetrar, haja vista que existe uma importante correlação entre os mecanismos de formação de capital empregados e os estágios de evolução da empresa, inerente ao fato de tais mecanismos muitas vezes se estabelecerem justamente com o objetivo de viabilizar o processo de formação de capital por empresas de menor porte.

Assim, os preceitos de flexibilidade acima mencionados, aplicáveis em relação às empresas nascentes, iniciantes e emergentes, tendem a coincidir com aqueles atinentes aos mecanismos menos intensos de interação com o mercado de valores mobiliários (no bojo dos processos de formação privada e semipública de capital), assim como aqueles relativos às empresas maduras tendem a coincidir àqueles derivados do contexto das ofertas públicas que se efetivam mediante amplo apelo à poupança popular.

#### *3.4.5 Elementos estruturais e distributivos da disciplina societária*

Fixados os direcionadores que serão utilizados para avaliar os aspectos acima apontados da disciplina societária – selecionados, como dito, por sua relevância em relação ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários –, cumpre destrinchar os elementos principais atinentes a cada um deles.

##### *3.4.5.1 Alocação de direitos políticos e econômicos*

As alternativas de arranjos no que diz respeito à alocação de direitos políticos e econômicos é, como dito, elemento central da relação de investimento, conforme prescreve a teoria do contrato financeiro.

Conforme já explorado, a condição de empresário se qualifica a partir do domínio e da coordenação da atividade da empresa. Tal prerrogativa de dominar e coordenar a empresa advém especialmente do fato de o empresário, via de regra, tomar para si os riscos e os resultados (positivos ou negativos) associados ao exercício da atividade empresária que

constitui seu objeto.<sup>360</sup>

O fato de a função empresarial passar a ser exercida coletivamente, por meio de uma sociedade empresária, não implica o desaparecimento desse poder de comando, que passa então a ser exercido por seus sócios e administradores que dominam a estrutura da sociedade.<sup>361</sup>

Esse poder de dominação sobre a empresa constitui aquilo que se convencionou chamar de poder de controle<sup>362</sup> e está associado justamente a essa capacidade de causar, determinar e alterar o curso das atividades por ela exercidas.<sup>363</sup>

E tal poder, que é alocado, sob o aspecto formal da estrutura da sociedade, aos órgãos máximos de deliberação (e.g. assembleia geral) a partir da manifestação do direito de voto, é, materialmente, exercido a despeito desse órgão, na hipótese em que determinado indivíduo ou grupo de indivíduos reúnem, de modo permanente, uma maioria preconstituída de votos que o permite efetivamente comandar a sociedade.<sup>364</sup>

A função empresarial, segundo J. L. Bulhões Pedreira e A. Lamy Filho, se divide em três subfunções, a saber: (i) a criação e expansão da empresa, reunindo e organizando os fatores necessários para tanto (incluído, aqui, o capital); (ii) a administração da empresa; e (iii) a assunção dos riscos econômicos advindos da atividade empresária exercida.<sup>365</sup>

Quando a função empresarial é desempenhada por um único indivíduo (empresário) ou por um grupo de indivíduos por meio de uma sociedade não personificada, não é possível diferenciar claramente estas subfunções; mas quando a empresa se organiza na forma de uma sociedade empresária – dotada de personalidade jurídica e patrimônio autônomo –, essa divisão passa a ser nítida.<sup>366</sup>

Nesse cenário, o controlador é o efetivo empreendedor, aquele que idealiza, cria, organiza e dirige a empresa, exercendo, integralmente ou parcialmente, as subfunções

---

<sup>360</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. (1997) Op. cit., p. 65.

<sup>361</sup> Ibidem.

<sup>362</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas*. 4ª ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 30.

<sup>363</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 65.

<sup>364</sup> A esse respeito, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “*A formação do bloco de controle modifica de fato – e de modo importante – a estrutura de poder na companhia; o poder político, que cabia aos acionistas durante as reuniões da Assembléia Geral, passa a ser exercido – de modo permanente – pelo acionista controlador; e os administradores ficam subordinados a esse acionista, que exerce – de fato – a função de dirigente supremo, ainda que não ocupe cargo dos órgãos da administração, e pode tomar decisões sobre os negócios da companhia independentemente da reunião da Assembléia Geral porque tem a segurança de que serão formalmente ratificadas pelo órgão social.*” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 66).

<sup>365</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 150-151.

<sup>366</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 151.



empresariais acima indicadas, principalmente a de organizar e comandar os rumos dos negócios.<sup>367</sup> Essa maior influência do controlador tende a ser mais marcante nos estágios iniciais de desenvolvimento da empresa (ou seja, nas empresas nascentes, iniciantes e emergentes), mas evidentemente pode se verificar inclusive em empresas maduras.

O controlador permanece exposto aos riscos econômicos advindos do negócio explorado, ainda que não ilimitadamente. E permanece, também, em alguma medida, responsável pelo provimento da sociedade, tarefa que, entretanto, passa a dividir com terceiros,<sup>368</sup> a partir do momento em que seus recursos próprios não são mais suficientes *vis-à-vis* as necessidades de capital da empresa.<sup>369</sup>

A questão que se coloca, portanto, é justamente até que ponto a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários permite (ou deve permitir) ao controlador a manutenção de sua posição de domínio sobre empresa; ou, em contrário, se deve pressupor, por imposição legal, a partilha de seu poder com aqueles que aportam recursos à sociedade no comando da mesma, impedindo arranjos diversos a esse respeito, ainda que seja esse o interesse das partes envolvidas.

Cumprir destacar que tal coexistência de espécies distintas de sócios – empreendedor e investidor – em uma sociedade empresária não é exclusividade daquelas que tradicionalmente se vocacionam à captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, haja vista que o surgimento das sociedades em comandita (e tipos societários assemelhados) tem, em sua gênese, esta mesma ideia: divisão entre o sócio empreendedor – comanditado – (ali, responsável ilimitadamente pelos negócios sociais) e o sócio investidor – comanditário (ali, com limitação de responsabilidade).<sup>370</sup>

Entretanto, naquelas que buscam o mercado de valores mobiliários para formação de capital – ou seja, especialmente, na sociedade por ações –, essa divisão pode se apresentar

---

<sup>367</sup> A esse respeito, em precisa análise, J. A. Tavares Guerreiro assinala: “*No que tange ao poder do acionista controlador, tem ele foro próprio, que vem a ser a assembléia geral, em que seu voto prepondera, mas é inegável que o exercício daquele poder se verifica também fora da assembléia geral, mediante a utilização de uma força informal, insuficientemente normatizada, que se traduz na fórmula legislada de “dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.”* (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *A Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº. 77, 1990, p. 52)

<sup>368</sup> Nesse sentido, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “*A função de investidor, graças à divisão de capital em ações, pode ser exercida simultaneamente, pelo empresário-empendedor e por milhares ou milhões de investidores do mercado. Daí a flexibilidade do modelo, que serve para organizar desde a pequena empresa até as macroempresas dos países mais industrializados.*” (Cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 184).

<sup>369</sup> Cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 183.

<sup>370</sup> Cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. (1997) Op. cit., p. 27.

de forma bastante intensa, haja vista a possibilidade de uma quantidade substancial de sócios-investidores comporem os quadros societários e se tornarem titulares de parcela substancial da participação societária na companhia e, conseqüentemente, dos direitos a voto que dela podem derivar, desestabilizando a supremacia política do empreendedor-controlador dentro do esquadro da sociedade.

A partir daí, surge um intenso debate acerca da conveniência de se conferir flexibilidade à organização societária de modo a permitir que o controlador-empendedor mantenha sua posição de domínio sobre a sociedade a despeito de recorrer ao mercado primário de valores mobiliários, autorizando-se, por exemplo, a capitalização da companhia por meio da emissão de títulos representativos de participação societária (e.g. ações) sem direito a voto (ou com esse direito restrito); ou a manutenção, pelo controlador, de títulos que lhe confirmam direitos de votos majorados ou prerrogativas (ou privilégios) especiais no tocante a determinadas decisões no âmbito da sociedade (e.g. eleição dos administradores).

Ou, em contrário, se este deveria ser entendido como um campo para a predominância do regime cogente na disciplina societária, estabelecendo-se algum grau obrigatório de correlação entre a titularidade do poder político e a contribuição econômica aportada à sociedade (e, conseqüentemente, a exposição econômica proporcional do titular poder de controle ao sucesso das atividades da empresa).

A tônica desse debate se dá especialmente pelo fato de que uma desproporção ou desequilíbrio entre esses dois vetores – poder político e exposição econômica – poderia, em tese, maximizar a ocorrência de conflitos de agência e do efetivo cometimento de abuso pelos detentores desse poder majorado (quando comparado à respectiva contribuição financeira).<sup>371</sup>

---

<sup>371</sup> Cf. GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Op. cit., p. 590. Sintetizando as razões pelas quais a proporcionalidade entre direitos políticos e exposição econômica deveria ser, ao menos como regra geral, observada, G. P. La Sala destaca: “Come noto, il regime capitalistico si fonda sulla proporzione tra la forza di voto e la partecipazione azionaria. Tale connessione assicura, almeno quando il fenomeno dell’assenteismo in assemblea è marginale, che le delibere siano approvate con il voto favorevole di soci rappresentanti la maggioranza del capitale. Le ragioni per cui questo sistema decisionale è in grado di assicurare il buon funzionamento dell’impresa societaria sono molteplici. In primo luogo — si suole osservare — i soci rappresentanti la maggioranza del capitale hanno maggiore attitudine ad agire nell’interesse collettivo. Chi più rischia, perché ha un numero maggiore di azioni e risente quindi più degli altri delle loro oscillazioni di valore, ha anche un maggiore interesse a massimizzare la capacità della società di generare ricchezza, in quanto, da un lato, riceve una quota maggiore dei benefici derivanti da scelte remunerative; e, dall’altro lato, subisce in misura maggiore i costi di scelte inefficienti.(...) In secondo luogo, un sistema di voto proporzionale favorisce l’assunzione del controllo da parte dei soci aventi le partecipazioni più elevate. È infatti raro che gli azionisti minori, riuniti insieme, riescano a dar vita a una coalizione maggioritaria.” (LA SALA, Gian Paolo. *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*. Torino: G. Giappichelli, 2011, p. 31-32). Para uma investigação empírica dos conflitos de agência que essa situação favorece, ver BEBCHUK,

Os efeitos que decorrem dessa separação entre propriedade (sob a perspectiva da exposição econômica envolvida) e o controle das sociedades remontam ao célebre trabalho de A. Berle e G. Means, que avaliam esse fenômeno principalmente sob a perspectiva da dispersão acionária (e dos direitos políticos que dela derivam) e da consequente concentração de poder de comando das sociedades na figura de seus administradores.<sup>372</sup>

Entretanto, em sua obra, A. Berle e G. Means também reconheciam que essa cisão poderia ocorrer igualmente por meio de determinados mecanismos que permitem a alteração dessa proporção entre o poder político e a efetiva titularidade do capital aportado à sociedade (que representa a tal exposição econômica afirmada referida), como, por exemplo, as estruturas piramidais de controle ou a criação de ações de espécies ou de classes distintas, com direitos

---

Lucian A.; KRAAKMAN, Reiner; TRIANTIS, George G. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. In: MORCK, Randall (ed.) *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, 2000. Em boa síntese dessa visão, W. Ringe afirma: “‘Ownership’ in this context can be equated with ‘cash-flow rights’. The principle implies that any shareholder should own the same fraction of cash-flow rights and voting rights, thus attributing an amount of control to a shareholder that is proportionate to his shareholding. Inherent in the principle is the proscription of deviations from a proportionate allocation of ownership and control via so-called ‘control enhancing mechanisms’ (CEMs). Many in the academic debate perceive proportionality as being rationally compelling on the observation that shareholders as the company’s residual claimants have the strongest interest in maximizing firm value, and in the further belief that voting power should match economic incentives alone. Additionally, recent public debates about proportionality have assumed an emotional dimension: the idea that each share entitles the owners to equal influence has intuitive appeal. It has led to slogans such as ‘shareholder democracy’ based on assumed parallels between societal and corporate governance.” (RINGE, Wolf George. Deviations from Ownership-Control Proportionality—Economic Protectionism Revisited in BERNITZ, Ulf U.; RINGE, Wolf George. *Company Law and Economic Protectionism*. Oxford: Oxford University Press, 2011, p. 210). Em boa síntese dessa visão, L. Azevedo afirma: “A concentração excessiva do poder empresarial<sup>397</sup>, resultante da titularidade da parcela mais significativa dos ativos por uma pequena elite empresarial, gera distorções difíceis de serem eliminadas. Isso porque, fazendo uso dos mesmos instrumentos de dissociação entre o voto e a participação nos resultados, o controlador pode facilmente adotar estratégias de autoproteção, voltadas à manutenção do status quo e à eliminação de eventuais ameaças ao exercício de seu poder.” (AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Concentração e Dispersão do Poder Político nas Organizações Coletivas Finalísticas. Regime Jurídico da Companhia Aberta Integrante do Novo Mercado da Bolsa de Valores: o Papel Decisivo Desempenhado pelos Instrumentos Jurídicos de Dissociação entre Representatividade Política e Participação Econômica de Acionistas no Âmbito da Companhia*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 150).

<sup>372</sup> A esse respeito, A. Berle e G. Means afirmam: “Those in control of that wealth, and therefore in a position to secure industrial efficiency and produce profits, are no longer, as owners, entitled to the bulk of such profits. Those who control the destinies of the typical modern corporation own so insignificant a fraction of the company’s stock that the returns from running the corporation profitably accrue to them in only a very minor degree. The stockholders, on the other hand, to whom the profits of the corporation go, cannot be motivated by those profits to a more efficient use of the property, since they have surrendered all disposition of it to those in control of the enterprise. The explosion of the atom of property destroys the basis of the old assumption that the quest for profits will spur the owner of industrial property to its effective use. It consequently challenges the fundamental economic principle of individual initiative in industrial enterprise. It raises for reexamination the question of the motive force back of industry, and the ends for which the modern corporation can be or will be run.” (BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. 2ª ed. New York: Transaction Publishers, 1991, p. 9).

políticos diferenciados.<sup>373</sup>

E embora as duas modalidades de separação entre propriedade e controle – em função da dispersão acionária ou do emprego dos mecanismos acima descritos – encerrem potenciais conflitos de agência, a segunda agregaria um problema adicional, fruto da incontestabilidade do poder de controlar a sociedade por aqueles que detêm tais direitos políticos diferenciados, haja vista que, na hipótese em que a desproporção decorre da dispersão de ações que, todavia, dispõem dos mesmos direitos, os administradores, não obstante comandem a empresa, estão sujeitos a ter sua posição de domínio constatada por meio de operação de aquisição de controle (*takeover*).<sup>374</sup>

Em linhas gerais, os defensores de uma necessária proporção entre o poder político e a exposição econômica no bojo da sociedade entendem que a concentração do poder de

---

<sup>373</sup> Nesse sentido, A. Berle e G. Means afirmam: “*In the effort to maintain control of a corporation without ownership of a majority of its stock, various legal devices have been developed. Of these, the most important among the very large companies is the device of “pyramiding.” This involves the owning of a majority of the stock of one corporation which in turn holds a majority of the stock of another—a process which can be repeated a number of times. (...) A second legal device for retaining control with a small investment is the use of non-voting stock. This is a comparatively new device, but one which has received so much comment as to be thoroughly familiar. It consists in so arranging the rights attached to different classes of stock that most of the stock is disfranchised, (at least so far as the voting for directors is concerned) and only a very small class, or a class representing a very small investment is permitted to vote. Ownership of just over half of this privileged class is sufficient to give legal control and virtually all the powers of majority ownership.*” (BERLE, Adolph A.; MEANS, Gardiner C. Op. cit., p. 69-71).

<sup>374</sup> A esse respeito, Z. Goshen e A. Hamdani: “*In the dual-class structure, the entrepreneur holds shares with superior voting rights, while investors’ shares have voting rights that are inferior or nonexistent. Notable examples of corporations with dual-class structures are Facebook and Google. By owning a majority of the voting rights, the entrepreneur retains full control over business decisions and can block any hostile-takeover bids. Uncontestable and indefinite control provides the entrepreneur with maximum ability to realize her idiosyncratic vision, which, under our framework, can ultimately benefit both the entrepreneur and investors (if the entrepreneur turns out to be right). However, the entrepreneur’s uncontestable and indefinite control, coupled with the entrepreneur’s smaller fraction of residual cash flows, leaves investors with high exposure to both management agency costs and control agency costs (the takings type).*” (GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Op. cit., p. 590-591). A esse respeito, L. Bebechuk et. al também afirmam: “*Most literature addressing the structure of corporate ownership compares dispersed ownership (DO) with a controlled structure (CS) in which a large blockholder owns a majority or large plurality of a company’s shares. This paper, by contrast, examines an ownership structure in which a shareholder exercises control while retaining only a small fraction of the equity claims on a company’s cash flows. Such a radical separation of control and cash-flow rights can occur in three principal ways: through dual-class share structures, stock pyramids, and cross-ownership ties. Regardless of how it arises, we term this pattern of ownership a controlling-minority structure (CMS) because it permits a shareholder to control a firm while holding only a fraction of its equity. The CMS structure resembles CS insofar as it insulates controllers from the market for corporate control, but it resembles DO insofar as it places corporate control in the hands of an insider who holds a small fraction of the firm’s cash-flow rights. Thus, CMS threatens to combine the incentive problems associated with both the CS and the DO ownership in a single ownership structure. (...) Our central contribution here is to highlight the potentially large agency costs that such structures involve. We demonstrate that the agency cost imposed by controlling shareholders who have a small minority of the cash-flow rights in their companies can be an order of magnitude larger than those imposed by controlling shareholders who hold a majority of the cash-flow rights. This is because, as the size of cashflow rights held decreases, the size of agency costs increases, not linearly, but rather at a sharply increasing rate.*” (BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reiner; TRIANTIS, George G. Op. cit., p. 295-296).

controle em pessoa ou grupo de pessoas em desproporção à sua exposição econômica ao sucesso das atividades sociais gera um significativo desalinhamento de interesses e uma majoração dos conflitos de agências inerentes à estrutura societária, criando incentivos fortes à tomada de decisões distorcidas por parte dos titulares desse poder<sup>375</sup> e inviabilizando a tomada ou transferência desse controle, impedindo, assim, a formação de um efetivo mercado de controle acionário,<sup>376</sup> cujos benefícios à eficiência da gestão das companhias são recorrentemente ressaltados.<sup>377</sup>

Essa visão relaciona-se, em parte, com a noção de que o interesse do controlador em reter o poder de comandar, em última instância, a sociedade empresária é motivado pela possibilidade de extrair, a partir dessa condição, determinadas vantagens econômicas e não econômicas, muitas vezes em detrimento da própria sociedade ou de seus investidores:

---

<sup>375</sup> Cf. BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reiner; TRIANTIS, George G. Op. cit., p. 295-318. Nesse sentido, referidos autores afirmam: “*Our central contribution here is to highlight the potentially large agency costs that such structures involve. We demonstrate that agency costs imposed by controlling shareholders who have a small minority of the cash-flow rights in their companies can be an order of magnitude larger than those imposed by controlling shareholders who hold a majority of the cash-flow rights. This is because, as the size of cash-flow rights held decreases, the size of agency costs increases, not linearly, but rather at a sharply increasing rate.*” (BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reiner; TRIANTIS, George G. Op. cit., p. 296.). No mesmo sentido, F. Easterbrook e R. Fischel afirmam: “*Voting flows with the residual interest in the firm, and unless each element of the residual interest carries an equal voting right, there will be a needless agency cost of management. Those with disproportionate voting power will not receive shares of the residual gains or losses from new endeavors and arrangements commensurate with their control; as a result they will not make optimal decisions.*” (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. Voting in Corporate Law. *The Journal Of Law And Economics*. Chicago: The University of Chicago Press, v. 26, n. 2, 1983, p. 409). Em explicação de tal dinâmica, L. Azevedo afirma: “*(...)em razão do emprego de instrumentos de dissociação entre representatividade política e participação econômica dos acionistas na companhia, o controlador passa a deter a prerrogativa de prevalecer nas deliberações da assembleia geral mesmo com reduzida participação no capital social total. Em consequência, a fim de “compensar” a menor participação nos resultados econômicos porventura distribuídos pela companhia, decorrente da menor participação societária detida, a tendência é a de que o controlador venha a tomar decisões voltadas a permitir que, ele controlador, aufrira vantagens - tangíveis ou intangíveis, financeiras ou não financeiras, imediatas ou futuras - que, por sua natureza, não possam ser compartilhadas com os demais acionistas, genericamente denominadas “benefícios particulares do controle”.*” (AZEVEDO, Luís André N. de Moura. Op. cit., p. 152).

<sup>376</sup> No sentido, F. Easterbrook e R. Fischel afirmam: “*Cumulative voting (or any other method of requiring a supermajority consent to certain corporate actions) has the further property of impeding changes of control and thus supporting the position of managers vis-a-vis residual claimants.*” (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R (1983). Op. cit., p. 409).

<sup>377</sup> A esse respeito, F. Easterbrook e R. Fischel constata: “*Corporate control transactions reduce agency costs if better managers obtain control of the firm’s assets or if they alter the incentive structure facing existing managers. This means, in turns, greater wealth for all.*” (EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. London: First Harvard University Press, 1996, p. 112). Da mesma forma, B. Cheffins afirma: “*In a company with a capital structure of this nature, neither shareholder voting nor the possibility of a hostile takeover bid will operate as effectively as a check on management as would be the case if all ordinary shares had voting rights attached. The weakness of these disciplinary mechanisms gives rise to the possibility that those in charge will abuse their position and fail to operate the company in the best interests of the voteless majority. If this type of conduct is common, prohibiting non—voting equity could have a beneficial effect for investors.*” (CHEFFINS, Brian R. Op. cit., p. 492).

aquilo que a literatura passou a denominar “benefícios privados do controle”,<sup>378</sup> o que evidentemente prejudica o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Isso justificaria, na visão dos defensores dessa corrente, uma disciplina legal que incentivasse a desconcentração do poder das mãos de um sócio (ou grupo de sócios)<sup>379</sup> e restringisse a utilização de estruturas que permitam a manutenção desse poder em desproporção à participação econômica na sociedade, uma vez que tal artifício

---

<sup>378</sup> Sobre as maneiras como esses benefícios privados podem ser extraídos, R. Gilson e J. Gordon afirmam: “*For example, the controlling shareholder can take out significant benefits through cost-sharing arrangements that overpay the controlling shareholder for providing central services such as pension, accounting, or the like. Alternatively, the controlling shareholder can benefit through “tunneling”-that is, through contractual dealings with the company, like transfer pricing, that favor the controlling shareholder. In either event, the controlling shareholder secures value from its control position that is not received by the non-controlling shareholders. In turn, the controlling shareholder can extract the same value from control by selling it at a premium to the value of the noncontrolling shares. The existence of an ongoing stream of private benefits increases the value of the controlling shares compared to the non-controlling shares by the present value of the future private benefits. A sale of control simply capitalizes the cash flow associated with private benefits of control. The same private benefits can also be secured by freezing out the minority shareholders. In a public corporation, the trading price of shares in a corporation with a controlling shareholder reflects the value of a non-controlling share. The price of a non-controlling share will have been discounted by the capitalized value of the controlling shareholder's private benefits. A freeze-out at the discounted price allows the controlling shareholder to capture the capitalized value of future private benefits.*” (GILSON, Ronald; GORDON, Jeffrey. *Controlling Controlling Shareholders. The University of Pennsylvania Law Review*. Philadelphia: The University of Pennsylvania Law Review, v. 152, 2003, p. 786). Em boa síntese dessa visão, Z. Goshen e A. Hamdani afirmam: “*According to conventional wisdom, the controlling shareholder seeks a controlling interest in the corporation to exploit her dominant position and consume private benefits at the expense of minority shareholders. She can pursue pecuniary benefits by entering into self-dealing transactions, engaging in tunneling, or employing family members. She can also pursue nonpecuniary benefits by boosting her ego and her social or political status through her influence on corporate decisions. In short, it’s good to be the king (or the queen). With private benefits commonly perceived as a precondition motivating concentrated ownership, it is unsurprising that this ownership structure is often frowned upon.*” (GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. *Op. cit.*, p. 571). A esse respeito, ver também DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private Benefits of Control: An International Comparison*. NBER Working Paper No. 877, Cambridge-MA, 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8711>>. Acesso em: 29 ago.2016 e NENOVA, Tatiana. *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis*. 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=237809>>. Acesso em: 29 ago. .2016. Cumpre notar, todavia, que a expressão não é utilizada apenas em referência às eventuais vantagens indevidas extraídas pelo controlador em função de sua posição de domínio sobre a sociedade empresária, mas também em alusão a determinados benefícios lícitos que advém de tal posição, como, por exemplo, a possibilidade de implementar sua visão acerca do negócio e perseguir os objetivos empresariais por ele traçados. Nesse sentido, afirma O. Hart sobre “*Since private benefits (like decision rights) are very important in what follows, it may help to illustrate them in the current context. Consider an entrepreneur who has developed an idea for a project. The entrepreneur is likely to get some personal satisfaction from working on the project, or from the project succeeding, that is over and above any cash flows received. Also, if the project succeeds, the entrepreneur's reputation is enhanced and he will do better in future deals. Personal satisfaction and reputational enhancement are both examples of private benefits since they are enjoyed by the entrepreneur but not the investor.*” (HART, Oliver. *Op. cit.*, p. 1085).

<sup>379</sup> Apresentando elementos que justificariam a desconcentração do poder de controle no bojo das sociedades empresárias, C. Salomão Filho destaca: “*O contrato e a instituição dele emanada prescindem de interesses dominantes e definitivos, pois de todo modo devem ser instrumentos de tutela de uma miríade de interesses internos e externos dignos de consideração. Visto sob essa ótica organizativa, a diluição de controle das companhias passa a ser um importante instrumento para garantir o equilíbrio – portanto, a consideração mais ampla possível – de interesse internos e externos à sociedade.*” (SALOMÃO FILHO, Calixto. “Diluição de Controle”. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 79).

potencializaria as oportunidades de desvio de conduta por parte dos controladores pelo fato de não estarem expostos economicamente aos resultados de suas ações na mesma proporção<sup>380</sup> ou, ainda, contrariaria o tratamento equitativo entre os sócios, ferindo uma espécie de valor ético que, no entendimento destes, seria inerente às sociedades empresárias.<sup>381</sup>

Entretanto, bons argumentos podem ser perfilados em defesa de uma maior autonomia privada com relação à modelagem das regras estruturais internas da sociedade no tocante à alocação de direitos políticos e econômicos entre seus diversos sócios (e.g. sócios-empresendedores e sócios-investidores), em linha com aquilo que prescreve a já mencionada teoria do contrato financeiro.<sup>382</sup>

Em primeiro lugar, cumpre ressaltar que reconhecer a manutenção de uma correlação proporcional entre o poder decisório e a exposição econômica do controlador como modelo mais adequado para equacionar determinados conflitos de agência e prevenir determinadas ações indesejáveis ou abusivas não significa que estruturas que divergem de tal padrão devam ser vedadas ou artificialmente desincentivadas pela disciplina societária, ainda que, no caso concreto e em consideração às particularidades atinentes às atividades de que se

---

<sup>380</sup> A esse respeito, B. Cheffins afirma: “*The governance system in companies involves an ‘electorate’ (the shareholders) voting to select their ‘representatives’ (the board of directors). Companies therefore seem to be influenced by political dynamics. Equality is a key democratic value. It would seem to follow that an investor in a company should have a voice in corporate affairs which is at least commensurate with his ownership interest in the company. Such reasoning has its most powerful rhetorical appeal in relation to non-voting ordinary shares. (...) Such a combination seems to be inconsistent with egalitarian democratic principles since owners of non-voting equity are effectively disenfranchised and thus do not have a say in a company’s affairs which is proportionate to the nature of their investment.*” (CHEFFINS, Brian R. Op. cit., p.474-475).

<sup>381</sup> Em boa síntese dessa visão, B. Cheffins afirma: “*Deep-seated ethical beliefs serve to reinforce the idea that it is reasonable for investors to assume equal treatment will be an important governing principle. A widely-held moral principle is that in the absence of any reason to the contrary individuals should be treated alike. It follows from this that there should be equality before the law. This notion is an important foundation of democratic political systems and the intuitive logic which underlies it seems to be both so simple and so powerful that it logically should apply to companies. Consequently, shareholder expectations of equal treatment would seem to have a firm ethical foundation.*” (CHEFFINS, Brian R. Op. cit., p.475-476).

<sup>382</sup> Sobre os contornos principais que compõem esse debate, G. P. La Sala resume: “*Per queste ragioni, delineate in sintesi, la dottrina che si è occupata dei sistemi di voto in termini di analisi economica del diritto tende pur nella varietà delle posizioni assunte a convergere su alcuni punti fondamentali, che possono essere così schematizzati: i) un’azione un voto, nonostante i suoi limiti funzionali, resta un buon modello di ‘governance’; ii) l’efficienza di soluzioni alternative va giudicata caso per caso, avuto riguardo al tipo di deviazione, alle caratteristiche della società e non ultimo al contesto economico-giuridico di riferimento; iii) i sistemi alternativi di voto sono inefficienti quando generano delle forme di controllo che siano nel contempo cristallizzate e dissociate dalla sopportazione del rischio residuale, perché causano un eccessivo pericolo di comportamenti opportunistici; la crescita di tale rischio riduce la disponibilità del mercato dei capitali a finanziare la società, annullando uno dei principali vantaggi della separazione della proprietà dal controllo: la raccolta di maggiori risorse finanziarie funzionale allo sviluppo dell’impresa; iv) nel valutare la validità di un sistema di voto non proporzionale è importante considerare se questo è in grado di accrescere l’omogeneità delle posizioni degli azionisti e il loro comune interesse a massimizzare la ricchezza della società.*” (LA SALA, Gian Paolo. Op. cit., p. 115-116).

ocupa a sociedade, arranjos alternativos sejam mais eficientes e desejados pelas partes.<sup>383</sup>

Conforme ressaltado por Z. Goshen e A. Hamdani, é equivocado tomar como premissa que a retenção do poder de comando da sociedade pelo sócio-empREENDEDOR derivará, em qualquer cenário, do anseio de extrair benefícios ilegítimos à custa da sociedade a partir dessa posição.<sup>384</sup> Tal anseio, apontam tais autores, pode, por exemplo, justificar-se pela vontade do controlador-empREENDEDOR de viabilizar a implementação de sua visão sobre o negócio e das estratégias que, a seu ver, maximizarão os ganhos da sociedades (aquilo que Z. Goshen e A. Hamdani chamam de “visão idiosincrática do controlador”), sem que esse processo possa ser afetado ou interrompido por influência dos demais sócios-investidores, que não dispõem da mesma expertise e grau de conhecimento sobre as atividades da empresa.<sup>385</sup>

E essa condição, evidentemente, pode ser do total interesse dos potenciais investidores – que podem efetivamente enxergar grande valor na atuação do controlador-empREENDEDOR em relação à condução dos negócios da sociedade – e, nessa hipótese, constituirá objeto do arranjo econômico que conformará a relação de investimento.

---

<sup>383</sup> Nesse sentido, G. P. La Sala afirma: “*I motivi di preferenza del principio capitalistico ora richiamati in sintesi permettono di definire il perimetro tipologico delle società per azioni nelle quali è prospettabile l’impiego di meccanismi di voto non proporzionale. Rinunciare al principio capitalistico è possibile quando, per le caratteristiche assunte in concreto dalla società, i benefici da esso apportati alla funzionalità dell’organizzazione non si producono, oppure subiscono un sensibile ridimensionamento.*” (LA SALA, Gian Paolo. Op. cit., p. 33).

<sup>384</sup> Cf. GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Op. cit., p. 565.

<sup>385</sup> A esse respeito, Z. Goshen e A. Hamdani: “*Under our framework, control allows entrepreneurs to pursue business strategies that they believe will produce above-market returns by securing the ability to implement their vision in the manner they see fit. The entrepreneur values control because it protects her against the possibility of subsequent midstream investor doubt and objections regarding either the entrepreneur’s vision or her abilities. Control matters because business ideas take time to implement. This ongoing process requires numerous decisions, ranging from day-to-day management issues to major strategic choices. Perhaps the most important decision is whether to continue a business, change its course, or close it down. However, investors and entrepreneurs often need to make these decisions under conditions of asymmetric information or differences of opinion. Investors cannot always observe the entrepreneur’s efforts, talents, and actions. Therefore, it is hard for investors to determine the real cause of a corporation’s poor performance: it could be the entrepreneur’s incompetence or laziness, temporary business setbacks, or simply bad luck. Since the entrepreneur commonly knows more about the business and her own efforts and talent than investors, she has the ability to exploit investors by the way she manages the business. Investors will wish to contain this risk of agency costs by maintaining the right to close the business down or fire the entrepreneur. Even when investors and entrepreneurs have the same information, the complexity of the business and the uncertainty of the future might yield different beliefs as to the potential success or failure of the business. Consequently, under conditions of asymmetric information or differences of opinion, entrepreneurs and investors may disagree over whether a business should continue and in what fashion. Thus, in our framework, both investors and entrepreneurs value control, but for different reasons. The entrepreneur wants to retain control over management decisions to pursue her idiosyncratic vision for producing above-market returns. That is, control enables entrepreneurs to capture the value that they attach to the execution of their idiosyncratic vision. 16 Investors, by contrast, value control because it allows them to minimize agency costs.*” (GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Op. cit., p. 565-566).



Como visto, é natural que, no bojo desse processo, os investidores estejam dispostos a abrir mão de seu poder político no âmbito da sociedade em favor de direitos econômicos diferenciados em relação aos seus resultados, como, por exemplo, o recebimento de dividendos majorados ou de forma prioritária.<sup>386</sup>

Assim, havendo condições para a efetiva barganha a esse respeito no momento em que se estabelece a relação de investimento, não haveria motivos para a disciplina societária retirar a autonomia dos agentes em relação à definição da alocação entre direitos políticos e econômicos, em respeito às particularidades que envolvem, em concreto, a empresa e seu negócio.

Em verdade, a lógica das relações societárias que se estabelecem no âmbito do mercado de valores mobiliários é justamente da convivência entre tipos bastante diversos de sócios: o empresário, aquele que cria, expande e comanda a empresa; e o investidor, que nela aplica capital almejando o retorno de seu investimento (a partir da distribuição de lucros ou da venda de sua participação) e que não tende a se interessar e ou desejar se envolver na condução de seus negócios,<sup>387</sup> exceto quando o arranjo econômico que perfaz tal relação embutir também o aporte, por parte deste, de conhecimento e expertise sobre o negócio.<sup>388</sup>

Assim, caso a condição ou a consequência do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários for a inevitável retirada ou diluição do poder de influência do controlador-empresendedor com relação ao comando dos negócios da empresa em intensidade que possa afetar a implementação de sua visão sobre o negócio, este

---

<sup>386</sup> Cf. GOSHEN, Zohar; HAMDANI, Assaf. Op. cit., p. 583-586. A esse respeito, K. Dam afirma: “*In addition, different investors have different objectives, depending on their relative appetite for risk versus return. Because in most countries it is possible to go beyond “plain vanilla” equity and debt to create special corporate rate securities having different mixes of equity and debt characteristics, investors can achieve their special objectives by selecting a security having the appropriate mix. For example, an investor preferring a regular guaranteed income and anxious to have priority in bankruptcy ahead of common stockholders, holders, but also hoping to benefit from the upside of especially strong corporate performance, might seek to buy a convertible bond (an instrument that pays interest but is convertible to common stock at an agreed price).*” (DAM, Kenneth. Op. cit., loc. 2033). Da mesma forma, ressalta B. Cheffins afirma: “*If the arguments in favour of equality-oriented rules were of a highly compelling nature, regulation could perhaps be justified in spite of the adverse impact on efficient arrangements, the costs associated with implementation, and related considerations. The arguments involved are not of such a character. As mentioned, the proposition that equality is a key democratic and political value is a potential justification for regulation of shareholder affairs. The ethical dynamics involved are not, however, of primary importance to investors. The manner in which shareholders’ general meetings are conducted illustrate that members rarely think of the stake they have in companies in political terms. If investors did so, general meetings would presumably be well-attended and the members would be keen to vote. The reality is different.*” (CHEFFINS, Brian R. Op. cit., p. 488).

<sup>387</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 187.

<sup>388</sup> Como ocorre, por exemplo, no âmbito das operações de *venture capital* e *private equity*, conforme será detalhado no item 4.2 a seguir.

evidentemente cogitará de outras formas de financiamento da atividade empresária.<sup>389</sup>

Nesse sentido, a tentativa de coibir um potencial incentivo ao cometimento de desvios ou abusos por meio da limitação da autonomia privada quanto ao estabelecimento de arranjos alternativos de alocação de direitos políticos e econômicos no âmbito da sociedade, pode, em verdade, representar um significativo desincentivo à formação de capital por meio do mercado primário de valores mobiliários, afastando desse processo as empresas cujo sócio-empresário não está disposto a arcar com preço tão alto (a efetiva perda ou diluição de seu poder de comando) para utilizar-se de tais mecanismos para o financiamento de sua atividade.

Ademais, garantidas as condições de negociação a esse respeito entre o controlador-empresário e os potenciais investidores, é absolutamente razoável supor que se a estrutura de alocação de direitos políticos e econômicos não agrada a estes últimos, essa circunstância será efetivamente descontada do preço pelo qual estão dispostos a realizar seu investimento ou, no limite, inviabilizá-lo, influenciando, portanto, diretamente, o custo de capital da

---

<sup>389</sup> Nesse sentido, W. Ringe afirma: *“Entrepreneurs will be more willing to start a business or to expand it later by raising outside equity capital if they can make sure that they remain the strongest group in the company’s decision-making process. Consequently, if such mechanisms (e.g multiple voting rights) were not allowed, a lot of economic activity requiring outside equity capital (whether raised through IPOs or later capital increases) would not take place for the controllers’ fear of losing their influence.”* (RINGE, Wolf George. Op. cit., p. 219). Nesse sentido, o *The Growth and Emerging Markets Committee da International Organizations of Securities Commissions – IOSCO* identificou que a possibilidade de perda do controle sobre os negócios é uma das razões que desincentiva a utilização do mercado de valores mobiliários por empresas de menor porte: *“Loss of management control is one of the main factors that discourages SMEs from accessing capital markets given that post-listing, issuers may have to alter their business approach as a minimise profitability and resulting taxes while a publicly-held company will be under public company.”* (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (2015). Op. cit., p. 38). Da mesma forma, em boa explicação dessa circunstância, L. Azevedo afirma: *“A estrutura dual pode ser vantajosa para companhias sob controle acionário atuantes em segmentos de capital intensivo, por criar condições aptas a permitir a obtenção de volume adicional de recursos via emissão e oferta pública de ações no mercado de capitais. Em primeiro lugar, porque o acionista controlador provavelmente não estará disposto a abdicar de seu poder sem uma contrapartida financeira clara, geralmente representada pelo “prêmio de controle” exigido de terceiros interessados. Em se tratando de companhias sob controle familiar ou estatal - que correspondem à ampla maioria das sociedades de capital aberto no Brasil - esse prêmio tende a ser ainda mais expressivo, diante do menor interesse do controlador em se ver privado de suas prerrogativas. Em qualquer situação, a emissão de novas ações de mesma espécie ou classe daquelas detidas pelo controlador - ações essas com direito a voto, evidentemente - terá, como limite máximo, o “excedente de controle”, a partir do qual toda e qualquer diluição adicional levaria a uma redução substancial de seu poder. A emissão e oferta pública de ações sem direito a voto, ou a outorga de ações com voto plural ao controlador, sem dúvida alguma ampliam o limite de captação de recursos no mercado de capitais, ao “protegê-lo” de uma diluição indesejada sem, com isso, impedir o acesso mais amplo da companhia a recursos de terceiros. Nesse sentido, o rompimento da correlação direta entre voto e participação econômica pode, em tese, também beneficiar acionistas não controladores, especialmente quando estabelecido mediante ações sem direito a voto que gozem de vantagens efetivas na percepção de resultados.”* (AZEVEDO, Luís André N. de Moura. Op. cit., p. 182-283).

sociedade.<sup>390</sup>

Significa dizer que os mecanismos de mercado são capazes de promover – em determinadas situações, como, por exemplo, do contexto das ofertas públicas iniciais de valores mobiliários – o alinhamento de interesses entre empreendedor e investidores a esse respeito, de modo que a limitação da liberdade nesse a seara, para além de não se fazer efetivamente necessária, pode inclusive ser desastrosa,<sup>391</sup> pois pode acabar por limitar a construção de arranjos que seriam desejáveis, no caso concreto, pelas partes envolvidas.<sup>392</sup>

Assim, a autonomia privada nesse campo é um elemento desejável em uma disciplina favorável à formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários<sup>393</sup>. E essa circunstância é acentuada, por certo, em relação às empresa nascentes, iniciantes e emergentes, nas quais a figura do empreendedor, como visto, tende a ser indispensável.<sup>394</sup>

---

<sup>390</sup> A esse respeito, é bastante elucidativa a afirmação de L. Stout: “*To understand this idea, let us start with an often overlooked fact of business life: investors are not forced to purchase shares in public corporations at gunpoint. They can invest instead in proprietorships, partnerships, limited partnerships, and closely held companies. Furthermore, when investors do buy shares in public companies, they can choose which firm's shares to buy. (...) If investors truly believed greater shareholder control meant better corporate performance, they could "vote with their wallets" by preferring shares in firms that give shareholders more control. If investors often did this, it would be evidence that shareholder control serves shareholder interests, at least in those firms. Yet studies indicate that equity investors generally do not prefer companies that give them stronger rights. This can be seen most clearly in the context of initial public offerings or "IPOs." Companies "going public" have every incentive to adopt governance structures that appeal to outside investors (generally sophisticated mutual and pension funds). If greater shareholder control meant better shareholder returns, IPO companies could raise more money by offering shareholders more control.*” (STOUT, Lynn A. *The Mythical Benefits of Shareholder Control*. *Virginia Law Review*. Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 93, 2007, p. 801-802).

<sup>391</sup> Ressaltando que razões puramente morais ou éticas, fincadas na defesa, *per se*, de alguma forma de igualitarismo acionários são insuficientes para justificar restrições dessa natureza, B. Cheffins afirma: “*Nevertheless, it should now be evident that abstract arguments derived from equality principles add little. At first glance, an argument based on the idea of equal treatment can be seductive since a widely held moral principle is that individuals should be treated alike. Nevertheless, it becomes clear upon closer examination that in relation to shareholders the concept of equality does not provide a coherent, persuasive rationale for intervention. Hence, for issues such as takeover bids, disclosure regulation, and non-voting equity, policy-makers should resist being side-tracked by arguments based on the idea of equal treatment.*” (CHEFFINS, Brian R. *Op. cit.*, p. 495).

<sup>392</sup> Nesse sentido, W. Ringe afirma: “*In many company law systems (like the UK and the US), the shareholders are principally free to arrange their internal affairs without much legislative intervention. In the spirit of contractual freedom, this would imply that shareholders generally can decide on their individual rights and voting allocation.*” (RINGE, Wolf George. *Op. cit.*, p. 219).

<sup>393</sup> Nesse sentido, M. Goergen et al. afirmam: “*The potential benefit from introducing differentiated voting rights is that more firms may seek a stock exchange listing. Company owners who value control are often reluctant to take their firm public if they risk losing control in the process.*” (GOERGEN, Marc; MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc. *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe*. *Oxford Review of Economic Policy*. Oxford: Oxford University Press, v. 21, n. 2, 2005, p. 253).

<sup>394</sup> Cf. RINGE, Wolf George. *Op. cit.*, p. 219. Sobre a importância da figura do controlador ao desenvolvimento da empresa, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “*A criação da empresa e a sua expansão até alcançar escala mínima compatível com a institucionalização não dispensa – nem no Brasil, nem em qualquer outro país de economia de mercado – a figura do empresário-empendedor e a função do acionista controlador. Porque, em verdade, o empresário-empendedor é a mola fundamental do sistema de livre*

### 3.4.5.2 Estrutura decisória e administrativa

Outro ponto central da disciplina societária a ser avaliado diz respeito à modelagem da estrutura decisória e administrativa interna da sociedade.

Trata-se, evidentemente, de um desdobramento natural da discussão sobre os mecanismos de alocação de direitos políticos e econômico na esfera societária, uma vez que o poder decisório, no âmbito societário é exercido e operacionalizado por meio de sua estrutura decisória e administrativa.

Dessa forma, aplica-se, aqui, a mesma lógica apresentada acima, ou seja, a de uma disciplina que favoreça a liberdade dos agentes quanto à fixação do desenho e da estruturação dos órgãos e mecanismos de gestão da sociedade e dos processos decisórios internos.

Significa dizer: condicionar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários à adoção de estruturas de organização complexas, além de representar custos significativos, pode retirar-lhe grande parte da plasticidade que, em determinados casos, é fundamental ao bom exercício dos negócios, especialmente nos estágios iniciais de desenvolvimento da empresa.

É bem verdade que as discussões e teorias que se desenvolvem em torno das boas práticas de governança corporativa problematizem vários aspectos atinentes aos mecanismos de organização interna da empresa, sob a ótica do aprimoramento de sua gestão e, também, da tutela dos interesses daqueles que nela investem.

Entretanto, aqui também não se pode confundir o modelo-padrão, desejável em abstrato, com o obrigatório.

A imposição de um modelo único e rígido de estrutura decisória e administrativa como requisito ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários evidentemente não será capaz de atender as necessidades específicas de cada

---

*iniciativa e economia de mercado. Sem iniciador não há iniciativa privada.” (LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 187). Em sentido semelhante, E. Leme, em célebre estudo sobre o regime das ações preferenciais, afirma: “Na ligeira exposição, que fizemos, ficou cabalmente demonstrado que não só o ‘intuitus pecuniae’ move hoje as sociedades de capitaes. A pratica mercantil vem pondo em relevo a influencia decisiva nellas exercida também pelas pessoas, que as compõem, em cujo beneficio se estipula o direito de subscrição preferencial, a regulamentação do direito de voto, a restrição á transmissibilidade das acções, sejam nominativas, sejam ao portador.” (LEME, Ernesto. *Das Acções Preferenciaes nas Sociedades Anonymas*. São Paulo: Saraiva, 933, p. 21).*

sociedade, em função de seu modelo de negócios, ramo de atividade e estágio de evolução.<sup>395</sup>

Trata-se, destarte, de campo fértil para arranjos customizados estruturados pelos agentes econômicos envolvidos e afetados por esse processo.<sup>396</sup>

#### 3.4.5.3 Regime de destinação de resultados

Por fim, cumpre também analisar o espaço concedido à autonomia privada no bojo da disciplina societária no que concerne ao regime de destinação de resultados, haja vista as necessidade de financiamento da empresa e os arranjos econômicos que podem ser feitos em relação à destinação do fluxo de caixa decorrente do resultado de suas atividades no contexto da relação que se estabelece entre empreendedor e investidor.

Evidentemente que parte da natureza cogente do regime de destinação de resultados pode ser perfeitamente explicável a partir da necessidade de, em contrapartida à limitação de responsabilidade de seus sócios, se estabelecer determinadas salvaguardas em benefício dos credores da sociedade.

No entanto, resguardadas as devidas proteções aos credores sociais, a matéria trata, de fato, de questões afetas à gestão financeira da empresa – em função de suas necessidades de caixa, de financiamento e os projetos necessários à sua expansão<sup>397</sup> – e aos arranjos havidos entre empreendedores e investidores, sendo indesejável, portanto, excessiva intervenção legal em dada área.

### 3.5 A DISCIPLINA DAS SOCIEDADES POR AÇÕES

Conforme mencionado anteriormente, o ordenamento jurídico brasileiro adota um

---

<sup>395</sup> A esse respeito, P. Davis e S. Worthington afirmam: “*In fact, it is clear that where a large and fluctuating number of members is involved, the company has distinct advantages as an organizational form. This is because de company has built into it a distinction between the members of the company (usually shareholders) and the management of the company (vested in a board of directors). (...) On the other hand, where a small number of persons intend to set up a business and all to be involved in running it, the distinction made by company law between shareholders and directors often becomes a nuisance, for they are the same (or nearly the same) people. The internal machinery imposed by company law often appears impossibly cumbersome in such cases.*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 9<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2012, p. 6).

<sup>396</sup> A esse respeito, P. Marchetti afirma: “*In particolare, credo che il legislatore si possa e debba astenere anche per le società che fanno ricorso al mercato dei capitali da interventi imperativi relativi alla articolazione interna dell'organo amministrativo, al suo funzionamento, alla circolazione delle informazioni, ai requisiti degli amministratori.*” (MARCHETTI, Piergaetano. Op. cit., p. 571).

<sup>397</sup> Nesse sentido, M. Eisenberg afirma: “*Because mandatory rules generally should not regulate the content of transactions, distributional rules should generally be enabling, except as required to protect the interests of creditors.*” (EISENBERG Melvin A (1989). Op. cit., p. 1481).

regime societário de tipicidade fechada<sup>398</sup>, não admitindo a organização de sociedades em modelos diferentes dos tipos expressamente previstos em lei.<sup>399</sup>

Conseqüentemente, sob a perspectiva do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, a avaliação do espaço concedido, na disciplina societária, à autonomia privada no tocante a conformação de determinados arranjos diferenciados, no contexto de tais transações – em matéria de alocação de direitos políticos e econômicos, estrutura decisória e administrativa e regime de destinação de resultados – deve tomar como ponto de partida os tipos societários em relação aos quais é franqueado captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários

A Lei n° 6.385/76,<sup>400</sup> que disciplina a estrutura e funcionamento do mercado de valores mobiliários (inclusive no que concerne ao processo de captação de recursos por meio de seus mecanismos), desde 2001 (após as alterações introduzidas pela Lei n° 10.303/01),<sup>401</sup> não restringe os tipos societários ou outras formas organizativas que podem captar recursos por meio de tal mercado, conferindo, entretanto, à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a prerrogativa de exigir que se constituam sob a forma de sociedade por ações.

Contudo, a amplitude conferida à matéria na esfera legal não corresponde ao tratamento estabelecido pela CVM na esfera infralegal, que restringe a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários majoritariamente às sociedades constituídas sob a forma de sociedades por ações, resguardadas algumas exceções pontuais que serão abordadas mais adiante.<sup>402</sup>

Dessa forma, a sociedade por ações constitui a único tipo societária que goza de

---

<sup>398</sup> Cf. artigo 983 do Código Civil.

<sup>399</sup> Cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Comentários ao Código Civil*, no prelo, apud FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *A Sociedade em Comum*. São Paulo: Malheiros, 2013, p. 135.

<sup>400</sup> Cf. artigo 2º, §§2º e 3º da Lei n° 6.385/76.

<sup>401</sup> Tal previsão decorre da introdução, no ordenamento jurídico brasileiro, da definição genérica de valor mobiliário (inspirada na noção de *security* existente no direito norte-americano), inicialmente pela Lei n. 10.198/2001 e posteriormente incorporada à Lei n° 6.385/76 pela Lei n° 10.303/01, pois, uma vez criada a figura do valor mobiliário atípico, abre-se o flanco para sua emissão por entidades constituídas das mais variadas formas, inclusive sob tipos societários diversos da sociedade por ações. A esse respeito, M. Carvalhosa e N. Eizirik afirmam: “Ademais, o alargamento do conceito de ‘valores mobiliários’, por meio da figura abrangente de ‘contrato de investimento coletivo’ (art. 2º, IX, da Lei n. 6.385/76), levou à criação do conceito de ‘emissores de valores mobiliários’, em substituição à designação de ‘companhias abertas’, até então as únicas sujeitas à disciplina da Lei n. 6.385/76. Isto se deu pelo fato de passarem a ser disciplinadas e fiscalizadas pela CVM a emissão e a distribuição pública de todos os valores mobiliários, independentemente da forma jurídica de que se revestem os emissores. Uma sociedade organizada sob a forma limitada, que venha a emitir títulos que, por suas características, se enquadrem na definição de contrato de investimento coletivo, nos termos do inciso IX do art. 2º. da Lei n. 6.385/76, estará automaticamente sujeita à disciplina da legislação de mercado de capitais e da fiscalização da CVM.” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 466-467).

<sup>402</sup> Conforme será detalhado no item 3.6 adiante.

ampla possibilidade de captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, especialmente mediante a oferta de valores mobiliários representativos de participação societária.<sup>403</sup>

Assim, cumpre iniciar a análise ora proposta pelo exame de sua disciplina, de modo a identificar o tratamento conferido àquelas matérias acima descritas.

### 3.5.1 *Origem e características*

Como sabido, as sociedades por ações são reconhecidas como o instrumento mais sofisticado de organização empresarial.

A utilização dessa forma jurídica de organização societária guarda, desde sua origem, íntima relação com mobilização de recursos por meio da captação da poupança popular, de modo a viabilizar o exercício de determinadas atividades empresárias que envolvem a consecução de determinados empreendimentos que dificilmente um empresário ou um grupo de empresários seriam capazes de financiar isoladamente, dada sua magnitude e os riscos a eles inerentes.<sup>404</sup> Dessa forma, é inegável o embricamento desse tipo societário aos mecanismos formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.<sup>405</sup>

Tomando emprestada a ideia de limitação de responsabilidade a partir de mecanismos contratuais usados para limitar o risco dos sócios das chamadas sociedades marítimas (*societas maris*) com relação aos empréstimos tomados para financiar a

---

<sup>403</sup> Para além de histórica identidade das sociedades por ações com o mercado de valores mobiliários, não se pode negar que a estrutura normativa deste tipo societário e do mercado de valores mobiliários guarda, por aqui, íntima interconexão, em função da relação de complementariedade que existe entre a Lei nº 6.385/76 e a Lei nº 6.404/76, Nesse sentido é a observação de G. Cordoniz et al., ao comentar o disposto no §3º, I do artigo 2 da Lei nº 6.385/76, sobre prerrogativa concedida à CVM de exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima “Uma explicação razoável poderia decorrer do fato de estarem amalgamadas as previsões e os sistemas das Leis nº 6.404/76 e 6.385/76, em virtude de serem as sociedades anônimas o tipo societário por excelência concebido para permitir o financiamento de atividades empresariais via acesso ao mercado de capitais, cuja estrutura foi desenvolvida para viabilizar aos empresários a captação de recursos nesse mercado, com a fundamental limitação da responsabilidade pessoal dos acionistas. (...) Os outros tipos societários, tal como regulados hodiernamente, não possuem a mesma estabilidade das sociedades anônimas, o que não se coaduna com a complexidade e os usuais mecanismos de controle dos agentes atuantes no mercado de valores mobiliários. Assim, também a efetividade das normas estabelecidas pela Lei nº 6.385/76 e demais regulamentos criados pela CVM encontra na Lei nº 6.404/76 uma aliada, justificando a preferência pelas sociedades anônimas enquanto emissora de valores mobiliários.” (CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Mariana. Comentários ao artigo 2º da Lei nº 6.385/76. In: PATELLA, Laura; CORDONIZ, Gabriela (coord). Op. cit., p. 89-90).

<sup>404</sup> A esse respeito, cunhou G. Ripert clássica afirmação que exprime a natureza e vocação das sociedades por ações: “A sociedade anônima é um instrumento maravilhoso criado pelo capitalismo moderno para coletar a economia em favor da fundação e da exploração de empresas.” (RIPERT, Georges. *Aspectos Jurídicos do Capitalismo Moderno*. Tradução de Gilda G. De Azevedo. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1947, p. 118).

<sup>405</sup> Cf. ASCARELLI, Tulio. (2001) Op. cit., p. 457.

navegação marítima (*foenus nauticum*)<sup>406</sup> e a da reificação das posições jurídicas relativas a participação societária em títulos circuláveis embasada na disciplina dos títulos de crédito,<sup>407</sup> juntamente com a noção de autonomia patrimonial que já permeava o Direito das sociedades, surge, a partir da Idade Moderna, o modelo societário que serviria de inspiração àquele que hoje identificamos como a sociedade por ações e seus congêneres no Direito comparado<sup>408</sup> (e.g. a *corporation* do Direito norte-americano, a *company* do Direito inglês, a *société anonyme* no Direito francês, a *società per azioni* no Direito italiano e a *Aktiengesellschaft – AG* no Direito alemão).

A despeito das variações com que o tipo societário se estrutura em cada uma de suas formas ao redor do mundo, inclusive no que se refere ao grau de flexibilidade quanto aos aspectos de sua disciplina (que abordaremos em seguida), as sociedades por ações

---

<sup>406</sup> A esse respeito, ressalta A. Lamy Filho: “Pelos riscos que envolvia e pelos eventuais lucros que podia produzir, a navegação marítima deu origem a vários institutos do maior interesse para a vida do direito. Assim o empréstimo de dinheiro a risco, o ‘*foenus nauticum*’, sujeito ao sucesso da viagem; o abandono liberatório, que limitava a responsabilidade do armador e sócios na viagem ao abandono do navio e fretes aos seus credores. É nesse ponto que se introduz o problema básico da limitação da responsabilidade, dado o interesse social no incentivo às viagens, com a superação do princípio romano de que os bens do devedor respondem por suas obrigações. A separação de parte do patrimônio do devedor com a limitação de responsabilidade era incentivo a empreendimentos sujeitos a grandes riscos e de real interesse social. Aceita, originalmente, em poucos casos, em especial na prática do direito marítimo – numa época em que ‘navegar era preciso’ criaram-se e adotaram-se práticas e instituições que prefixavam o risco que o investidor (no caso, o armador) assumia na aventura marítima. Assim, desprezando o princípio do direito que estipulava constituísse o patrimônio do devedor a garantia comum dos credores – para admitir, através do abandono liberatório, que o devedor quitasse seus compromissos mediante o abandono do navio e frete aos credores, e com isso limitando sua responsabilidade –, o direito mercantil introduz, no campo jurídico, um de seus mais fecundos princípios, sem o qual dificilmente poderíamos alcançar a economia de crédito em que vivemos. Essa limitação de responsabilidade, que viria a ser uma das maiores conquistas do milênio, foi, sem dúvida, e continua sendo, um fator básico do desenvolvimento econômico, atraindo os homens para a ousadia de grandes empreendimentos que marcaram nossa civilização.” (LAMY FILHO, Alfredo. Sociedade por Ações e a Empresa. In: *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 7-8). Cumpre notar que, justamente em função dessa característica, que permitia a limitação dos riscos inerentes ao negócios desenvolvido pela sociedade, a constituição de sociedade por ações por longo período era tratada de maneira excepcional, dependendo de atos autorizativos especial por parte do Estado. Apenas com o advento do Código Napoleônico, na França, em 1807, institui-se a liberdade de constituição desse tipo societário, posteriormente replicada em outras jurisdições. A esse respeito, afirma T. Ascarelli: “Essa concepção foi superada pelo Código Comercial francês de 1807. O sistema da carta individual pra cada companhia cedeu o lugar a uma disciplina legislativa geral; a constituição da sociedade ficou subordinada a uma autorização, que teve, no entanto, caráter administrativo.; desapareceu a concessão de monopólios, contrastante com a liberdade de concorrência, que, desde o século XVIII, vinha-se impondo às consciências; de instituo que, originalmente, se prendia ao direito público e ao direito privado, passa a sociedade anônima a constituir um instituto típico de direito privado.” (Cf. ASCARELLI (2001) Op. cit., p. 457-458).

<sup>407</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo (2007b). Op. cit., p. 8.

<sup>408</sup> Para uma abrangente análise sobre a evolução histórica das sociedades por ações, ver. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 19-101; LAMY FILHO, Alfredo. Op. cit., p. 1-33; ASCARELLI, Túlio. Princípios e Problemas das Sociedades Anônimas. In: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001, p. 452-511; MIRANDA VALVERDE, Trajano de. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei 2.627, de 26 de setembro de 1940*. 3ª ed. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 10-76.



apresentam, conforme destaca P. Davies, cinco elementos estruturais que sempre se fazem presentes: (i) personalidade jurídica própria; (ii) limitação de responsabilidade dos acionistas; (iii) participações societárias representadas por títulos transferíveis; (iv) administração centralizada e especializada – ainda que estruturada de modo distinto em cada jurisdição; e (v) a alocação de direitos políticos e econômicos da sociedade aos seus acionistas – ainda que em graus distintos em cada jurisdição.<sup>409</sup>

Embora alguns ou diversos desses elementos também se façam presentes em outros tipos societário,<sup>410</sup> é justamente por conta de sua coexistência conjunta e da marcante rigidez estrutural que os conformam que o modelo societário das sociedades por ações se distingue dos demais.<sup>411</sup>

Essa rigidez estrutural, que marca o modelo das sociedades por ações, está intrinsicamente associada à sua vocação para mobilização de capitais, inclusive utilizando-se irrestritamente do mercado de valores mobiliários para captação de recursos a serem aplicados no exercício da atividade empresária que constitui seu objeto.<sup>412</sup>

---

<sup>409</sup> DAVIES, Paul L. *Introduction to Company Law*. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 8-20. No mesmo sentido, J. Armour et al. afirmam: “*the five core structural characteristics of the business corporation are: (1) legal personality, (2) limited liability, (3) transferable shares, (4) centralized management under a board structure, and (5) shared ownership by contributors of capital. In virtually all economically important jurisdiction there is a basic structure that provides for the formation of firms with all of these characteristics. As this pattern suggests, these characteristics have strongly complementary qualities for many firms. Together, they make the corporation uniquely attractive for organizing productive activity.*” (ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier.. Op. cit., p. 5-6).

<sup>410</sup> Cf. ARMOUR, Jonh; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier.. Op. cit., p. 17.

<sup>411</sup> A este respeito, aponta F. K. Comparato: “*Ao contrário do que sucede nos demais tipos societário, a economia interna da sociedade anônima não é deixada à livre decisão dos seus fundadores ou acionistas. O legislador discriminou poderes-funções considerados fundamentais, atribuindo-os a órgãos próprios, insupríveis e inconfundíveis: o poder-função deliberante à assembleia geral, o poder-função administrativo à diretoria, o poder-função sindicante ao conselho fiscal. A liberdade negocial dos particulares, na organização de uma companhia, é, pois, limitada pelo respeito devido a esta estrutura básica. Reproduziu-se, assim, no direito privado, a mesma problemática da divisão de Poderes do direito constitucional, com o conseqüente de sua indelegabilidade. A assembleia geral tem competência privativa para deliberar sobre determinadas matérias (Lei n° 6.404, de 15.12.1976, art. 122). As atribuições conferidas pela lei aos diretores e aos fiscais não podem ser outorgadas a outro órgão, criado pela lei ou pelos estatutos (idem, art. 139; art. 163, § 7°).*” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit., p. 30).

<sup>412</sup> Nesse sentido, afirma R. Sztajn: “*A descrição da sociedade por ações que se apresentou contém elementos pertencentes ao conceito dessas sociedades e, assim, apresenta certa rigidez, própria dos conceitos, e não a fluidez dos tipos que são sempre maleáveis. Não se resume a descrição tipológica em dizer que o capital é apresentado por ações e que há limitação da responsabilidade dos sócios ao valor das ações subscritas. Inconscientemente, os elementos definidores mais marcantes são integrados por outras características, que decorrem da observação empírica das várias sociedades concretas e que têm a ver com a possibilidade da livre negociação das ações, a mecânica do controle, quebrando o mito de que a sociedade anônima apresenta uma organização semelhante a de um Estado democrático, sendo o poder exercido, igualmente, por todos os seus membros. (...) Mister dar maior garantia aos participantes da sociedade que são meros investidores e que, através de mecanismos de mercado, aportam recursos a ela, do que aqueles que conhecem os demais acionistas e são parte do grupo de pessoas, por vezes pequeno, que se manifesta e domina ou deseja dominá-la.*” (SZTAJN, Rachel. Op. cit., p. 77-78). A esse respeito, afirma T. Ascarelli: “*A função economia e social da sociedade anônima decorre do fato de constituir, ela, um instrumento jurídico pra recolher economias em*

Conforme afirmado anteriormente, a noção prevalecente, aqui, é a de que essa realidade exige maior limitação da autonomia da vontade das partes – e, conseqüentemente, a predominância de uma disciplina societária cogente – de modo a tutelar e equacionar adequadamente a miríade de interesses que se instaura na sociedade que promove tal apelo à poupança popular.<sup>413</sup>

No Brasil, é notável que a definição estrutural das sociedades por ações, conforme disposta na Lei nº 6.404/76, teve por objetivo declarado a promoção e o desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários, buscando viabilizar a formação de capital da empresa nacional por meio da captação pública de recursos.<sup>414</sup>

---

*castas camadas da população, angariando assim, capitais que superam as forças econômicas de indivíduos isolados ou de pequenos grupos e que, entretanto, são os necessários para a industrialização do país e para a constituição das instalações industriais; democratizando assim, a colheita do capital industrial também a quem não poderia, pessoal e diretamente, constituir-la e administrá-la – seja à vista da monta das suas economias, seja à vista dos seus afazeres.”* (ASCARELLI, Tulio. *Panorama do Direito Comercial*. Sorocaba: Minelli, 2007, p. 93-94).

<sup>413</sup> A esse respeito, J. L. Bulhões Pedreira afirma: “Desde meados do Século XIX a companhia foi submetida a regulação legal cogente mais intensa do que os demais negócios jurídicos típicos, o que se explica por ser forma de organização de empreendimentos econômicos de grande porte, com captação de poupanças nos mercados; por suas características (responsabilidade limitada dos acionistas e circulabilidade das ações) e pela possibilidade de abusos e fraudes demonstrada pela experiência do seu funcionamento. Mas a partir do fim do Século XIX e durante o Século XX, multiplicaram-se as limitações legais à liberdade de contratar de diversos outros negócios típicos, generalizando-se a intervenção da lei no conteúdo dos contratos mediante normas cogentes ou dispositivas, fenômeno a que a doutrina se refere como dirigismo contratual. Não obstante a elevada percentagem de normas cogentes e dispositivas que compõem a LSA, o princípio da liberdade de contratar continua a prevalecer (dentro dos limites definidos pela lei) na parte do conteúdo do contrato que diz respeito ao objeto social, as contribuições para o patrimônio social a que se obrigam os acionistas, à repartição entre estes do resultado da atividade social, à modificação do estatuto social e aos negócios de incorporação, fusão e cisão. As normas do estatuto legal da organização social da companhia são, na sua maioria, cogentes, ou imperativas, mas o estatuto também compreende (ou pode compreender) normas dispositivas e supletivas”. (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Sistema Jurídico da Companhia*. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.), *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, vol. 1, 2009. p. 170).

<sup>414</sup> A este respeito, afirmou M. H. SIMONSEN, Ministro da Fazenda à época da elaboração e edição da Lei nº 6.404/76, em palestra proferida à Comissão de Economia da Câmara dos Deputados em 19.08.1976: “O principal fator de fortalecimento da empresa privada deve residir no estabelecimento de novos mecanismos para sua capitalização. De fato, um diagnóstico sumário de nosso mercado financeiro mostra que existem inúmeras fontes de empréstimo, mas ainda poucas de capitalização. A consequência é que várias empresas financiam suas inversões por uma estrutura de proporções inadequadas, com excesso de endividamento e escassez de capital. É intenção do Governo modificar progressivamente esse quadro, aumentando a parcela da poupança nacional dirigida ao mercado de ações. Esse objetivo não poderá advir de um tratamento paternalista para um pequeno grupo de eleitos, mas do desenvolvimento de um novo espírito associativo dos empresários, entre si e com a poupança popular e institucional. A exemplo de outros países, o grande capitalismo constrói-se pela aglomeração de poupanças através do mercado de ações. O projeto de lei das sociedades por ações e o da Comissão de Valores Mobiliários, ora em discussão no congresso nacional, constituem importantes instrumentos para a capitalização da empresa privada.” (MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Os projetos de Lei das Sociedades por Ações e da Comissão de Valores Mobiliários – Palestra Proferida pelo Ministro da Fazenda Professor Mário Henrique Simonsen*. Brasília, 1976, p. 1). Constatação semelhante foi feita por A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, autores do anteprojeto de lei que veio a se converter na Lei nº 6.404/76, ao dissertarem sobre os princípios motivadores da reforma legislativa por eles capitaneada: “O Anteprojeto não foi elaborado como um exercício de técnica jurídica, mas com o fim prático de modificar determinados padrões de comportamento e estruturas sociais. Por isso, na apreciação de seu

E não se pode negligenciar, inclusive, que houve, por parte de idealizadores da Lei nº 6.404/76, uma salutar preocupação em não enrijecer suas estruturas a ponto de afetar adversamente o exercício da atividade empresária que constitui seu objeto.<sup>415</sup>

Entretanto, talvez por assumir que o a capitalização por meio do mercado primário de valores mobiliários deveria constituir uma prerrogativa apenas das sociedades de maior porte e em estágio avançado de desenvolvimento – ou, para usar a expressão constante da própria Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76, da grande empresa nacional<sup>416</sup> – e sem prejuízo da altíssima qualidade que reveste tal lei, é de se notar que o regime instituído é mercado, em alguns aspectos importantes, de acentuada rigidez estrutural, especialmente (mas não somente) no tocante à disciplina aplicável às companhias abertas.

E tal realidade possui o condão de surtir, especialmente para as empresas de menor porte ou que atuam em setores que, dadas suas particularidades, exigem maior flexibilidade organizativa, determinados efeitos que podem afastá-las de tal mercado.

### 3.5.2 *Companhias abertas e fechadas: critérios e consequências da qualificação*

Apesar da grande identidade que o modelo organizacional das sociedades por ações guarda com os mecanismos de formação de capital por meio de amplo e irrestrito apelo à poupança popular – que justificaria, inclusive, sua maior rigidez organizativa –, o tipo societário é recorrentemente utilizado para estruturar negócios que não necessariamente se

---

*sistema, assim como de cada um de seus dispositivos e soluções, um dos principais critérios de julgamento há de ser a sua funcionalidade, no quadro da realidade brasileira atual, como instrumento para atingir seu objetivo maior – de criar um mercado primário de ações.*” (LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 148).

<sup>415</sup> Neste sentido foi a diretriz fixada para a elaboração do anteprojeto que posteriormente veio a se converter na Lei nº 6.404/76, conforme constante da Exposição do Motivos do Conselho de Desenvolvimento Econômico nº 14 de 25.03.1974: “*A lei deverá regular de modo mais pormenorizado apenas os aspectos fundamentais do relacionamento entre as diversas partes com interesses em causa (a própria empresa, os seus controladores, administradores, acionistas e credores, e o Estado representando a sociedade em geral), não descendo, porém, a minúcias que possam representar cerceamento da iniciativa empresarial ou da ação orientadora, conjuntural, das autoridades monetárias.*” (LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 132-133). Em outra oportunidade, autores do anteprojeto que originou a Lei nº 6.404/76 também reconheceram a importância dessa flexibilidade: “*Numa economia de mercado, baseada na descentralização das decisões de investir, as regras devem ser mais autorizativas, fugindo à rigidez das estruturas padronizadas, e restringindo-se ao necessário para preservar a funcionalidade do modelo adotado*” (LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 214).

<sup>416</sup> Neste sentido, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira ressaltaram expressamente no Ofício de 18 de abril de 1975, que se prestou a encaminhar o anteprojeto ao Ministro do Fazenda: “*Tal sistema (do Anteprojeto) foi constituído – sem prejuízo de outros e relevantes objetivos já enunciados – com a preocupação de obter da nova lei toda a contribuição que possa trazer à expansão do nosso mercado de valores mobiliários, mecanismo indispensável para viabilizar a grande empresa privada nacional, além de instrumento eficiente de distribuição da renda e democratização da propriedade do capital*” (LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 136).

financiam dessa forma.

E essa circunstancia não é ignorada pelo legislador (pátrio e estrangeiro), que trata de proceder a essa diferenciação entre as chamadas companhias abertas e fechadas.

Conforme destacado por F. K. Comparato, essa distinção opera uma efetiva divisão da disciplina das sociedades anônimas em dois grandes ramos: o das companhias abertas, que dispõe de marcante caráter institucional em função de sua atuação no mercado, levando à redução do espaço deixado à autonomia de vontade das partes no que diz respeito à sua configuração; e o das companhias fechadas, em que prevalece o princípio da autonomia da vontade sobre o caráter institucional da sociedade.<sup>417</sup>

Ademais, a predominância de regras cogentes na disciplina societária das companhias abertas justificar-se-ia, também, pela necessidade de padronização dos valores mobiliários (e direitos a ele inerentes) massificadamente ofertados e negociados, tornando-se, assim, comparáveis e viabilizando sua negociabilidade.<sup>418</sup>

Reconhecendo essa realidade, a disciplina societária tradicionalmente contempla algumas importantes distinções em relação aos regimes aplicáveis às companhias abertas e fechadas, por se tratar, evidentemente, de subcategorias de um mesmo tipo societário, que gozam dos mesmos mecanismos básicos de funcionamento interno, ainda que mais moldáveis, no caso das últimas.<sup>419</sup>

---

<sup>417</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder. O direito ao dividendo nas companhias fechadas. *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 160. Sobre essa distinção, R. Sztajn afirma: “Normas mais rígidas são estabelecidas quando a sociedade busca recursos no mercado, junto ao público investidor, tais como as disposições que impedem seja limitada a circulação das ações (não se impede acordos de acionistas que firam pessoalmente vinculados, submetendo-se ao procedimento ajustado no pacto); garante-se representatividade de acionistas na obrigatoriedade da existência de um Conselho de Administração; evita-se a elevação do quórum deliberativo das assembleias, dificultando o veto minoritário nas reuniões de acionistas. Estas são algumas das disposições que se aplicam de forma cogente às sociedades abertas e que são ditadas visando a tutela dos investidores do mercado de capitais.” (SZTAJN, Rachel. Op. cit., p. 91)

<sup>418</sup> Cf. GORDON, Jeffrey. Op. cit., p. 1564-1569. Relativizando essa visão, L. Bebechuk observa: “Gordon points out that any opting out of a standard provision imposes a negative externality on other parties who use the standard provision because they would have fewer precedents to rely on. While this reasoning is valid in theory, its practical weight, as Gordon recognizes, is quite limited. For while any use of a standard charter provision does confer a positive externality on other users (and, conversely, any opting out produces a negative externality), the size of this externality seems to be small relative to the interests of the contracting parties. Therefore, the most effective externality argument is not that any charter opting out creates a negative externality, but rather that opting out with respect to certain specific corporate arrangements produces sufficiently significant externalities to warrant intervention in these arrangements”. (BEBCHUK, Lucian A. (1989a). Op. cit., p. 1405).

<sup>419</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 84. Na Europa continental há uma grande discussão sobre a melhor acomodação topográfica das regras especiais aplicáveis às companhias abertas, se na legislação societária ou na legislação do mercado de valores mobiliários. A esse respeito, P. CÂMARA afirma que o “surgimento de novas regras dirigidas às sociedades abertas ao investimento do público apresenta implicações profundas seja para o direito societário seja para o direito mobiliário. Em relação ao primeiro, a regulação das sociedades abertas realiza um movimento legislativo de

Assim, independentemente de os mecanismos estruturais de funcionamento de uma companhia fechada e de uma companhia aberta serem essencialmente os mesmos,<sup>420</sup> o regime jurídico aplicável a ambas as espécies de sociedades por ações difere,<sup>421</sup> basicamente em função da necessária tutela daqueles que investem nas companhias abertas no âmbito do mercado de valores mobiliários, do que deriva, inclusive, uma maior quantidade de regras

---

*sentido inverso ao verificado na era oitocentista, revelado pela nova incidência de normas de direito público no espaço societário. O direito mobiliário, por seu turno, encontra aqui um motor de desenvolvimento da sua componente institucional, a par do lugar concedido às instituições financeiras e às autoridades de supervisão. Suscitar-se-ão, naturalmente, dúvidas sobre o acerto da inserção sistemática do tratamento legislativo da sociedade de estrutura accionista aberta ao investimento do público em diplomas formalmente societários ou, pelo contrário, em textos normativos do direito dos valores mobiliários.”*(CÂMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 527).

<sup>420</sup> A esse respeito, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “*Os mecanismos básicos de funcionamento interno das companhias abertas e fechadas são os mesmos, mas, nas relações com o público as companhias abertas assumem obrigações relevantes e específicas com os participantes dos mercados de valores mobiliários, e o público em geral. Com efeito, a diferença mais importante entre a companhia fechada e aberta é que esta, além das relações (internas) com os investidores de mercado que são seus acionistas, mantém – pelo fato de participar do mercado como emissora dos valores mobiliários negociados mediante oferta pública, relações com todos os investidores do mercado – inclusive os que não são titulares de valores de sua emissão, mas apenas adquirentes em potencial desses valores*” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luis (1997). *Op. cit.*, p. 84).

<sup>421</sup> Sobre as diferenças principiológicas entre as companhias abertas e as companhias fechadas, A. Lamy Filho afirma: “*Com efeito, entre a S/A fechada – mera técnica de estruturar um negócio, que poderia eventualmente revestir qualquer outra forma societária – e a S/A aberta – cujos títulos alimentam o mercado de capitais, que apela para o público em busca do capital de risco de que necessita (como vai à rede bancária obter o financiamento em capital empréstimo) – a diferença não é apenas de tamanho ou de grau, é de natureza. Quando uma S/A resolve abrir seu capital ela não pratica, apenas, mero ato de economia interna da empresa: ela aciona mecanismos de crédito público, por cuja idoneidade e regular funcionamento deve responder o Governo, como ‘Minister Dei in bonum’, na velha expressão tomística. Altera-se, por via de consequência, todo o relacionamento interno da sociedade, no mesmo passo em que a sociedade assume responsabilidades que concernem, diretamente, com o interesse público. Enquanto a S/A é fechada, os acionistas se conhecem, ou sabem quem são, a assembleia geral é o órgão máximo da sociedade porque é a reunião dos donos, o próprio poder constituinte em ação, e os administradores ou são os próprios donos ou seus prepostos, isto é, pessoas cujas relações se exaurem num âmbito relativamente limitado e estritamente privado de mecanismos jurídicos. Mais ainda, os sócios confiam nos detentores da maioria, ou se entendem por cima da assembleia, em contatos pessoais, em que a armadura societária é mero ritual desprovido de expressão (convocações, atas, reuniões de diretoria, livros de registro, relatórios de diretoria, emissão de ações, etc). (...) Projete-se, agora, a mesma sociedade que abre o seu capital, e vai ao público oferecer suas ações: tudo aqui transmuda. É que então os sócios passam a meros prestadores de capital (na linguagem que o velho C. Com. usava, e, impropriamente, para os comanditários), desinteressam-se pela vida da empresa como tal, para só se importarem com os reflexos da Bolsa que apresentam os títulos, tornando-se, com isso, muito mais vulneráveis em sua boa-fé; as assembleias, à míngua de acionista presentes, perdem sua importância para a administração que se torna, ela sim, o órgão máximo da sociedade; a vida da empresa e o comportamento de sua administração passam a interessar diretamente ao crédito público, pois não apenas pelo tamanho (geralmente grandes empresas) mas pelos reflexos que produz na vida financeira do país, a má gestão pode provocar uma crise e repercutir intensamente em muitos outros setores; as facilidades abertas para o levantamento de recursos – desde o apelo ao mercado de capitais até o progressivo autofinanciamento – exigem, então, a fiscalização pública e impõe o dever de uma intensa publicidade em favor do sócio (‘disclosure’); novos mecanismos – como opções de compra de ações, debêntures conversíveis e outros – passam a ter ampla utilização, para motivar o investidor, ou mobilizar o administrador mais competente; o direito de voto perde expressão, o mesmo ocorrendo com o direito de preferência (quando a ação é vendida ou comprada em Bolsa, por valor de mercado), etc.” (LAMY FILHO, Alfredo (2007). *Op. cit.*, p. 39-41).*

cogentes aplicáveis a tais companhias,<sup>422</sup> restando, em relação às companhias fechadas, um regime dotado de maior flexibilidade organizativa.<sup>423</sup>

Em suma, no âmbito interno da sociedade, o *status* de companhia aberta influenciará nas regras atinentes aos direitos protetivos daqueles que colocam sua poupança à disposição da consecução da atividade que constitui o objeto da sociedade, bem como nas regras que dizem respeito à sua estrutura e organização.<sup>424</sup> Já em sua projeção exterior, o *status* de companhia aberta, via de regra, sujeita a sociedade a um regime informacional obrigatório, que constitui requisito para o seu ingresso e permanência no mercado de valores mobiliários.<sup>425</sup>

---

<sup>422</sup> Nesse sentido, M. Carvalhosa afirma: “No plano contratual, a diferença de disciplina legal opera-se tanto na organização como no funcionamento da sociedade. Assim, a estrutura estatutária da companhia aberta é fundamentalmente mais complexa do que a da companhia fechada. Também a atividade empresária da companhia é submetida a um sistema especial de publicidade e revelação dos seus resultados, envolvendo administração, operações patrimoniais etc. A par de dispositivos contratuais que distinguem o seu regime, a lei estabelece uma série de controles estatais sobre a organização e funcionamento da companhia aberta, em face de seu interesse nitidamente institucional. Essa ingerência do Poder Público sobre as companhias abertas funda-se no princípio da tutela do interesse coletivo representado pelo investimento da poupança privada nos valores mobiliários emitidos por aquelas. Desde que se volte, sob quaisquer formas, ao público investidor para a obtenção de recursos de financiamento, deve a companhia submeter-se a uma permanente disciplina normativa por parte do Estado. Esse regime de tutela inspira-se no pressuposto geral de proteção da poupança privada alocada em operações e em investimentos de terceiros ou administrados por eles” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, v.1, 2008, p. 49). Não obstante muito embora a grande maioria das regras que conformam a disciplina legal das sociedades por ações sejam, via de regra, comuns às companhias abertas e fechadas. No caso brasileiro, é sintomática a avaliação feita pelos próprios autores do anteprojeto que originou a Lei n° 6.404/76, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, que ao avaliarem o texto vigente de lei, após sua ampla reforma introduzida pela Lei n° 10.303/01, constataram que 88,3% dos dispositivos dela constantes eram comuns às companhias abertas e fechadas: “As normas da LSA (com as modificações até 20) constavam de 879 dispositivos (298 artigos e 581 parágrafos); desse total, 751 (88,3%) são gerais – aplicam-se a todas as companhias, 82 (9,6%) são especiais para companhias abertas e apenas 18(2,1%) são especiais para companhias fechadas.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *Classes de Companhias*. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.), *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, vol. 1, 2009. p. 131).

<sup>423</sup> A esse respeito, afirmou M. H. Simonsen, Ministro da Fazenda à época da elaboração e edição da Lei n° 6.404/76, em palestra proferida à Comissão de Economia da Câmara dos Deputados em 19.08.1976: “O projeto de Lei das S.A., como orientação geral teve presentes os seguintes objetivos e diretrizes: a) criar o modelo de companhia adequado à organização e ao funcionamento da grande empresa privada requerida pelo estágio atual da economia brasileira; b) definir o regime das companhias que participam do mercado – “as companhias abertas” – contribuindo para aumentar a confiança e o interesse do público investidor nas aplicações em valores mobiliários; c) aperfeiçoar o modelo de sociedade anônima utilizado pelas pequenas e médias empresas, e dar-lhe flexibilidade que permita sua associação em empreendimentos comuns;” (MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Os projetos de Lei das Sociedades por Ações e da Comissão de Valores Mobiliários – Palestra Proferida pelo Ministro da Fazenda Professor Mário Henrique Simonsen*. Brasília, 1976, p. 4-5).

<sup>424</sup> A esse respeito, R. Sztajn afirma: “Sendo grande o número de participantes das sociedades abertas, fica difícil sua mobilização global em defesa dos interesses comuns. A tutela dos investidores leva à determinação de regras para a tutela do mercado de capitais que, defendendo os interesses comuns, defende, ao menos em parte, os individuais.” (SZTAJN, Rachel. Op. cit., p. 91).

<sup>425</sup> Cf. PITTA, André Grünspun Pitta. *Comentários ao artigo 21 da Lei n° 6.385/76*. In: PATELLA, Laura; CORDONIZ, Gabriela. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n° 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 446-448.

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

Entretanto, conforme mencionado, a realidade prática demonstra que entre esses dois extremos habitam certos mecanismos alternativos (ou híbridos) de acesso ao mercado de valores mobiliários por meio de operações que, embora viabilizem a mobilização de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, não implicam necessariamente naquela realidade massificada que tradicionalmente inspira a disciplina cogente aplicável às companhias abertas.<sup>426</sup> Consequentemente, passa a ser possível falar em certo grau de gradação em relação à “abertura” do capital da companhia, a partir da intensidade em que a relação dessa com o mercado de valores mobiliários se opera.<sup>427</sup>

E grande parte da atratividade desses regimes alternativos de formação de capital, especialmente no tocante ao incentivo ao acesso ao mercado de valores mobiliários por sociedades em estágios menos avançados de desenvolvimento (empresas nascentes, empresas iniciantes e empresas emergentes), está justamente em permitir que a sociedade empresária se beneficie dos instrumentos e mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários – por meio, por exemplo, de ofertas limitadas ou restritas de valores mobiliários – sem que isso implique na aquisição do *status* de companhia aberta – seja para os efeitos da atração da disciplina societária especial (mais rígida) decorrente, seja em relação às obrigações informacionais que dele decorrem.

Tal artifício tem por objetivo, via de regra, justamente reduzir os custos inerentes ao acesso ao mercado de valores mobiliários e a permitir que tais sociedades mantenham estruturas societárias mais enxutas, flexíveis e compatíveis com seu porte, atividades e

---

<sup>426</sup> A esse respeito, J. Coffee afirma: “*Something new and significant is taking shape. For a variety of reasons—the impact of the JOBS Act, the growing popularity of equity private placements, the appearance of new trading markets for venture capital and other non-reporting companies—a new tier of companies is growing rapidly that is composed of issuers that are not “reporting” companies, but that do have a significant number of shareholders. In terms of the size of their shareholder class, these companies overlap with public companies, but they trade in the dark—and actively. More importantly, as their number grows, it is predictable that existing and new trading venues will begin to compete to attract and capture the trading interest in these stocks. This column will call these firms “semi-public companies” to reflect their intermediate status, midway between truly private firms (such as early stage venture capital startups and family-held firms) and public companies.*” (COFFEE JR, Jonh. *The Challenge of the Semi-Public Company*, 2013. Disponível em: <<http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/04/01/the-challenge-of-the-semi-public-company/>>. Acesso em: 13 nov. 2014).

<sup>427</sup> Cf. MARCHETTI, Piergaetano. Op. cit., p. 565-567.

estágio de desenvolvimento.

Por esse motivo, e de modo a verificar em que medida isso é uma alternativa no âmbito do ordenamento jurídico brasileiro, é essencial analisar como se dá, no direito estrangeiro e por aqui, a aquisição do *status* de companhia aberta, do qual resulta a atração de um regime societário especial, em que, como dito, é patente o predomínio de normas cogentes.<sup>428</sup>

Sob uma perspectiva leiga, a distinção entre companhias abertas e fechadas pode ser feita em função de diversos elementos, tais como a negociação de suas ações em bolsa, o seu número de acionistas, a coincidência da figura dos sócios e dos administradores, entre outros.<sup>429</sup>

Entretanto, sob uma perspectiva jurídica, essa definição há de ser absolutamente

---

<sup>428</sup> A esse respeito, R. Sztajn afirma: “Das diferenças tipológicas entre as sociedades abertas e fechadas resultantes da aplicação cogente de alguns dispositivos legais àquelas, comprova-se a maior flexibilidade, maior autonomia, que o legislador dá aos fundadores e acionistas das companhias fechadas na regulação de seus interesses. (...) Redução do espaço para a manifestação da autonomia privada nas anônimas abertas significa maior rigidez estrutural, organizacional, que corresponde à necessidade de garantia do bom funcionamento do mercado de capitais, instrumento de capitalização destas companhias.” (Cf. SZTAJN, Rachel. Op. cit., p. 92). Em sentido semelhante, sobre as principais distinções no regime jurídico aplicável às companhias abertas e fechadas, F. K. Comparato afirma que “se instaurou, em tal matéria, uma verdadeira distinção de natureza entre esses dois tipos de sociedades anônimas. Num deles, predomina o caráter institucional, marcado por disposições de ordem pública, não derogáveis por deliberação dos acionistas, porque tendentes a proteger o interesse coletivo de investidores no mercado de capitais. No outro, prevalece o aspecto contratual, conferindo-lhe ampla liberdade de estipulação às partes para regular o funcionamento do mecanismo societário, de acordo com os seus interesses particulares.” (COMPARATO, Fabio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quórum nas assembleias e reuniões do conselho de administração. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 119). No mesmo sentido, R. Clark afirma: “An important aspect of my thesis is the belief that the proper rules for public corporations are frequently more categorical in nature, while the proper rules of close corporations are more selective. By a categorical rule I mean one that is uniformly applicable – it doesn’t permit many excuses or exceptions or unspecified ‘relevant facts and circumstances’ – and yet is fairly precise and objective in its application. By a selective rule, I mean one that is not precise and that is uniformly applicable only when stated in a vague and general way. It usually leaves room for results to turn on an open-ended class of relevant fact and circumstances, including the reasonable understandings or expectations of the particular parties involved.” (CLARK, Robert C. (1986) Op. cit., p. 29).

<sup>429</sup> Sobre as possibilidades de classificações das companhias abertas e fechadas, J. Cox e T. Hazen afirmam: “Perhaps the most significant classifications of business corporations are publicly held corporations (sometimes referred to as ‘public-issue corporations’) and close corporations (often referred to as ‘closely held corporations’). A publicly held corporation is a business corporation, such as IBM or Microsoft, which have numerous shareholders – perhaps hundreds of thousands scattered all over the world – and whose shares (or some classes of shares) are traded on a national securities exchange or at least are traded regularly in the over-the-counter market maintained by securities dealers. The close corporation, on the other hand, is often defined simply as a corporation with relatively few shareholders. Several statutes determine close corporations status by reference to the number of shareholders the corporation has. Another popular definition describes the close corporation as a corporation whose shares are not generally traded in securities markets. Adopting an economic approach and focusing on one of the most significant characteristics of many corporations with small number of shareholders, some authorities have defined the close corporation as one in which ‘management and ownership are substantially identical’.” (COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee. *Corporations*. 2<sup>nd</sup> ed. New York: Aspen Publishers, 2003, p. 23).



precisa, considerando que a consequência da qualificação de uma determinada sociedade por ações como aberta, como mencionado, é a sua submissão a um regime societário diferenciado e a atração de um regime regulatório próprio, incluindo, em algumas jurisdições (como a brasileira) a sua sujeição a um regulador especializado.<sup>430</sup>

É fundamental, portanto, identificar os critérios utilizados para definir uma companhia como aberta ou fechada, ou, em outras palavras, como ocorre a aquisição desse *status*.

### 3.5.2.1 O regime norte-americano

No Direito norte-americano, a qualificação de uma companhia (*corporation*) como aberta é feita sob uma perspectiva em que prevalecem critérios materiais.

Inicialmente, cumpre notar que, no contexto norte-americano, a discussão sobre a qualificação de uma companhia como aberta se projeta em dois aspectos distintos, regidos por legislações diversas.

Como sabido, naquele país a disciplina societária é objeto de legislação estadual, ao passo que a disciplina do mercado de valores mobiliários é objeto predominantemente de legislação federal.<sup>431</sup>

Tal realidade traz um importante benefício sob a perspectiva da flexibilidade e adaptabilidade da disciplina societária, ao permitir a livre escolha daquela legislação que melhor se amolda às necessidades da sociedade empresária,<sup>432</sup> inclusive no que toca à sua plasticidade e ao equilíbrio entre normas cogentes e dispositivas, independentemente do local onde a empresa efetivamente conduz suas atividades.<sup>433</sup>

---

<sup>430</sup> Nesse sentido, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “A existência de disposições sobre companhias abertas e fechadas exigiu a definição, no artigo 4º da LSA, dos conceitos de companhia aberta e fechada, para que o intérprete e o aplicador da lei possam determinar com precisão a que companhias concretas se aplicam. A distinção entre companhia aberta e fechada tem, portanto, por única função, precisar as companhias concretas a que se aplicam as normas especiais, mas não significa que as companhias compreendidas nessas duas classes constituam tipos distintos de sociedade, pois, como já referido, todas as companhias pertencem a um único tipo, independentemente dessa classificação.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *Classes de Companhias* (2009). Op. cit., p. 131).

<sup>431</sup> É bem verdade que o mercado de valores mobiliários norte-americano é, ainda nos dias de hoje, objeto também de regulação estadual, cuja relevância foi sensivelmente diminuída com o advento do *Securities Act* de 1933 e do *Securities and Exchange Act* de 1934 e, especialmente após a reforma introduzida por meio do *National Securities Market Improvement Act* de 1996, que reduziu a atuação dos reguladores estaduais norte-americanos nas ofertas públicas de valores mobiliários.

<sup>432</sup> Seja no momento da constituição da sociedade, seja posteriormente, por meio do processo denominado *reincorporation*.

<sup>433</sup> A respeito de tal realidade no contexto norte-americano, R. Romano afirma: “*In the United States, corporate law, which concerns the relation between a firm’s shareholders and managers, is largely a matter for the states. Firms choose their state of incorporation, a statutory domicile that is independent of physical presence*”

Isso porque, por lá, é possível escolher, a partir de um amplo rol de modelos societários (refletidos na legislação societária de cada Estado) aquele que melhor se adequa à conformação dos arranjos econômicos que se estabelecem a partir da relação de investimento.<sup>434</sup> Assim, conforme alerta R. Romano, diante dessa realidade, a introdução de uma determinada norma genuinamente cogente no ordenamento societário depende de sua replicação em todas as legislações estaduais.<sup>435</sup>

Essa realidade – e a efetiva “competição” por ela gerada entre os Estados pela produção da legislação societária que melhor atenda aos anseios dos agentes econômicos envolvidos<sup>436</sup> – faz com que a disciplina societária norte-americana aplicável às companhias

---

*and that can be changed with shareholder approval. The legislative approach is, in the main, enabling. Corporation codes supply standard contract terms for corporate governance. These terms function as default provisions in corporate charters that firms can tailor more precisely to their needs. Firms therefore can particularize their charters under a state code, as well as seek the state whose code best matches their needs so as to minimize their cost of doing business.”* (ROMANO, Roberta. *The Genius of American Corporate Law*. Washington: AEI Press, 2003, p. 1).

<sup>434</sup> Cf. ROMANO, Roberta (2003). Op. cit., p. 1.

<sup>435</sup> Cf. ROMANO, Roberta (2003). Op. cit., p. 85.

<sup>436</sup> Sobre a dinâmica dessa “competição” e seus efeitos, R. Romano afirma: “*The corporate law literature is a microcosm of this tension in the policy debate over federalism because an important theme in the literature focuses on the effect of competition among the states for tax revenues generated by corporate charters. Corporation codes can be viewed as products, whose producers are states and whose consumers are corporations. A key question is whether there is any reason to suppose that the code provisions produced by state competition benefit investors. The concern arises because one state within the federal structure, Delaware, which is a small state by any measure – population, geography, industrial or agricultural production – has dominated all the rest.*” (ROMANO, Roberta (2003). Op. cit., p. 6). O debate sobre os efeitos (positivos ou negativos) dessa concorrência e sua efetividade – haja vista a larga predominância do Estado de Delaware em relação às companhias abertas norte-americanas – é, também, absolutamente intenso na literatura. Tal debate se iniciou a partir das afirmações de W. Cary, que reclamou por uma legislação societária federal a partir do argumento de que a competição regulatória entre os Estados em torno da legislação societária mais atrativa, fruto da ampla liberdade de escolha em relação à legislação a qual a empresa se submeterá, teria efeitos negativos (*race to the bottom*), nas medida em que os Estados, a partir de anseios arrecadatórios, tenderiam a instituir regras menos rigorosas e que fossem do interesse dos responsáveis por tal escolha (no caso, os administradores), o que seria evidenciado a partir da larga predominância do Estado de Delaware nesse seara: “*In summary, as long as we operate within a capitalist society and as long as confidence in management is prerequisite to its continuance, there should be a federal interest in the proper conduct of the corporation itself as much as in the market for its securities. A civilizing jurisprudence should import lifting standards; certainly there is no justification for permitting them to deteriorate. The absurdity of this race for the bottom, with Delaware in the lead-tolerated and indeed fostered by corporate counsel-should arrest the conscience of the American bar when its current reputation is in low estate.*” (CARY, William L. *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*. *Yale Law Journal*. New Heaven: The Yale Law Journal Company, v. 83, 1973-1974, p. 705). Em reação, R. Winter defendeu tal competição regulatória, sob o argumento de que os incentivos naturais de mercado levariam à produção de leis societárias equilibradas e eficientes, o que seria, em sua visão, justamente o caso da legislação de Delaware, alegando, em síntese: “*(1) the competition between states for charters will tend toward optimal legal system regulation of the market for capital; (2) existing state corporation law (except for takeover statutes which are extraterritorial and monopolizes a different market) is, in light of economic theory, consistent with what seems an optimal solution. If either proposition is correct, the likelihood of the other also being correct is very high. If either proposition is correct, moreover, the calls for federal intervention are wrong.*” (WINTER, Ralph. *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation*. *The Journal of Legal Studies*. Chicago: University of Chicago Press, v. 6, 1977, p. 290). A partir daí, se inaugurou um intenso debate sobre os benefícios e prejuízos de tal modelo, inclusive por meio de estudos que buscaram avaliar o comportamento da cotação dos ações de companhias abertas sujeitas à

seja notadamente marcada por um grau de flexibilidade bastante acentuado, aptas, portanto, a dar cabo aos mais variados arranjos econômicos customizados e que melhor atendem às necessidades dos agentes envolvidos na relação de investimento.<sup>437</sup>

Diante de tal dinâmica, a definição de companhia aberta, sob a perspectiva da legislação societária – e que tem por consequência a atração das regras societárias especificamente aplicáveis a tais companhias – não coincide, necessariamente, com a definição contida na legislação federal do mercado de valores mobiliários, nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934, para os efeitos da submissão da sociedade ao regime regulatório – especialmente informacional – próprio das companhias que ofertam e têm os valores mobiliários de sua emissão negociados publicamente.

A expressão companhia aberta (*public corporation, publicly held corporation* ou *publicly traded corporation*), por lá, costuma ser utilizada tanto nas legislações societárias estaduais, como na literatura, em referência à estrutura organizacional típica dessas companhias, em contraste com a das chamadas companhias fechadas (*closely-held corporation*).<sup>438</sup>

Para os fins da legislação federal aplicável ao mercado de valores mobiliários norte-americano, principalmente o *Securities Act* de 1933 (que regula as ofertas públicas de valores mobiliários) e o *Securities Exchange Act* de 1934 (que regula principalmente a estrutura do mercado secundário de valores mobiliários e define as atribuições e competências da *Securities and Exchange Commission – SEC*), as companhias abertas são referidas como emissores de valores mobiliários (*issuers*) ou *reporting companies* (sujeitas ao regime de *disclosure* obrigatório).

---

legislação de Delaware, na tentativa de inferir, com base nisso, conclusões sobre a qualidade de tal regramento, sob a perspectiva dos acionistas. Acerca de tal debate, a partir de suas diversas perspectivas, ver. ROMANO, Roberto (2003). Op. cit., p. 14-31; BEBCHUK, Lucian A. Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law. *Harvard Law Review*. Cambridge: Harvard University Press, v. 105, 2002; KAHAN, Marcel; KAMAR, Ehud. The Myth of State Competition in Corporation Law. *Stanford Law Review*. Stanford: Stanford University Press, v. 55, 2002; ROE, Mark J. Delaware's Competition. *Harvard Law Review*. Cambridge: Harvard University Press, v. 117, 2003.

<sup>437</sup> Nesse sentido, no contexto da legislação estadual norte-americana, R. Romano afirma: “*Modern corporation codes tend to be enabling rather than mandatory statutes: they are standard form contracts specifying the rights and obligations of managers and shareholders, which can often be altered by private agreement to suit the circumstances of particular firms. The enabling approach is a function of the contractual nature of the corporation. Participation in a firm is voluntary; common stock is one of a vast array of available investment vehicles. Although an enabling regime permits shareholders and management to tailor most corporate contract terms to fit their particular needs, the appropriate scope of the regime – whether certain corporate code provisions should be mandatory rather than optional – is a perennial debate among students and practitioners of corporate law.*” (ROMANO, Roberta (2003). Op. cit., p. 85).

<sup>438</sup> Cf. REYES, Francisco. *Direito Societário Americano: Estudo Comparativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 176.

De acordo com o *Securities Exchange Act* de 1934, é uma *reporting company*, sujeita, portanto, às obrigações informacionais aplicáveis às companhias abertas norte-americanas, aquela que (i) tenha realizado oferta pública de valores mobiliários sujeita a registro perante a *SEC*, nos termos do *Securities Act* de 1933;<sup>439</sup> ou (ii) possua pelo menos um tipo ou classe de valor mobiliário admitido à negociação em bolsas de valores nacionais;<sup>440</sup> ou (iii) possui ativos em valor superior a dez milhões de dólares norte-americanos e pelo menos um tipo ou classe de valores mobiliários detido por mais de dois mil investidores ou mais de quinhentos investidores que não sejam investidores sofisticados (*accredited investors*).<sup>441</sup>

Trata-se, portanto, de um critério material, na medida em que centrado na existência de alguma dispersão acionária (ou de outros valores mobiliários da companhia), presumida a partir da realização de uma oferta pública, da listagem em uma bolsa de valores ou da existência de um número significativo de investidores. Sob essa lógica, tal dispersão levaria naturalmente à existência de um mercado secundário para os valores mobiliários de tal companhia, justificando sua sujeição ao regime especial – sobretudo informacional – aplicável às companhias abertas.

A principal consequência da adoção desse critério é a possibilidade da aquisição do *status* de companhia aberta ocorrer de maneira involuntária, como consequência do aumento do seu número de acionistas.

Por outro lado, a definição contida no *Securities Exchange Act* de 1934 permite que as sociedades que se engajam naqueles mecanismos alternativos de formação de capital por meio do mercado de valores – como, por exemplo, os mecanismos de formação semipública de capital por meio de ofertas isentas, restritas ou limitadas – não atraiam o *status* de companhia aberta, viabilizando a criação de um perímetro regulatório sob o qual é permitida a captação de recursos por intermédio desse mercado, bem como a negociação de seus valores mobiliários (inclusive representativos de participação societária) em determinados ambientes especiais (que não se qualificam como bolsas de valores) sujeito a um regramento mais brando, o que é de especial valia para as empresas em estágios menos desenvolvidos e que buscam acessar o mercado de valores mobiliários de maneira gradual.<sup>442</sup>

---

<sup>439</sup> Cf. *Securities and Exchange Act* de 1934, § 15(d).

<sup>440</sup> Cf. *Securities and Exchange Act* de 1934, §12(b).

<sup>441</sup> Cf. *Securities and Exchange Act* de 1934, §12(g). A noção de *accredited investor* será detalhada no item 4.3.3 a seguir.

<sup>442</sup> Conforme será abordado em maior detalhe no Capítulo 3 do presente trabalho.

### 3.5.2.2 O regime europeu

Embora há muito tempo venha se buscando uma maior harmonização do Direito societário no âmbito da União Europeia, a disciplina societária, por lá, ainda é bastante influenciada pela legislação de cada país membro, especialmente no que diz respeito aos aspectos estruturais das sociedades, em relação aos quais as tentativas de harmonização jamais obtiveram sucesso.<sup>443</sup>

No Reino Unido, o *Companies Act* de 2006, não obstante contemple, como regra

---

<sup>443</sup> As iniciativas de harmonização do Direito societário na Europa tradicionalmente foram centradas em aspectos associados à projeção externa da sociedade, como, por exemplo, associados à divulgação de informações, regras contábeis, regras relativas ao capital social, etc. A tentativa de harmonização de aspectos estruturais das sociedades, afetos à sua organização interna, especialmente por meio da edição daquela que ficou conhecida como a *Fifth Directive*, não logrou êxito justamente diante da dificuldade embutida na tarefa de obter consenso acerca dos diferentes tratamentos conferidos nessa seara pela legislação local. A esse respeito, S. Grundmann: “*The first set of rules, contained in the First, Second and Twelfth Directives — dating from 1968 (consolidated version 2009), 1976 and 1989 respectively (the latter as well with a consolidated version in 2009) — deals with questions of the reliability of the company in relation to its partners and, conversely, with limited liability. These are questions of control of formation, and validity (which was to be fostered, nullity being confined — after registration — to exceptional cases, taking effect only ‘ex nunc’ and requiring a specific procedure) and of power of representation (in principle, unrestricted and restrictable only in some welldefined cases). Both questions are treated in the First Directive. There are, moreover, the extremely important questions of disclosure: again the First Directive forms the basis of the information model in European company law, then supplemented by the Second and Fourth Directives (§9). (...) For all other issues, there are virtually no harmonising measures. The draft Fifth Directive, which deals with many of these questions, is no longer to be adopted. Such questions concern the structure of the company with rules on the number of organs, their powers and access to membership of these organs — including employee participation — and the rights and duties of members of the (one — or two-tier) board and questions of competence (§12). They also concern the administrative and pecuniary rights of shareholders (§13). Lastly, they concern rules about the decision-making process, supervision and good incentives, i.e. so-called corporate governance, in their interplay (§14). The approach taken by the proposed Fifth Directive (which had been withdrawn in 2002) was replaced by a much narrower, more focussed mode of harmonisation in these questions.*” (GRUNDMANN, Stephen. Op. cit., p. 64-65). Sobre os problemas que levaram ao insucesso da *Fifth Directive*, F. Kübler afirma: “*Junto a estas directivas adoptadas por el Consejo, que aún no han sido transformadas en su totalidad por algunos Estados miembros, existe una serie de propuestas y anteproyectos de directivas. Algunos de estos borradores datan de hace algún tiempo y han sido reelaborados, con lo que se ponen de manifiesto los ámbitos más conflictivos a los que ha de hacerse frente al armonizar las legislaciones nacionales. a) Ello se refleja especialmente en la Directiva estructural, presentada inicialmente en 1972, y que se modificó sustancialmente en 1983 y en menor medida en 1991. Esta directiva tiene como objetivo la armonización de las disposiciones relativas al orden interno de las sociedades anónimas. El anteproyecto fue elaborado fundamentalmente sobre la base del Derecho alemán y holandés, exigiendo la separación en toda la CE de las funciones de dirección y de control en una junta directiva y un consejo de vigilancia, así como la cogestión de los trabajadores en el seno de este último, a quienes habría de corresponder un tercio de la representación en este órgano.*” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit. p. 731-732). Também por lá se iniciou, recentemente, debate sobre a liberdade de escolha de jurisdição (entre os diversos países membros da União Europeia) para os efeitos de submissão à determinada legislação societária, a partir de decisões da *European Court of Justice*, ainda que sujeita a certas limitações, conforme aponta S. Grundmann: “*With respect to the formation of companies, the ECJ’s decisions in Centros and Überseering eliminated important, potentially the most important, impediments to free choice of applicable law. It is true that these decisions do not just opt for the incorporation theory (full freedom of choice). A host country, namely the Member State where the real seat (siège reel) is located, can still invoke imperative requirements in the general interest if it wishes to impose certain of its rules also in a cross-border case.*” (GRUNDMANN, Stephen. Op. cit., p. 111).

geral, uma disciplina societária marcada por uma importante flexibilidade organizativa – deixando a cargo dos estatutos das companhias a fixação de boa parte dos elementos que regem sua estrutura interna –<sup>444</sup> contém uma série de dispositivos aplicáveis exclusivamente às companhias abertas (*public limited companies – plc*), cuja qualificação está adstrita a um critério formal.<sup>445</sup>

Nos termos do *Companies Act* de 2006, a *public limited company* é aquela assim qualificada em seus atos constitutivos, independentemente de qualquer outra formalidade<sup>446</sup> (não havendo, portanto, necessidade de registro específico diante do regulador para efeitos da aquisição desse *status*).

A tais companhias é facultada, nos termos do *Companies Act* de 2006, a possibilidade de realizar ofertas públicas de valores mobiliários<sup>447</sup> (que são objeto de regramento próprio, nos termos do *Financial Services and Market Act 2010*).<sup>448</sup>

Todavia, por lá, há também uma importante distinção entre a noção de *public limited company*, constante do *Companies Act* de 2006, e a condição de *publicly traded company* (ou *listed company*), esta última ligada a critérios materiais.

Nos termos do *Financial Services and Market Act 2010*, *listed company* (ou *publicly traded company*) é aquela cujos valores mobiliários são admitidos à negociação em um

---

<sup>444</sup> Acerca dessa flexibilidade inerente à disciplina societária britânica, P. Davies afirma: “*Since the tradition of British company law has been either to regulate only a few matters relating to the internal organization of the company through mandatory rules and to regulate others via default rules, the articles are crucial source of rules for the company.*” (DAVIES, Paul Op. cit. p. 14). Da mesma forma, avalia S. Grundmann: “*The British Companies Act is the most liberal, with even the PLC enjoying freedom of contract as a matter of principle. The model set of articles of association annexed to the Act (in Table A) contains only discretionary rules. Mandatory rules are to be found only in exceptional cases, sometimes explicitly termed as such. The most important cases (apart from the pursuit of unlawful objectives) are mandatory powers of the shareholders’ meeting for amendment of the company statutes and capital measures, whereas the content of shares is largely free and even a two-tier structure of the board theoretically seems feasible.*” (GRUNDMANN, Stephen. Op. cit., p. 252).

<sup>445</sup> A esse respeito, P. Davies e S. Worthington afirmam: “*The distinction between public and private company is embodied in the Companies Act: private company must not offer to the public any of its securities. However, unlike in many continental European countries, there is no separate legislation for public and private companies. The approach of the single Act seems to be feasible because, although British public companies are more highly regulated than private companies, the British legislation has always had less ambitious regulatory goals for public companies than our continental counterparts. Thus, for example, the German ‘Aktengesetz’, applying to public companies, divides the board of directors into two bodies, the supervisory board and the management board, and deals in some detail with the allocation of functions between them and the method of appointment of their members. By contrast, the British Act says very little about what the board is to do or how its members are to be appointed, and certainly does not require the creation of separate supervisory and management boards. These matters are left to be decided by each company, itself in its constitution.*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 14-15).

<sup>446</sup> Cf. *Companies Act 2006*, §4.

<sup>447</sup> Cf. *Companies Act 2006*, §755.

<sup>448</sup> Cf. DAVIS, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 14.

“mercado regulado”, sujeitando-se, a partir de então, além das regras de listagem estabelecidas pelas respectivas entidades administradoras de tais mercados (e.g. bolsas de valores), a uma série de requisitos adicionais estabelecidos pela regulamentação e que são aplicáveis exclusivamente às *listed companies*,<sup>449</sup> tanto de natureza informacional, como afetos à sua organização interna, estabelecidos nas *Listing Rules* da *Financial Conduct Authority*, bem como no *UK Corporate Governance Code*.<sup>450</sup>

Na Europa continental, a disciplina societária aplicável às companhias abertas é marcadamente mais rígida, em vista da existência de uma quantidade maior de regras de natureza cogente, inclusive no tocante à estrutura interna de organização da sociedade.<sup>451</sup>

---

<sup>449</sup> *Financial Services and Markets Act 2000*, §§74, 75, 96.

<sup>450</sup> Em boa explicação dessa dinâmica, P. Davis e S. Worthington afirmam: “*This regulation, naturally, is mainly concerned with the issues thrown up by public offers and public trading—these are discussed later in the book—but it is important to note at this stage a curiosity of the British approach. This is that admission to a public market may bring with it obligations for the company of a recognizably “company law” type, obligations which could have been included in the Act. This is particularly true of certain parts of the “Listing Rules” made by the FCA. A company seeking to have its shares traded on the Main Market (whether Premium or Standard Listing) of the London Stock Exchange must first have them admitted to the “Official List” of securities, which list is maintained by the FSA, acting in its capacity as the UK Listing Authority (“UKLA”). There are about 1,100 UK-incorporated companies on the Official List. Although a main purpose of this piece of regulation is to secure proper disclosure of information about the company at the time its shares are offered to the public, the UKLA is also empowered to impose on listed companies rules governing their conduct thereafter. Such listing rules relate mainly to the orderly conduct of the public share market, but they also contain rules regulating the internal affairs of companies, which thus supplement the provisions of the Companies Act and the common law of companies. In particular, the Listing Rules contain provisions on related party transactions and significant transactions, which supplements the statutory rules on directors’ and controlling shareholders conflicts of interest and set a limit on the constitutional division of powers within companies, and provide the legal anchor for the UK Corporate Governance Code. This last is probably the best-known example of such a “supplementary” Listing Rule. Companies subject to it must indicate to their shareholders each year how far they have complied with the UK Corporate Governance Code (a Code drafted by the Financial Reporting Council and attached to the Listing Rules) and to explain areas of non-compliance. This Code deals with the composition and functions of the board of directors. In short, the fact of listing is being used to identify a small group of very important British and overseas companies to which additional company law obligations are attached*

*The identification of publicly traded companies as a separate group for Company law purposes has become increasingly important in recent years and it is unlikely that the importance of this category will diminish in the future. (...) Because of the importance, even in core company law matters, of a company having its securities traded on a public market, an ambiguity has arisen about the term “public company”. For the company lawyer it normally still means a company which for the purposes of the Companies Act is public, not private, as discussed in the previous section. For the capital markets lawyer, that is not enough to make a company public: it must also have offered its shares to the public and/ or have made a public market available for the trading of the shares.” (DAVIS, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 17-19).*

<sup>451</sup> Sobre essa abordagem mais rígida, no âmbito da Europa continental, S. Grundmann afirma: “*For the PLC, most continental laws are less liberal. Two large groups can be distinguished. Many systems declare large sets of rules to be mandatory, or all rules unless their interpretation speaks in favor of their being discretionary in nature. Italy is the prime example for the so-called theory of typology, in which mandatory limits are derived from what is considered to be the archetype of this type of company, yet much more flexible limits than those of completely mandatory law. Many authors consider French law on PLCs (and perhaps even on limited companies in general) to be more restrictive although it had been the first explicitly to introduce the freedom to choose between the one- and two-tier board (below §12 par. 13). The second group is formed by those systems which, like Germany (§23 para. 5 AktG) and Austria, declare the law of the PLC mandatory in totality and allow exceptions only where the legislature explicitly names them (the so-called ‘Satzungsstrenge’). There*

Todavia, por lá, a aquisição da condição de companhia aberta – e a consequente atração do regime especial que dela deriva – tradicionalmente está também associada a critérios materiais, relacionados à admissão à negociação de seus valores mobiliários em mercados regulamentados, da forma como ocorre, no modelo britânico, em relação à aquisição do *status de listed company*.

Na França, a disciplina das sociedades anônimas (*société anonyme*) consta do *Code de commerce*,<sup>452</sup> que também prescreve um conjunto de regras especiais que aplicam somente àquelas com “títulos” admitidos à negociação em mercados regulados (*sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé*).<sup>453</sup>

Atração desse regime especial ocorre, portanto, a partir do momento em que tais títulos passam a ser negociados em tais mercados,<sup>454</sup> o que depende, além da aceitação da respectiva entidade, de autorização própria do regulador competente – a *Autorité des*

---

*is no freedom of design under German law, namely for questions of structure (including internal structure), questions concerning the organs, powers, rights and obligations; the main exceptions are rules on the majorities needed.”* (GRUNDMANN, Stephen. Op. cit., p. 252).

<sup>452</sup> Cf. *Code de Commerce, Livre II, Titre II, Chapitre V*.

<sup>453</sup> A esse respeito, M. Germain e V. Magnier destacam: “*Le Code de commerce adopte une conception unitaire des sociétés et refuse de consacrer formellement le droit des sociétés cotées comme un corpus autonome. Malgré la persistance de cette approche unitaire, l’émergence de règles applicables aux seules sociétés cotées atteste d’une réalité différente. Ainsi, les sociétés cotées, du fait même de leur cotation, sont soumises aux règles de marché et à la compétence réglementaire de l’autorité des marchés financiers (voy. n° 2704 et s.) qui formule des exigences particulières à leur égard. De même, les sociétés cotées sont soumises à certaines règles à l’occasion d’opérations sur le marché ainsi qu’au droit pénal boursier (voy. n° 2900 et s.). Mais le fonctionnement des marchés financiers n’est pas non plus indifférent à la question de l’organisation des sociétés. Les marchés ont en effet modifié l’équilibre des pouvoirs dans les sociétés cotées. Des règles particulières à ces seules sociétés pèsent ainsi sur leur organisation, qu’il s’agisse d’édicter des dispositions propres aux assemblées d’actionnaires ou aux dirigeants de sociétés cotées, ou encore d’exiger d’elles une plus grande transparence. Le législateur a donc été progressivement amené à distinguer le régime des sociétés qui font appel public à l’épargne de celles qui restent fermées au public (voy. n°2837 et s.)*.” (GERMAIN, Michel; MAGNIER, Véronique. *Les Sociétés Commerciales*. 21<sup>e</sup>. Paris: Lextenso, 2014, p. 799-800).

<sup>454</sup> Nesse sentido, M. Darmon afirma: “*L’admission des instruments financiers d’une société aux négociations sur un marché financier entraîne pour elle des conséquences importantes. En effet, la société ne sera plus une société fermée, mais une société ouverte au public. Elle passe donc au statut de société cotée. Or, ce changement entraîne pour elle l’application du droit des sociétés cotées et, plus généralement, du droit boursier*.” (DARMON, Muriel Goldberg. *Le droit de l’introduction en bourse*. Paris: Revue Banque, 2003, p. 32). A esse respeito, M. Germain e V. Magnier destacam: “*L’entrée en bourse est un événement d’une particulière importance pour une société de capitaux. Elle répond à une nécessité, celle pour une entreprise en expansion de rassembler des financements extérieurs afin de permettre une croissance interne. Une telle opération entraîne toutefois des modifications majeures pour la société. Les actionnaires voient arriver de nouveaux actionnaires dans le capital, des investisseurs qui n’ont pas toujours la même optique que les actionnaires de référence dont la vision est à l’origine plus économique que financière. L’entrée sur le marché conduit par ailleurs les actionnaires minoritaires qui ne participent plus que de loin à la vie de la société à s’en désintéresser. La connaissance que le grand public a de la société croît et celle-ci est plus exposée au regard des médias, notamment pour ce qui est du comportement de ses dirigeants, de leurs performances et de leur gestion du personnel, voire du respect qu’ils témoignent pour l’environnement. Le cercle des intérêts concernés s’élargit et pèse sur la gestion de la société. La cotation génère également de nombreuses obligations d’information et des coûts assez élevés, parfois dissuasifs pour les sociétés de taille moyenne.*” (GERMAIN, Michel; MAGNIER, Véronique. Op. cit. p.799).



*Marchés Financiers (AMF)* –, conforme estabelecido no *Code monétaire et financier*.<sup>455</sup>

A Itália, por sua vez, constitui um exemplo interessante a esse respeito, uma vez que, desde a reforma promovida pelo *Decreto legislativo 17 gennaio 2003, n° 6* – cujo objetivo declarado foi justamente aumentar o espaço da autonomia privada na formatação das companhias, de modo a favorecer, assim, a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários<sup>456</sup> –, a disciplina societária italiana passou a contemplar três subcategorias diferentes de sociedades por ações (*società per azioni*): as sociedades por ações fechadas (*società per azioni chiusi*), as sociedades por ações listadas (*società per azioni quotate*) e as sociedades que fazem recurso ao mercado de valores mobiliários (*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*), que inclui, além das *società per azioni quotate*, outras sociedades que possuam ações dispersas junto ao público, em decorrência da realização de ofertas públicas ou da utilização de mecanismos de formação semipública de capital.<sup>457</sup>

Nesse sentido, o *Codice Civile*<sup>458</sup> além de contemplar a disciplina geral das sociedades por ações, contém, ainda, determinadas regras especiais cuja aplicação é exclusiva em relação à *società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, categoria que encampa as companhias listadas com ações admitidas à negociação em mercados regulamentados (*società per azioni quotate*) e outras companhias que tenham ações dispersas junto ao público.<sup>459</sup>

Os parâmetros que qualificam uma determinada companhia nessa categoria – e que, uma vez atingidos, implicam a atração da disciplina especial constante do *Codice Civile* – estabelecidos pelo regulador do mercado de valores mobiliários italiano, a *Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (Consob)*,<sup>460</sup> são: (i) possuir, além dos controladores da companhia, mais de quinhentos acionistas que sejam titulares de, ao menos, cinco por cento do capital social; (ii) não divulgar demonstrações financeiras de forma resumida, conforme autorizado para determinadas empresas de menor porte nos termos do *Codice Civile*.<sup>461</sup>

---

<sup>455</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L412-1.

<sup>456</sup> A esse respeito, sobre os motivadores de tal reforma, G. Campobasso afirma: “*Obiettivo di fondo della riforma è quello di semplificare la disciplina delle società di capitali e di ampliare lo spazio riconosciuto all'autonomia statutaria al fine di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese italiane anche attraverso il più agevole accesso ai mercati nazionali ed internazionali dei capitali.*” (CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 144).

<sup>457</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 145-146.

<sup>458</sup> Cf. *Codice Civile, Libro Quinto, Titolo V, Capo V*.

<sup>459</sup> Cf. *Codice Civile, art. 2323-bis*.

<sup>460</sup> Cf. *Regolamento Consob 14-5-1999, n° 11971, art. 2-bis*.

<sup>461</sup> Cf. *Codice Civile, art. 2435-bis*

Adicionalmente, para efeitos de tal qualificação, é necessário que tal dispersão acionária tenha sido proposital.<sup>462</sup> Assim, o enquadramento, o limite de número de acionistas acima referido é considerado excedido apenas quando as ações da companhia forem:<sup>463</sup> (i) objeto de uma oferta pública; (ii) objeto de algum outro mecanismo de colocação que não uma oferta pública, ainda que destinado exclusivamente a investidores qualificados (como, por exemplo, ofertas sujeitas a regimes especiais);<sup>464</sup> (iii) admitidas à negociação em um sistema multilateral de negociação com o consentimento da companhia ou do acionista controlador (ou tenham sido admitidas à negociação em mercado regulado de valores mobiliários e tal admissão tenha sido revogada); ou (iv) emitidas por bancos e adquiridas ou subscritas em suas dependências.

As sociedades por ações listadas (*società per azioni quotate*) – entendidas como aquelas que possuem ações admitidas à negociação em mercados regulados de valores mobiliários<sup>465</sup> – estão sujeitas, ainda, a uma regime especial constante do *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Testo unico)*, no qual se inclui tanto uma disciplina societária especial a elas aplicável<sup>466</sup> quanto o regime regulatório informacional ao qual estão sujeitas,<sup>467</sup> e que é atraído a partir do momento em que ocorre tal ato de admissão à negociação.<sup>468</sup> Para tanto, além da autorização da respectiva entidade

---

<sup>462</sup> A esse respeito, G. Campobasso afirma: “*La diffusione delle azioni tra il pubblico deve essersi altresì realizzata con una delle modalità tassativamente indicate dal regolamento, che implicano la volontà di fare ricorso al mercato da parte della società stessa o dei suoi soci.*” (CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 145).

<sup>463</sup> Cf. *Regolamento Consob 14-5-1999, n° 11971, art. 2-bis.*

<sup>464</sup> Conforme será detalhado no item 4.3.3 adiante.

<sup>465</sup> Cf. *Testo unico, art. 119.*

<sup>466</sup> Cf. *Testo unico, Parte IV, Titolo III, Capo II – Disciplina delle società con azioni quotate.*

<sup>467</sup> Cf. *Testo unico, Parte IV, Titolo III, Capo I – Informazione societaria.*

<sup>468</sup> A esse respeito, P. Montalenti e S. Balzola afirmam: “*Una società per azioni è, quindi, «quotata» quando le azioni dalla stessa emesse sono ammesse alla negoziazione su di un mercato regolamentato (europeo). Non è quindi sufficiente che le azioni vengano scambiate su di un mercato ma è necessario che questo sia «regolamentato», ossia espressamente autorizzato da un provvedimento pubblicistico. Nel nostro ordinamento i mercati regolamentati sono quelli autorizzati dalla Consob ed iscritti nell’elenco di cui al 2° co. dell’art. 63 t.u.f. e i mercati riconosciuti ai sensi dell’ordinamento comunitario ed iscritti in una sezione speciale dell’elenco citato (art. 67, 10 co. t.u.f.).*” (MONTALENTI, Paolo; BALZOLA, Stefano. *La società per azioni quotata*. Bologna: Zanichelli, 2014, p. 5). Por conta dessa dinâmica, o *Testo unico* torna-se, por lá, um diploma bastante particular, no qual convivem regras de natureza societária e regras associadas ao funcionamento do mercado de valores mobiliários, conforme ressalta R. Costi: “*È, comunque, corretto ritenere che, nell’ambito del tipo società per azioni, esista una «categoria» di società (quelle con azioni quotate) che presenta una propria specifica fisionomia e alla cui disciplina concorrono sia norme societarie sia norme dettate per la disciplina dei mercati. E non è un caso che la fisionomia delle società quotate sia stata disegnata, per la prima volta in termini abbastanza compiuti, da un testo normativo (il Testo unico sulla finanza) che ha come oggetto principale la disciplina del mercato mobiliare. Nella disciplina delle società quotate si intersecano norme proprie dell’ordinamento del mercato e norme di diritto societario, e spesso è difficile distinguere le une dalle altre. E non si tratta di una distinzione priva di rilevanza pratica, soprattutto nell’ambito dell’ordinamento comunitario che garantisce la libertà di circolazione dei servizi e degli strumenti finanziari, ma che presenta*

administradora, é também necessário o registro prévio da companhia perante a *Consob*.<sup>469</sup>

A partir desse panorama, conforme aponta G. Campobasso, a disciplina das sociedades por ações italiana contempla, na prática, quatro conjuntos de regras distintos: (i) a disciplina geral que se aplica a todas as sociedades por ações; (ii) regras aplicáveis exclusivamente às companhias fechadas; (iii) regras dedicadas às *società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, que se aplicam tanto às sociedades por ações listadas – exceto quando expressamente afastadas – quanto às sociedades por ações com dispersão acionária; e (iv) regras aplicáveis exclusivamente às companhias listadas, inclusive aquelas constantes do *Testo unico*.<sup>470</sup>

Essa categorização tem por objetivo justamente modular o grau de rigidez da disciplina societária – e conseqüentemente, o espaço deixado à autonomia privada em relação ao preenchimento desse regramento – em função do grau de intensidade da interação da companhia com o mercado de valores mobiliários,<sup>471</sup> reconhecendo que, atualmente, os diversos mecanismos de captação de recursos que podem ser utilizados, acabam por tornar pouco funcional a distinção estanque entre companhias abertas e fechadas.

Nesse intuito, conforme destaca G. Campobasso, de acordo com a modulação criada, as sociedades por ações que dispõem de alguma dispersão acionária, ora estão sujeitas ao mesmo regramento mais flexível aplicável às companhias fechadas, ora estão sujeitas ao mesmo regramento mais rígido aplicável às companhias listadas, e ora estão sujeitas a um regramento próprio, intermediário.<sup>472</sup>

Na Alemanha, a disciplina societária das sociedades por ações (*Aktiengesellschaft* – *AG*) constante da *Aktiengesetz (AktG)* é dotada de exacerbada rigidez, especialmente no que toca à possibilidade de derogabilidade de suas disposições no exercício da autonomia privada. Tal realidade é fruto de um princípio da rigidez estatutária (*Satzungsstrenge*)<sup>473</sup>

---

*ancora una pluralità di ordinamenti societari fra loro non integralmente armonizzati.*” (COSTI, Raul. *Il Mercato Mobiliare*. 10. ed. Torino: G. Giappichelli, 2016, p. 288).

<sup>469</sup> Cf. *Testo unico*, art. 113.

<sup>470</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 145.

<sup>471</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 144-145.

<sup>472</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 146.

<sup>473</sup> A esse respeito, H. Fleischer afirma: “*In doctrinal writing, this is referred to as the principle of formal statute stringency (‘Grundsatz der Satzungsstrenge’). The German legislator itself assumes full responsibility for a balanced statutory framework. Many practitioners and scholars believe in the virtues of this legislative paternalism. They point out that mandatory stock corporation law protects retail investors, facilitates standardization and thus helps to save transaction costs when making investment decisions. However, some critical voices emphasize the enabling function of corporate law and advocate putting more trust into the monitoring role of capital forces.*” (FLEISCHER, Holger. Op. cit., p. 20-21). Da mesma forma, B. Lieb destaca, sobre o princípio da rigidez estatutária na disciplina das sociedades por ações alemã: “*L’une des caractéristiques essentielles du droit allemand des sociétés de capitaux est son dualisme. Il existe*

reconhecido pelo próprio diploma, segundo o qual a disciplina constante da *AktG* é, como regra geral, cogente, exceto quando expressamente indicado em contrário.<sup>474</sup>

Todavia, não obstante todo o modelo da sociedades por ações estruturado na *AktG* seja, em larga medida, fundamentado em sua vocação para a mobilização de capitais por meio do mercado de valores mobiliários,<sup>475</sup> o diploma trata também de instituir um conjunto específico de regras aplicáveis às companhias listadas (*Börsennotiert*), entendidas como aquelas cujas ações são admitidas à negociação em mercados regulados de valores mobiliários.<sup>476</sup> Para tanto, é necessária a autorização do regulador – *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* – *BaFin*), conforme estabelecido no *Wertpapierprospektgesetz (WpPG)*.<sup>477</sup>

A solução largamente utilizada na Europa em relação à atração do *status* de companhia aberta – e conseqüentemente, daquele regime societário mais rígido, com menos espaço para a ação da autonomia privada – associado à admissão à negociação de seus valores mobiliários em “mercados regulados”, comporta uma nuance absolutamente relevante, associada à definição legal de tais mercados.

A definição de “mercados regulados” constante da *Directive 2004/39/EC*<sup>478</sup> (conhecida como *Markets and Financial Instruments Directive – MiFID*) – assim como aquela que consta da *Directive 2014/65/EU*,<sup>479</sup> (conhecida como *MiFID II* e que a substituirá a partir de 2018) – opera como um importante delimitador para os efeitos da atração dos regimes especiais societários e regulatórios aplicáveis às companhias abertas.

---

*principalement deux formes de sociétés de capitaux (Kapitalgesellschafts-formen) : la société par actions (Aktiengesellschaft – AG), d’une part, et la société à responsabilité limitée (Gesellschaft mit beschränkter Haftung – GmbH), d’autre part. La liberté statutaire ne concerne pas les sociétés par actions. Bien au contraire, on pourrait parler à propos de ces sociétés d’un principe de « rigidité statutaire » (Satzungsstrenge). En effet, la plupart des dispositions, très détaillées, de la loi allemande sur les actions (deutsches Aktiengesetz – AktG) ne sont pas supplétives (dispositiv), mais impératives (zwingend).” (LIEB, Barbara Dauner. “L’état du droit positif allemand”. In: MENJUCQ, Michel; FAGES, Bertrand. *Actualité et évolutions comparées du droit allemand et français des sociétés*. Paris: Dalloz, 2010, p. 35).*

<sup>474</sup> Cf. *AktG*, §23(5).

<sup>475</sup> A esse respeito, F. Kübler afirma: “Al menos en la concepción clásica del Derecho de sociedades, la sociedad anónima es el único tipo societario cuyo fin es servir de centro de acumulación de capital. Su función es la de transformar los ahorros de muchos (pequeños) inversores en capital de inversión, necesario para el desarrollo de la gran empresa. Por ello, la protección societaria de los inversores se encuentra regulada en el régimen de las sociedades anónimas. En especial, la regulación detallada de la fase fundacional (§§ 23 y ss.), la rigurosa responsabilidad de los fundadores y de la administración (§§ 46 y ss., 76, 93 y 116 y s.) así como el deber de llevar contabilidad (§§ 148 y ss.) tienen como finalidad tutelar a los inversores frente a maquinaciones fraudulentas e inversiones desacertadas.” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 629-630).

<sup>476</sup> Cf. *AktG*, §3(2).

<sup>477</sup> Cf. *WpPG*, §13.

<sup>478</sup> Cf. *Directive 2004/39/EC*, article (4)(1)(14).

<sup>479</sup> Cf. *Directive 2014/65/EU*, article (4)(1)(21).

A noção de “mercado regulado”, no contexto do mercado de valores mobiliários europeu, diz respeito somente aos grandes ambientes de negociação de valores mobiliários geridos pelas entidades administradoras de mercados europeias (especialmente os segmentos principais (*premium segments*) de negociação das principais bolsas de valores), estruturados por meio de rígidas regras de negociação, de autorização para operar e de admissão à negociação de valores mobiliários e sujeitas a extensa supervisão das autoridades regulatórias locais.<sup>480</sup>

Essa definição viabiliza a existência de um perímetro regulatório em que a participação de uma sociedade no mercado de valores mobiliários pode ocorrer sem a sua integral submissão aos requisitos legais e regulatórios tradicionalmente aplicáveis às companhias abertas – que, como visto, são atraídos a partir da admissão à negociação de seus valores mobiliários em mercados regulados.

Isso facilita, por lá, a utilização de determinados mecanismos de formação de capital típicos do mercado de valores mobiliários sem a necessária atração da rigidez estrutural e dos demais requisitos regulatórios que tradicionalmente se impõem as companhias abertas, desde que não impliquem a listagem da respectiva companhia em um mercado regulado.

E isso não significa, também, que tal modelo retira a possibilidade de existir um mercado secundário para os valores mobiliários ofertados dessa forma. A atratividade desses mecanismos alternativos de captação de recursos, por lá, se completa pela existência de determinados ambientes de negociação que podem se estabelecer, nos termos do *MiFID*, sem que se qualifiquem como “mercados regulados”, viabilizando a existência de liquidez para tais valores mobiliários sem que, sob a perspectiva da companhia emissora, isso implique a atração da disciplina societária e dos requisitos regulatórios aplicáveis às companhias abertas em sua integralidade.<sup>481</sup>

Esses ambientes são qualificados pela regulamentação como sistemas multilaterais de negociação (*multilateral trading facilities*)<sup>482</sup> e são regulados integralmente – inclusive

---

<sup>480</sup> Nesse sentido, afirma N. Maloney: “The ‘regulated market’ concept acts as a proxy for large public trading venues in EU securities and markets regulation, and is accordingly one of the key perimeter controls on the EU issuer-disclosure regime; it also sets the perimeter for the EU’s admission-to-trading rules. ‘Regulated markets’ are those trading venues governed by the 2014 MiFID II/MiFIR requirements for regulated markets, which include authorization, membership, access, and operating requirements, and which are subject to the highest level of regulation.” (MALONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation* (Oxford European Union Law Library). Oxford: Oxford University Press, 2014, p. 171).

<sup>481</sup> Conforme será detalhado no item 4.3.4 adiante.

<sup>482</sup> A esse respeito. C. Jordan afirma: “The Europeans, on the other hand, have expanded on the pre-existing ‘regulated market’ concept and created a residual category called, ‘Mutual Trading Facility’ (MTF), which captures all trading facilities operated by an investment firm or market operator. While a regulated market

no que toca aos requisitos informacionais e organizacionais das sociedades que deles participam – pelas entidades que os administram, que, muitas vezes, são as próprias bolsas de valores (que administram também os mercados regulados), daí por que ficaram conhecidos, por lá, como *exchange-regulated markets*.<sup>483</sup>

### 3.5.2.3 O regime brasileiro

Entretanto, essas importantes válvulas de escape existentes no arcabouço legal regulatório norte-americano e europeu, que viabilizam estratégias mais customizadas e menos onerosas de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários – sobretudo ao permitir que esse processo ocorra, dentro de certos limites e condições, sem que tenha por consequência a atração integral da disciplina societária e regulatória aplicável às típicas companhias abertas — não encontram similar por aqui.

No Brasil, há uma definição legal de companhia aberta, constante do artigo 4º, *caput*, da Lei nº 6.404/76,<sup>484</sup> (e replicada, materialmente, no artigo 22, *caput*, da Lei nº 6.385/76),<sup>485</sup> segundo a qual uma companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

Apesar da semelhança com a redação constatare dos diversos diplomas europeus acima detalhados, existem diferenças substanciais entre as definições, que devem ser explicitadas.

Ao contrário do que ocorre por lá, aqui a expressão “admitido à negociação” não faz

---

*trips regulatory triggers in MiFID, the Prospectus Directive and the Transparency Directive, MTFs do not.*” (JORDAN, Cally. *International Capital Markets: Law and Institutions*. New York: Oxford University Press, 2014, p. 257).

<sup>483</sup> Nesse sentido N. Maloney afirma: “*As the regulated market system is an ‘opt-in’ regime, the regulated market concept (and related regulation) potentially embraces second-and lower-tier venues. But the regulatory implications of designation as a regulated market mean that these venues, where they operate as regulated markets, carry potentially heavy disclosure and other admission costs for smaller issuers. Although second-tier venues had been developing strongly since the mid-1990s in particular, the adoption of the FSAP issuer-disclosure regime and the related application of the regulated market perimeter generated speculation that some venues would avoid regulated market status (operating as ‘exchange-regulated markets’), and the consequent application of the extensive issuer-disclosure regime. This projected change to market structure has been realized, with very strong growth in the ‘second-tier’ exchange-regulated market segment shortly after the FSAP closed. This has been associated with the 2003 Prospectus Directive, but most strongly with the 2004 Transparency Directive’s ongoing obligations and IFRS reporting requirements for regulated markets. Leading examples include the London Stock Exchange’s Alternative Investment Market (AIM), Euronext-NYSE’s Alternext, Deutsche Börse’s Entry Standard, and the Warsaw Stock Exchange’s New Connect Market, but in all some 20 trading venues operate second-tier exchange-regulated market segments which do not take the form of regulated markets and are not subject to the prospectus and transparency regimes.*” (MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 172-173).

<sup>484</sup> “Art. 4º Para os efeitos desta 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.”

<sup>485</sup> “Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.”

alusão somente ao ingresso desses valores mobiliários em um determinado tipo de sistema de negociação administrado por uma entidade administradora (e.g. de bolsa ou de balcão), mas sim à sua aptidão a serem negociados, genericamente, no mercado de valores mobiliários.<sup>486</sup>

Nesse sentido, depreende-se que qualquer sociedade por ações que tenha valores mobiliários passíveis de negociação nos mercados de valores mobiliários, mediante a obtenção da autorização regulatória para tanto, se caracteriza como uma companhia aberta nos termos da definição legal acima referida, sujeitando-se, portanto, ao regime societário e regulatório próprio, independentemente do ato específico de admissão à negociação por parte de uma determinada entidade administradora de mercado.

Até porque, obtida a autorização regulatória que permite a negociação dos valores mobiliários em mercado de valores mobiliários, os mesmos já estão automaticamente passíveis de serem negociados (ou seja, admitidos à negociação) no mercado de balcão não organizado, que integra tal mercado.

A mencionada autorização regulatória, por sua vez, está associada, como regra geral, à obtenção do respectivo registro perante a CVM.<sup>487</sup>

Esse registro confere, então, o *status* de companhia aberta a uma determinada sociedade por ações, pois, a partir da sua concessão, os valores mobiliários de sua emissão passam a estar aptos à negociação no mercado de valores mobiliários.<sup>488</sup>

---

<sup>486</sup> A esse respeito, avaliando a definição legal de companhia aberta constante da Lei nº 6.404/76, O. Yazbek afirma: “Ao referir no ‘caput’ as companhias abertas como aquelas que têm os valores mobiliários por elas emitidos ‘admitidos à negociação’ em mercado, registrando, no §1º, que apenas poderiam ser assim negociados os títulos de emissão de ‘companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários’ o art. 4º passou a definir tais companhias a partir da obrigatoriedade daquele registro. A negociabilidade nele consagrada não se confunde com a concreta negociação dos títulos, que é situação de fato.” (YAZBEK, Otavio. “As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital”. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Sociedades Anônimas*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 108-109). Essa distinção é de suma importância, uma vez que a regulamentação utiliza a expressão “admissão à negociação”, em algumas oportunidades, também para fazer referência ao ato específico de autorização por uma entidade administradora de mercado para que um determinado valor mobiliário passe a ser negociado em seus sistemas. Nesse sentido, o artigo 57, §1º da Instrução CVM nº 461/07 estabelece: “A admissão à negociação em mercado organizado de valores mobiliários específico depende de decisão da respectiva entidade administradora responsável.” Todavia, independentemente desse ato de aceitação da entidade administradora de mercado organizado, o valor mobiliário está apto à negociação (admitido, no sentido do artigo 4º da Lei nº 6.404/76 e do artigo 22 da Lei nº 6.385/76), uma vez que seu emissor esteja devidamente registrado perante a CVM ou se enquadre em uma das hipóteses de dispensa desse registro, sendo, desde logo, passível de negociação (admitido, portanto), por exemplo, no mercado de balcão não organizado.

<sup>487</sup> Cf. artigo 4º da Lei nº 6.404/76

<sup>488</sup> Cf. PITTA, André Grünspun. (2015). Op. cit., p. 447. No mesmo sentido, R. Tellechea afirma: “Ora, verifica-se da leitura do §1º do art. 1º. da ICVM 480/2009 que o registro de companhia aberta junto ao órgão regulador é suficiente para caracterizar uma companhia como aberta, não sendo necessária a existência de

Cumprir, entretanto, que a obtenção do registro não é a única forma de autorização regulatória para a negociação desses valores mobiliários em mercado. Conseqüentemente, não é apenas o aludido registro que possui o condão de conferir o *status* de companhia aberta, de modo que, a *contrario sensu*, todas as companhias não registradas perante a CVM serão, invariavelmente, companhias fechadas.<sup>489</sup>

Isso decorre do fato de o mencionado registro poder ser objeto de dispensa pelo regulador, provocada mediante pedido específico ou automática.<sup>490</sup> Conseqüentemente, a obtenção, por determinada sociedade por ações, de dispensa desse registro ou o seu enquadramento nas hipóteses em que o mencionado registro é automaticamente dispensado<sup>491</sup> torna os seus valores mobiliários passíveis de negociação no mercado de valores mobiliários, preenchendo, portanto, o conceito legal de companhia aberta.<sup>492</sup>

Assim, ainda que a dispensa desse registro possa ter como consequência a não aplicação de todo ou de parte do regime regulatório aplicável às companhias abertas (inclusive no que se refere ao regime informacional obrigatório), aludidas sociedades não escapam da qualificação de companhia aberta para os fins de sua sujeição ao regime societário especial a elas aplicável, à luz da definição de companhia aberta contida no artigo 4º, *caput*, da Lei nº 6.404/76 e do artigo 22, *caput*, da Lei nº 6.385/76.<sup>493</sup>

A partir da análise da definição de companhia aberta constante da legislação brasileira, conclui-se que, não obstante a distinção entre as companhias fechadas e abertas seja de ordem qualitativa, uma vez que implicam a sujeição a regimes jurídicos diversos,<sup>494</sup> a aquisição do *status* de companhia aberta está associada a um critério de natureza formal.<sup>495</sup>

Isso deve-se ao fato de, como visto, a qualidade de companhia aberta, no Brasil,

---

*um pedido concomitante ou posterior de distribuição de valores mobiliários, nem a efetiva negociação dos valores mobiliários porventura emitidos.*” (TELLECHEA, Rodrigo (2015). Op. cit., p. 251).

<sup>489</sup> Cf. PITTA, André Grünspun. (2015). Op. cit., p. 448.

<sup>490</sup> Cf. artigo 21, §6º da Lei nº 6.385/76.

<sup>491</sup> Como é o caso, por exemplo, da Instrução CVM nº 476/09, que prevê a dispensa do registro a que alude o artigo 21 da Lei nº 6.385/76 para determinados emissores de valores mobiliários representativos de dívida que realizam ofertas públicas com esforços restritos de distribuição desses valores mobiliários, nos termos da aludida norma.

<sup>492</sup> Cf. PITTA, André Grünspun. (2015). Op. cit., p. 449. Em sentido contrário, N. Eizirik, ao analisar o regime de isenção de registro estabelecido pela Instrução CVM n. 476/09, afirma: “Assim, a inexigibilidade do registro do emissor permite que emissores não registrados como companhias abertas – tais como sociedades anônimas fechadas e sociedades limitadas – utilizem o instrumento.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. 2ª. ed. rev. e ampl. V. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 76.)

<sup>493</sup> Cf. PITTA, André Grünspun. (2015). Op. cit., p. 449.

<sup>494</sup> Cf. TEIXEIRA, Egberto Lacerda; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. v. 1. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 97.

<sup>495</sup> Cf. YAZBEK, Otavio. (2011) Op. cit., p. 108-109.



derivar simplesmente de uma autorização administrativa para a negociação de seus valores mobiliários em mercados regulamentados, que, por sua vez, dependente (i) da obtenção de registro próprio perante o regulador; ou (ii) do seu enquadramento em uma das hipóteses taxativas em que esse registro é dispensado, automaticamente ou a pedido da própria companhia.<sup>496</sup>

Significa dizer que, no Brasil, a qualificação de uma sociedade por ações como uma companhia aberta – ao contrário do que ocorre no regime norte-americano e europeu – independe de um elemento material, como, por exemplo, sua efetiva listagem em uma bolsa de valores, a realização de uma oferta pública de valores mobiliários de sua emissão ou de qualquer grau de dispersão acionária (ou de qualquer tipo de valor mobiliários por ela emitido).

Ou seja, é perfeitamente possível, de acordo com o regime brasileiro, de um lado, a existência de uma companhia fechada com centenas de acionistas, e, de outro lado, a existência de uma companhia aberta com apenas dois acionistas e sem nenhum outro valor mobiliário emitido ou ofertado publicamente.

Ademais, as nuances acima exploradas da definição legal de companhia aberta possuem uma importante consequência na definição de políticas regulatórias voltadas a promover a formação de capital das sociedades empresárias por meio do mercado primário de valores mobiliários.

Isso porque quaisquer regimes especiais instituídos com o intuito de facilitar o acesso ao mercado de valores mobiliários – por exemplo, no contexto do estímulo ao financiamento de empresas de menor porte –, ainda que por meio de mecanismos de formação semipública de capital que embutam a dispensa de registro de emissor perante a CVM ou a sua sujeição a um regime informacional mais flexível – não conseguem evitar a atração do regime societário (notadamente mais rígido) prescrito às companhias abertas na legislação brasileira.

Conforme mencionado, uma das estratégias regulatórias adotadas para fomentar o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários é justamente balancear os requisitos ligados ao acesso a esse mercado em função da natureza e do estágio de desenvolvimento da empresa, do volume financeiro da captação de recursos que pretende realizar; e, principalmente, do grau de sofisticação dos investidores ofertados.

---

<sup>496</sup> Cf. PITTA, André Grünspun Pitta. (2015). Op. cit., p. 450.

Esse balanceamento é muitas vezes obtido por meio da criação de hipóteses regulatórias em que a sociedade emissora de valores mobiliários, assim como a oferta de distribuição dos mesmos, são isentos de registro perante o regulador ou sujeitos a um regime de registro diferenciado.

Entretanto, no caso brasileiro, dada a definição de companhia aberta acima mencionada, os ferramentais que estão ao alcance do regulador para fomentar a formação de capital por meio de valores mobiliários não impedem que as aludidas companhias adquiram a condição de companhia aberta.

Ou seja, tal conceito obsta a criação, aqui, de um perímetro regulatório em que seja autorizada a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários – mediante, por exemplo, a utilização daqueles mencionados mecanismos alternativos de captação – sem a incidência daquele regime societário especial.

Embora o conceito legal aqui existente, em sua literalidade, pareça não diferir daquele contido nas legislações europeias acima descritas – que viabilizam a criação daquele perímetro regulatório acima mencionado –, não há, aqui, aquela delimitação quanto à modalidade de mercado em que tais valores mobiliários devem estar admitidos à negociação, para efeitos da atração de tal *status* (que, no regime europeu, corresponde aos “mercados regulados”), uma vez que, no Brasil, para atração dessa qualificação, basta que tais valores mobiliários sejam passíveis de negociação em bolsa em mercado de balcão, organizado ou não organizado.<sup>497</sup>

Essa amplitude – especialmente em comparação à limitação do conceito de “mercados regulados” que prevalece na Europa – somada à abrangência que permeia a noção de mercado de balcão não organizado – que, nos termos da Lei nº 6.385/76,<sup>498</sup> embute qualquer operação realizada com a participação de qualquer tipo de intermediário – retira espaço para a criação daquela circunscrição que, no exterior, permite uma maior maleabilidade quanto à qualificação de uma sociedade que acessa o mercado de valores mobiliários como companhia aberta.

Feitas essas considerações, passemos a avaliar como aquelas três matérias – alocação de direitos políticos e econômicos, estrutura decisória e administrativa e regime de destinação de resultados – são disciplinadas no ordenamento das sociedades por ações (inclusive em relação às distinções existentes no regime das companhias abertas e fechadas

---

<sup>497</sup> Conforme será explorado em detalhes no item 4.3.4 adiante.

<sup>498</sup> Cf. artigo 21, §3º da Lei nº 6.385/76.

a esse respeito).

Tal avaliação, como mencionado, será feita sob o enfoque do espaço deixado à pactuação de arranjos econômicos específicos que possam ser do interesse mútuo de investidores e empreendedores, seja em função do estágio de evolução da empresa, das características do negócio por ela conduzido ou em virtude dos mecanismos empregados no processo de captação de recursos.

### 3.5.3 Alocação de direitos políticos e econômicos

A discussão sobre a possibilidade de se permitir a construção de arranjos especiais voltados à alocação de direitos políticos e econômicos entre os diferentes sócios que participam da empresa (notadamente empreendedores e investidores), operando uma desproporcionalidade entre poder decisório e capital econômico investido, é marcada por controvérsias, que, inclusive, marcaram a evolução da disciplina das companhias brasileiras e perduram até os dias de hoje.

Os mecanismos que tradicionalmente são utilizados para viabilizar tais arranjos são diversos e podem ser classificados a partir de critérios e formas distintas.

Dois importantes estudos comparados sobre o tema – *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, elaborado em 2006 pelo *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, e *Lack of Proportionality Between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion*, elaborado em 2007 pelo *OECD Steering Group on Corporate Governance* – que avaliam o tratamento da matéria em diversas jurisdições, tratam de dividir esses mecanismos em categorias.<sup>499</sup>

A primeira delas diz respeito aos mecanismos de alavancagem de poder de voto, que englobam a criação estatutária de classes de ações com direitos de votos diferenciados (e.g. ações sem direito a voto, com direito de voto restrito ou com direito de voto plural), mediante (ou não) alguma contrapartida em relação à diferenciação dos direitos econômicos no que respeita à distribuição dos resultados da empresa.

---

<sup>499</sup> Cf. EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE; SHEARMAN & STERLING. *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, *European Corporate Governance Institute (ECGI), Institutional Shareholder Services e Shearman & Sterling*, 2006, p. 7-8. Disponível em: <[http://www.ecgi.org/osov/final\\_report.php](http://www.ecgi.org/osov/final_report.php)>. Acesso em: 01 set. 2016 e ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Lack of Proportionality Between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion*, *OECD Steering Group on Corporate Governance*, 2007, p. 12-13. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>>. Acesso em: 01 set. 2016.

A segunda categoria diz respeito aos chamados mecanismos de trava, que englobam as limitações de voto e a concessão de direitos especiais de aprovação em relação a determinadas matérias (tanto para o controlador como para os investidores), seja por meio de classes especiais de ações ou pelo estabelecimento de quóruns qualificados de aprovação.<sup>500</sup>

Esses elementos, como veremos, se fazem tradicionalmente presentes na disciplina societária das sociedades por ações (no Brasil e nas jurisdições estrangeiras), variando, entretanto, quanto ao grau de flexibilidade, especialmente em razão da fixação, em alguns casos, de limites a essa desproporção entre direitos políticos e participação econômica na companhia.

### 3.5.3.1 O regime norte-americano

Nos Estados Unidos, é intenso o debate sobre a conveniência de se permitir livres arranjos em relação à alocação de direitos políticos e econômicos entre acionistas diversos, sobretudo em companhias abertas, que pautou, inclusive, a agenda regulatória norte-americana especialmente durante a década de 1980.

A legislação societária norte-americana, como dito, marcada por grande flexibilidade organizativa, historicamente não traz limitações quanto à instituição de tais mecanismos, como, por exemplo, por meio da possibilidade de emissão de ações com direito de voto plural, sem direito a voto ou com limitações ou restrições quanto a esse direito, nem tampouco restringe a possibilidade de criação de classes especiais de ações com direitos políticos ou econômicos diferenciados.<sup>501</sup>

---

<sup>500</sup> Os estudos mencionados tratam ainda de alguns outros mecanismos, como a detenção de participação recíproca entre sociedades (que costuma estar associada à adoção de estruturas piramidais de controle) e a formação de acordos de acionistas. Dado o seu menor grau de variação entre as diversas jurisdições e por se tratarem de mecanismos menos relacionados com a disciplina societária, esses outros mecanismos não serão abordados no presente trabalho.

<sup>501</sup> Cf. *Delaware General Corporation Law*, § 151 e § 212; *California Corporations Code*, §400 e §700; *New York Business Corporation Law*, §501 e §613; *Model Business Corporation Act (2010)*, §6.01. Em avaliação da marcante flexibilidade nessa seara, D. Fischel constata: “*The laws of many states – including Delaware, the state in which most firms incorporate – impose only the most minimal regulation on the choice of voting rules. Dual class voting, like cumulative voting and virtually all other possible voting schemes, is neither prohibited nor required. The voting rules are considered to be a matter of private contract between the firm and its various types of investors.*” (FISCHEL, Daniel R. *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock. The University of Chicago Law Review*. Chicago: The University of Chicago Press, v. 54, 1987, p. 119-120). No mesmo sentido, S. Bainbridge: “*As it has long done, state law today generally provides corporations with considerable flexibility with respect to allocation of voting rights. Virtually all state corporate codes adopt one vote per common share as the default rule, but allow corporations to depart from the norm by adopting appropriate provisions in their organic documents. Hence, for example, dual class capital structures are routinely upheld by courts.*” (BAINBRIDGE, Stephen. *The Scope of the SEC’s Authority over Shareholder*

Da mesma forma, a disciplina societária norte-americana permite que os estatutos das companhias estabeleçam livremente quóruns diferenciados para determinadas matérias sujeitas à aprovação dos acionistas, sem lançar mão da imposição, por meio de normas cogentes, de quóruns qualificados em relação a assuntos específicos.<sup>502</sup>

Todavia, essa liberdade excessiva não passou alheia a críticas e preocupações, em função dos potenciais problemas que tal desproporção entre poder político e exposição econômica em reação à companhia poderia gerar.<sup>503</sup>

Não obstante a flexibilidade legislativa para fixação de tais arranjos, por longo período as bolsas de valores norte-americanas, no bojo de suas regras de listagem de companhia, prestigiaram o chamado princípio da “uma ação, um voto” (ou, na expressão em inglês, “*one share one vote*”) restringindo a admissão à negociação de ações que contivessem direitos políticos reduzidos,<sup>504</sup> em movimento encabeçado *New York Stock*

---

*Voting Rights*, 2007, p. 7. Disponível em: <<https://www.sec.gov/comments/4-537/4537-17.pdf>>. Acesso em: 02 set. 2016).

<sup>502</sup> Cf. *Delaware General Corporation Law*, §216; *California Corporations Code*, §602; *New York Business Corporation Law*, §614; *Model Business Corporation Act (2010)*, § 8.24. A esse respeito, H. Ballantine afirma: “*When a quorum is present at a corporate meeting, so that it may be held, the vote of a majority of those present is sufficient to elect directors, or to decide any question, unless there is some express provision to the contrary, although they may not be a majority of all the shareholders or members, nor hold a majority of the voting power. By the weight of authority, a majority of the votes actually cast will decide, although some of the shareholders or members who are present may refuse to vote, and the majority of the votes cast may not be by a majority of the persons present or stock represented. A by-law or charter provision requiring the affirmative vote of a majority of the shareholders at a corporate meeting means a majority in interest rather than a majority in number only.*” (BALLANTINE, Henry Winthrop. Op. cit., p. 395-396).

<sup>503</sup> Essas preocupações já eram flagrantes nas lições de H. Ballantine: “*Difficult question of policy arises as to how far the law should permit the use of devices which tend to divest the shareholders, the contributors of capital and risk takers, of any chance at a share control. How should these mechanisms be limited and regulated which seek to obtain management and patronage of vast aggregations of capital? (...) There has been much criticism of the use of the device of issuing large classes of common shares in a company without the privilege of voting for its directors, while smaller classes, closely held by insiders, retains this power exclusively, The common stock may be divided into Class A non-voting and Class B voting shares. Class A shares will be widely sold to public and Class B, the voting shares, will be closely held by controlling interests. It is argued on the one hand that the vesting of such control in the active promoters and managers so that no other group can dislodge them is for the benefit of the enterprise. But it may be questioned whether such an arrangement does not deprive the investor in the non-voting shares of a potential participation in control which should be his means of self defense.*” (BALLANTINE, Henry Winthrop. *Ballantine on Corporations*. Chicago: Callaghan and Company, 1946, p. 417-418).

<sup>504</sup> A esse respeito, R. Clark afirma: “*Generally, unless the articles of incorporation provide otherwise, each outstanding share stock is entitled to one vote on each matter voted on at the shareholders meeting. Usually, common shares are governed by this one share – one vote rule. But preferred shares are often created so as to have lesser voting rights – for example, no rights to vote for directors unless and until specified dividend payments to the preferred shareholders have been skipped for two years. The one share-one vote rule has been maintained for public corporations with the help of the major stock exchanges, whose listing rules have prohibited or discouraged nonvoting shares or shares with restricted voting power.*” (CLARK, Robert (1986). Op. cit., p. 361)

*Exchange*, desde a década de 1920.<sup>505</sup>

Entretanto, durante a década de 1980, a forte concorrência que passou a sofrer pelo o recém-criado *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* – *NASDAQ* (à época organizado como uma espécie de sistema de balcão), que não impunha tal restrição em relação às ações admitidas à negociação, motivou a *New York Stock Exchange* a rever tal limitação.<sup>506</sup>

A partir de então, tal bolsa passou não só a permitir a admissão à negociação de ações de emissão de companhias que não atendiam ao princípio do *one share one vote* no momento de sua listagem, mas também a possibilidade de as companhias já listadas adotarem novas estruturas acionárias, desde que atendidos certos procedimentos para sua aprovação (que incluíam a aprovação por dois terços dos acionistas titulares das ações em circulação em mercado e de membros independentes de sua administração (*independent directors*)).<sup>507</sup>

Embora fosse menos contestada a razoabilidade de se permitir a listagem de novas companhias que já adotavam tal estrutura acionária,<sup>508</sup> a proposta de permitir a alteração

---

<sup>505</sup> Conforme aponta S. Bainbridge, a *New York Stock Exchange* passou a informalmente proibir a admissão à negociação desse tipo de ação em 1926, incorporando tal vedação às suas regras de listagem em 1940: “*The opposition to nonvoting common stock came to a head with the NYSE’s 1925 decision to list Dodge Brothers, Inc. for trading. Dodge sold a total of \$130 million worth of bonds, preferred stock and nonvoting common shares to the public. Dodge was controlled, however, by an investment banking firm, which had paid only \$2.25 million for its voting common stock. In January 1926, the NYSE responded to the resulting public outcry by announcing a new position: “Without at this time attempting to formulate a definite policy, attention should be drawn to the fact that in the future the [listing] committee, in considering applications for the listing of securities, will give careful thought to the matter of voting control.” This policy gradually hardened, until the NYSE in 1940 formally announced a flat rule against listing nonvoting common stock.*” (BAINBRIDGE, Stephen. Op. cit., p. 6).

<sup>506</sup> Para um interessante relato das discussões havidas à época, ver SELIGMAN, Joel. Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy. *The George Washington Law Review*. Washington: The George Washington University, v. 54, 1985-1986, p. 687-725.

<sup>507</sup> Cf. SELIGMAN, Joel. Op. cit., p. 693. A NYSE, à época, inclusive atestou que preferiria manter a restrição vigente até então, desde que todas as suas concorrentes fizessem o mesmo ou fossem obrigadas a fazê-lo pela regulação. A esse respeito, afirma D. Fischel: “*The NYSE itself has endorsed this “race to the bottom” argument in explaining the departure from its historic prohibition on the listing of dual class common stock. The NYSE has stated that it would prefer to retain the prohibition, but only if other exchanges adopted the prohibition or were forced to do so by federal regulation.*” (FISCHEL, Daniel R. Op. cit., p. 121).

<sup>508</sup> A esse respeito, observou R. Gilson: “*Whatever may have originally prompted the New York Stock Exchange’s longstanding prohibition against listing non-voting common stock or common stock with voting rights not reasonably related to its equity participation, there is no longer a persuasive case to be made for restricting, whether by denying listing or otherwise, the initial offering of such securities. A stock’s limited voting rights are reflected in a reduced price, so that the company’s owners at the time it goes public, and not the purchasers, bear the cost. Shareholders are not fooled and there is no reason to expect that third parties will be adversely affected. Although a company that goes public with a class of stock with limited voting rights will be substantially sheltered from the market for corporate control, this is not a change in status. The company also was not subject to the market for corporate control before it went public. Thus, to the extent that the public policy debate extends to initial issuances of a limited voting or non-voting class of common stock, it is simply overbroad.*” (GILSON, Ronald J. Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes. *Virginia Law Review*. Charlottesville: The Virginia Law Review Association, v. 73, n. 5, 1987, p. 808-809).

dessa estrutura por aquelas companhias cujas ações já eram negociadas na bolsa gerou bastante controvérsia, por supostamente favorecer condutas casuísticas e oportunistas, especialmente por parte de administradores interessados em perpetuar-se no comando de tais empresas.<sup>509</sup>

Sem conseguir mediar uma solução consensual para a questão entre as diversas bolsas americanas – que passaram a adotar regras diferentes em relação à matéria, gerando um ambiente de arbitragem regulatória no tocante ao tema – a SEC, acatando sugestão formulada por J. Seligman,<sup>510</sup> editou a *Rule 19c-4*, proibindo as bolsas de valores de permitir a listagem de companhias cuja estrutura acionária fosse composta por ações de classes diferentes com o objetivo de retirar, restringir ou tornar desproporcional o direito de voto entre diversos acionistas, seja no momento da listagem, seja por meio de operações aprovadas posteriormente.<sup>511</sup>

A interferência do regulador na matéria, feita com base em seu poder de aprovar ou solicitar alteração nas regras editadas pelas bolsas norte-americanas, nos termos do *Securities and Exchange Act de 1934*,<sup>512</sup> foi fortemente questionada e acabou por ser anulada judicialmente, sob o entendimento de que a SEC não teria competência para, ainda que indiretamente, regular tal matéria, que é reservada à disciplina societária, em conformidade com a legislação estadual.<sup>513</sup>

Na sequência do imbróglio, a *New York Stock Exchange* acabou por suavizar sua proposta, alterando suas regras de listagem de modo a preservar a permissão quanto à admissão à negociação de ações com direitos políticos diferenciados, mas proibindo, entretanto, alterações posteriores que afetassem o equilíbrio desses direitos entre diversas classes de ações, regra que até hoje consta de seu *Listed Companies Manual*.<sup>514</sup> A *NASDAQ*, atualmente, contém regra semelhante em suas *Stock Markets Rules*.<sup>515</sup>

Nota-se, portanto, que para além da flexibilidade prevista na legislação societária em relação à matéria, também as bolsas de valores reconhecem a conveniência de permitir e legitimar determinados arranjos customizados quanto à alocação de direitos políticos e

---

<sup>509</sup> Cf. SELIGMAN, Joel. Op. cit., p. 725.

<sup>510</sup> Ibidem.

<sup>511</sup> Cf. 17 CFR 240.19c-4.

<sup>512</sup> Cf. *Securities and Exchange Act of 1934*, §19(c).

<sup>513</sup> Cf. BAINBRIDGE, Stephen. Op. cit., p. 9.

<sup>514</sup> Cf. *NYSE Listed Company Manual, Rule 313*.

<sup>515</sup> Cf. *NASDAQ Stock Market Rule, 5640*.

econômicos entre acionistas<sup>516</sup> – o que, com visto, pode ser absolutamente justificável no caso concreto, em função do estágio de evolução da empresa ou de seu setor de atuação – no momento em que a companhia está efetivamente acessando o mercado de valores mobiliários, sob a premissa de que, nessa ocasião, a estrutura escolhida será adequadamente precificada por aqueles que pretendem aportar nela recursos, o que viabiliza, como dito anteriormente, a negociação privada a respeito dos termos a serem aplicados quanto à distribuição desses direitos (e, evidentemente, suas contrapartidas) entre os agentes envolvidos em tal relação.

A estrutura, ademais, é bastante popular no setor de tecnologia, haja vista sua maior dependência, inclusive intelectual, dos fundadores-empresendedores. É o caso de companhias como *Google, Facebook, LinkedIn, Groupon, Zulily, Yelp e Zillow*. Importantes companhias do setor financeiro, como *Visa e Mastercard*, também adotam tal estrutura.<sup>517</sup>

### 3.5.3.2 O regime europeu

No Reino Unido, também não existem restrições legais ou imposições de limitações à criação de arranjos customizados quanto à alocação de direitos políticos e econômicos

---

<sup>516</sup> Controvérsia semelhante à ocorrida nos Estados Unidos se deflagrou, recentemente, nos mercados asiáticos. Após a companhia de comércio eletrônico chinesa Alibaba optar por listar-se na *New York Stock Exchange*, no contexto daquela que foi a maior oferta pública inicial de ações (*IPO*) da história (em volume de aproximadamente USD25 bilhões), a bolsa de Hong-Kong, que perdeu a disputa pela listagem da companhia por conta de uma regra restritiva de *one share one vote* prevista em seus regulamentos, realizou uma consulta pública sobre a conveniência de manter tal restrição, divulgada em conjunto com um abrangente *Concept Paper on Weighted Voting Rights* explorando os argumentos favoráveis e contrários aos mecanismos de alocação diferenciadas de direitos políticos (*weighted voting rights*) e apresentando um amplo levantamento do tratamento da matéria ao redor do mundo. A esse respeito, ver HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED. *Concept Paper Weighted Voting Rights*, 2014. Disponível em: <<http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082.pdf>>. Acesso em: 06 set. 2014. Após avaliar as respostas recebidas e divulgar relatório a respeito (HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED. *Consultation Conclusions to Concept Paper Weighted Voting Rights*, 2015. Disponível em: <<http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082cc.pdf>>. Acesso em: 27 jun. 2015), a *Hong Kong Stock Exchange* optou por não levar adiante a proposta de discussão sobre a alteração de suas regras para passar a aceitar ações com *weighted voting rights*, especialmente em função do posicionamento contrário à regra do regulador local (*Securities and Futures Commission*), diante dos riscos aos investidores que tal estrutura pode gerar (Cf. HKEx News Release de 05.10.2015. Disponível em: <<https://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/hkexnews/2015/151005news.htm>>. Acesso em: 03 set. 2016. Para detalhes sobre os debates havidos em *Hong Kong* sobre o tema, ver CHAN, Raymond Siu Yeung; SHAN HO, Jonh Kong. Should Listed Companies Be Allowed to Adopt Dual-Class Share Structure in Hong Kong? In: *Common Law World Review*. Los Angeles: Sage Publications, v. 43, 2015, p. 155-182).

<sup>517</sup> Cf. HONG KONG EXCHANGES AND CLEARING LIMITED. *Concept Paper Weighted Voting Rights*, 2014, p. VII-1- VII-2. Disponível em: <<http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082.pdf>>. Acesso em: 06 set. 2014.



entre acionistas distintos,<sup>518</sup> vigendo ampla autonomia privada a esse respeito.<sup>519</sup>

No âmbito das *Listing Rules* editadas pelo *Financial Conduct Authority* – que contempla os requisitos a serem observados para a admissão à negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados – é também permitida, como regra geral, a criação de tais arranjos que estabelecem direitos diferenciados entre acionistas,<sup>520</sup> havendo, contudo, disposição específica sobre a proporcionalidade entre direitos políticos e exposição econômica na companhia apenas no âmbito das regras dirigidas aos chamados segmentos *premium* de listagem<sup>521</sup> (nos quais são exigidas práticas rigorosas de governança corporativa, como é o caso, por exemplo, do *Premium Segment* do *Main Market* da *London Stock Exchange*).

Quanto à liberdade de fixação estatutária de quóruns de deliberação, o *Companies Act* de 2006 trata de permitir o estabelecimento de quóruns qualificados, estipulando, todavia, por meio de normas cogentes, o rol de matérias sujeitas à aprovação por maioria qualificadas dos acionistas (correspondente a setenta e cinco por cento dos presentes à assembleia).<sup>522</sup>

Mesmo na Europa continental, em que prevalece maior rigidez na disciplina das sociedades por ações, existem importantes exemplos de flexibilidade quanto ao uso de

---

<sup>518</sup> Cf. *Companies Act 2006*, §630 e §621.

<sup>519</sup> Nesse sentido, P. Davies e S. Worthington afirmam: “*On the whole it is not the present fashion for publicly trade companies to complicate their capital structures by having a large number of shares classes. But, both in the case of public and private companies, there may well be two or three different classes and sometimes more. The division of shares into classes and the rights attached to each class will normally be set out in the company’s articles but, in contrast with the Companies Acts of some other common law countries, that is not compulsory.*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 865).

<sup>520</sup> Cf. *Listing Rules*, LR 7 *Listing Principles and Premium Listing Principles*, 7.2.1.

<sup>521</sup> Cf. *Listing Rules*, LR 7 *Listing Principles and Premium Listing Principles*, 7.2.1A.

<sup>522</sup> Cf. *Companies Act 2006*, §282 e §283. A esse respeito, P. Davies e S. Worthington afirmam: “*For decisions required under the 2006 Act, the Act has reduced the types of resolution which the members may take to two: an ordinary resolution and a special resolution. Usually the Act specifies which type is required, and the Act then governs, but where the Act is silent about the type of resolution required, then an ordinary resolution is required unless the articles specify a higher level of approval, up to and including unanimity. An ordinary resolution is one passed by a simple majority of those voting. A special resolution is one passed by a three-fourths majority, and the notice of the meeting must specify the intention to propose the resolution as a special resolution. For example, special resolutions are required before important constitutional changes can be undertaken. The higher majority required for special resolutions obviously constitutes a form of minority protection, as compared with the simple majority required for an ordinary resolution. It means, for example, that a person with more than 25 per cent of the votes, and indeed in practice often with many fewer votes, can block the adoption of a special resolution. (...) For decisions other than those specified in the Act, the company’s articles may make their own specific provision for the required voting entitlements and majorities, requiring higher, lower, weighted or even conditional (for example, conditional on the consent of a nominated person) voting requirements.*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 463-464).

mecanismos diferenciados de alocação de direitos políticos e econômicos entre acionistas.<sup>523</sup>

Na França, o *Code de commerce*, embora vede, a princípio, a criação de ações com voto plural – considerando, via de regra, como não escritas as cláusulas estatutárias estipulando o contrário<sup>524</sup> –, comporta uma particular exceção, autorizando o estatuto social a prever o voto duplo (*vote double*) para os acionistas titulares de ações ordinárias após o decurso de determinado período de tempo sob a mesma titularidade, não inferior a dois anos, sendo que, desde a reforma introduzida pela *Loi n° 2014-384*, de 2014, tal direito passou a ser regra geral em relação a todas as companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados, com a possibilidade de previsão estatutária em contrário excepcionando tal regra.<sup>525</sup>

Essas ações de voto duplo (conhecidas também como ações de fidelidade ou lealdade), têm por objetivo recompensar a fidelidade dos acionistas de longo prazo e proteger a sociedade contra medidas oportunistas potencialmente tomadas por maiorias circunstanciais,<sup>526</sup> e perdem essa qualidade sempre que transferidas, exceto em caso de sucessão.<sup>527</sup>

Ademais, o *Code de commerce* estabelece a possibilidade de previsão estatutária contemplando a limitação dos direitos de voto que podem ser exercidos por um mesmo acionista, desde que aplicável igualmente a todas as ações independentemente de sua espécie e classe.<sup>528</sup>

Especificamente em relação às companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados, os efeitos desse tipo de limitação de voto é automaticamente suspenso caso as ações sejam objeto de uma oferta pública de aquisição de controle, na assembleia

---

<sup>523</sup> Para uma abrangente evolução do tratamento da matéria no direito continental europeu, especialmente no que diz respeito ao estabelecimento de mecanismos que operam a desproporção em relação aos direitos políticos na sociedade por ações, ver LA SALA, Gian Paolo. Op. cit., p. 3-20.

<sup>524</sup> *Code de commerce*, article L225-122.

<sup>525</sup> *Code de commerce*, article L225-123.

<sup>526</sup> Cf. COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. *Droit des sociétés*. 26. ed. Paris: Lexis Nexis, 2013, p. 381. Sobre o instituto, Y. Guyon afirma: “*On parle alors d’actions à vote plural. Celles-ci ont été critiquées car, distribuées généralement aux fondateurs et aux administrateurs, elles les garantissent contre un renversement de majorité tout en limitant le nombre de titres dont ils doivent être propriétaires. Elles seraient contraires au principe de l’égalité entre les actionnaires. Néanmoins elles présentent une utilité, si elles sont utilisées avec modération. Elles peuvent constituer une prime donnée aux actionnaires fidèles et retarder ou compliquer une prise de contrôle inamicale. Bien que prohibées en principe, les actions à vote plural sont exceptionnellement autorisées. Le cas le plus général est prévu par l’article L. 225-123 du Code de commerce qui permet aux statuts d’accorder un droit de vote double aux actions nominatives appartenant au même actionnaire depuis au moins deux ans.*” (GUYON, Yves. *Droit des Affaires – Tome 1 : Droit Commercial général et Sociétés*. 12<sup>e</sup> édition. Paris : Economica, 2003, p. 319).

<sup>527</sup> *Code de commerce*, article L225-124.

<sup>528</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-125.

geral subsequente a efetivação de tal oferta, hipótese na qual poderá se proceder a alteração do estatuto social para retirada de tal limitação.<sup>529</sup> Dessa forma, se busca evitar que tal limitação de voto seja utilizada como um impeditivo às operações de tomada de controle.<sup>530</sup>

O *Code de commerce* prevê, ainda, a criação de ações preferencias dotadas de direitos econômicos diferenciados, sem direito de voto ou com esse direito restrito, limitadas à metade do capital social, no caso de companhias fechadas, e a um quarto do capital social, em companhias abertas.<sup>531</sup> É ainda permitida previsão estatutária contemplando a majoração dos dividendos em benefício daqueles que sejam titulares de ações da companhia há mais de dois anos.<sup>532</sup>

O diploma admite, ademais, que as ações preferenciais confirmam direitos políticos diferenciados, conforme estabelecido no estatuto da companhia, sem elencar ou restringir a natureza desses direitos, cuja fixação fica, portanto, sujeita à autonomia privada.<sup>533</sup>

Em relação à fixação dos quóruns deliberativos, o regime francês é marcado por notável rigidez. O *Code de commerce* estabelece que todas as matérias de competência da assembleia geral extraordinária devem ser aprovadas mediante voto favorável de dois terços dos acionistas presentes.<sup>534</sup> Ademais, em relação aos quóruns de instalação das assembleias,

---

<sup>529</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-125. A esse respeito, M. Cozian, A. Viandier e F. Deboissy afirmam: “*Les statuts peuvent limiter le nombre des voix dont peut disposer un même actionnaire (C. com., art L 225-25); cette mesure, dont l’effet est de prévenir l’écrasement des petits porteurs et les prises de contrôle rampantes, n’était guère utilisée avant 1989. Depuis, le procédé a été adopté par d’importantes sociétés : Lafarge, Alcatel, Danone et Total. Dans les statuts de Danone, il est par exemple stipulé qu’aucun actionnaire ne peut exprimer, par lui-même et par mandataire, plus de 6 % du nombre total des droits de vote (12 % en cas de droit de vote double) ; il est également prévu que la clause de limitation devient caduque dès lors qu’un actionnaire franchit le seuil des deux tiers du capital à l’issue d’une OPA (C. com., art L 225-125, al. 2).*” (Cf. COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. Op. cit., p. 381).

<sup>530</sup> Cf. GERMAIN, Michel; MAGNIER, Véronique. Op. cit. p.1023.

<sup>531</sup> Cf. *Code de commerce*, article L228-11, article L232-16.

<sup>532</sup> Cf. *Code de commerce*, article L232-14.

<sup>533</sup> Cf. *Code de commerce*, article L228-11. Sobre a amplitude em relação à natureza das preferências econômicas e políticas que podem ser estabelecidas no estatuto social, M. Cozian, A. Viandier e F. Deboissy afirmam: “*La formule de l’article L. 228-11 est très large et autorise à pratiquer toutes sortes de préférences. Les unes sont de nature financière : droit à un dividende majoré, préciputaire (payé avant celui revenant aux actions ordinaires), cumulatif (le droit à dividende préférentiel, non satisfait l’année N, est reporté sur l’année N + 1). Des raffinements peuvent être imaginés : dividende progressif ou dégressif pour tenir compte de la plus ou moins bonne santé de la société, dividende conditionnel, qui suppose par exemple que la société ait atteint un certain niveau de résultats, dividende à durée variable, à éclipse (une année sur deux), limité dans le temps, etc. Au-delà du dividende, les préférences peuvent concerner le droit au boni de liquidation, le droit à l’amortissement ou au rachat prioritaire des actions, le droit au produit de la vente d’un actif social... D’autres sont de nature extra financière: droit d’information renforcée, droit de veto sur certaines décisions ou opérations, droit de représentation dans les organes sociaux (...)*” (Cf. COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. Op. cit., p. 505).

<sup>534</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-96. A esse respeito, M. Cozian, A. Viandier e F. Deboissy afirmam: “*La majorité exprime le seuil d’opinions favorable qu’une résolution doit recueillir pour être adoptée. Ce seuil varie selon la nature de l’assemblée ; il est fixé par loi (C. com., art. L. 225-96 et L. 225-98). Pour l’assemblée ordinaire, il est de la majorité – la moitié plus une – des voix des action présentes ou représentées. Pour*

o *Code de commerce* admite sua elevação apenas para as companhias que não possuem ações admitidas à negociação em mercados regulados.<sup>535</sup>

Na Itália, o *Codice Civile* passou a contemplar, após a ampla reforma promovida pelo *Decreto legislativo 17 gennaio 2003, n° 6*, um leque considerável de mecanismos de alocação diferenciada de direitos políticos e econômicos entre acionistas, em prestígio à autonomia privada nessa seara,<sup>536</sup> e justamente com o intuito de ampliar as alternativas de captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários.<sup>537</sup>

Nesse sentido, o *Codice Civile* contempla a criação de ações de classes especiais, com direitos econômicos ou políticos diferenciados (a serem fixados no estatuto social), sem direito a voto ou com esse direito restrito, nesse caso limitadas à metade do capital social.<sup>538</sup>

---

*l'assemblée extraordinaire, il est des deux tiers des voix des actions présentes ou représentées ; il suffit donc de détenir un tiers des actions plus une pour être en mesure de bloquer les décisions des assemblées extraordinaires, d'où l'expression « minorité de blocage ».*” (Cf. COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. Op. cit., p. 387).

<sup>535</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-96 e article L225-98.

<sup>536</sup> Sobre os efeitos da reforma da legislação italiana nessa seara, G. P. La Sala afirma: “*Il quadro normativo è divenuto molto più articolato dopo la riforma del 2003. Dal forte incremento dell'autonomia privata è scaturita infatti la possibilità di derogare sia alla proporzionalità tra il conferimento e la partecipazione, sia alla proporzionalità tra la misura della partecipazione e i diritti sociali. L'effetto combinato di queste due deroghe ha portato una parte consistente della dottrina ad affermare che nella disciplina riformata il principio capitalistico avrebbe oramai assunto un valore meramente dispositivo e residuale. In realtà, da una valutazione attenta dei singoli istituti che dovrebbero legittimare questa conclusione non emerge una trama sistematica orientata in modo univoco verso l'integrale superamento di ogni relazione tra la forza di voto e la partecipazione sociale. Emerge piuttosto, in aderenza all'approccio metodologico analitico poc'anzi dichiarato, che il principio capitalistico ha conservato un grado di coerenza di portata variabile in base al tipo di deviazione programmata.*” (LA SALA, Gian Paolo. Op. cit., p. 100). Da mesma forma, apontam S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano: “*La Riforma del 2003, oltre a introdurre più ampie e diversificate opzioni di deroga alla regola “un'azione – un voto” (che in precedenza avevamo scomposto in tre corollari: nessun voto senza azione, nessuna azione senza voto e divieto del voto plurimo), offre diversi spunti di riflessione in materia. In primo luogo, il Legislatore italiano ha, per la prima volta, modificato la regola secondo cui il voto è attribuito solo alle azioni (nessun voto senza azioni): volendo moltiplicare le forme di raccolta di risorse economiche da parte delle società per azioni, ha, infatti, consentito alle stesse di riconoscere il diritto di voto, seppur solo su singoli argomenti, anche ai portatori di strumenti finanziari diversi dalle azioni (cfr. art. 2346, comma 6, 2349, comma 2 e art. 2351, comma 5, c.c.). In secondo luogo, ha ampiamente derogato al corollario “nessuna azione senza voto”, laddove ha esteso a tutte le società per azioni (e non più solo a quelle quotate) la facoltà di emettere azioni senza voto; ha introdotto la possibilità di limitare il voto a taluni argomenti posti all'ordine del giorno della società; ha introdotto la possibilità di subordinare il voto al rispetto di condizioni non meramente potestative (art. 2351, comma 2, c.c.); ha consentito la possibilità di creare categorie speciali di azioni fornite di diritti diversi sia di natura amministrativa (diritto di voto, ecc.) sia di natura patrimoniale (diritto agli utili, ecc.); ha previsto la possibilità di introdurre statutariamente il sistema di voto scalare o tetti massimi al diritto di voto.*” (ALVARO, S.; CIAVARELLA, D.; D'ERAMO, D.; LINCIANO, N. La deviazione dal principio “un'azione – un voto” e le azioni a voto multiplo. *Quaderni giuridici – Consob – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*. v. 5, 2014, p. 29).

<sup>537</sup> A esse respeito, F. Di Sabato destaca: “*La riforma del 2003 è intervenuta a modificare radicalmente l'impostazione della disciplina in materia per consentire un ampliamento degli strumenti di finanziamento a disposizione della società. Viene, pertanto, — così letteralmente nella Relazione — “dato ampio spazio alla creatività degli operatori nell'elaborazione di forme adeguate alla situazione di mercato”*” (DI SABATO, Franco. Op. cit., p. 262).

<sup>538</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2348. Acerca da notada liberdade estatutária que prevalece em relação a criação de classes especiais de ações, G. Ferri et. al afirmam: “*D'altra parte questa esigenza di uguaglianza dei diritti si*

Assim como no direito francês, a disciplina italiana também prevê a possibilidade de fixação, em estatuto, de dividendos majorados para acionistas que integram os quadros societários por determinado período, no caso das companhias abertas.<sup>539</sup>

O *Testo unico* contempla, ainda, exclusivamente em relação às companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados, a criação da chamada *azioni di risparmio*, cuja disciplina foi igualmente alterada na reforma de 2003, com o intuito de tornar o instrumento mais flexível e suscetível a modelagem estatutária por meio da autonomia privada, com vistas a sua maior utilidade no que diz respeito ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.<sup>540</sup>

Tratam-se de ações que dispõem necessariamente de vantagens patrimoniais em relação às ações ordinárias (e.g. recebimento de dividendos majorados ou prioritários) e, em contrapartida, têm seu direito de voto suprimido – em mecânica semelhante às ações preferenciais contempladas na legislação brasileira –, competindo ao estatuto social, nesse caso, a definição de tais vantagens, não havendo um conteúdo mínimo fixado em lei para tanto.<sup>541</sup>

---

*pone essenzialmente con riferimento alle azioni che attribuiscono i medesimi diritti. Essa non impedisce invece che si creino in una stessa società categorie di azioni," tra loro diverse, per modo che le azioni di ciascuna categoria siano fornite di diritti particolari; e non impedisce che la società determini liberamente il contenuto delle azioni delle varie categorie (art. 2348, 2° e- 3° comma, cod. civ.). In tal modo si viene incontro all'esigenza di modulare i diritti conferiti dalle azioni con riferimento alle diverse esigenze che possono porsi alla base dell'investimento azionario, e si riconosce alla società una più ampia possibilità di reperire mezzi sul mercato finanziario." (FERRI, Giuseppe; ANGELICI, Carlo; FERRI, Giovanni B. Op. cit., p. 277). Acerca das diferentes espécies de ações no regime italiano, G. Campobasso afirma: "Le azioni privilegiate sono azioni che attribuiscono ai loro titolari un diritto di preferenza nella distribuzione degli utili e/o nel rimborso del capitale al momento dello scioglimento della società. Ad esempio, si può prevedere che in sede di distribuzione degli utili gli azionisti privilegiati avranno diritto ad una maggiorazione del due per cento rispetto agli azionisti ordinari. Nessuna disciplina specifica è comunque dettata per quanto riguarda natura e misura del privilegio. Col solo limite del divieto di patto leonino (art. 2265), la società è perciò libera di articolare come preferisce il contenuto patrimoniale di tali azioni. E l'attuale disciplina ha anche rimosso ogni dubbio circa la possibilità di emettere azioni postergate nelle perdite (art. 2348, 2° comma). Ad esempio, si può prevedere che, in sede di liquidazione della società, tali azioni saranno rimborsate in tutto o in parte prima delle azioni ordinarie." (CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 209).*

<sup>539</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 485.

<sup>540</sup> A esse respeito, F. Annunziata destaca: "La nuova disciplina delle azioni di risparmio esprime una chiara tendenza alla "liberalizzazione" dell'istituto. La riforma si è orientata nel senso di lasciare ampia libertà e autonomia alle società emittenti per quanto attiene alla definizione delle caratteristiche delle azioni di risparmio, e dei relativi diritti e privilegi: spetta, infatti, allo statuto definire le caratteristiche delle azioni stesse. L'impostazione adottata appare coerente con il perseguimento degli obiettivi di efficienza e competitività del mercato finanziario, che più in generale ispirano il TUF; il rinvio all'autonomia statutaria per la definizione delle caratteristiche delle azioni di risparmio comporta l'accentuarsi della concorrenza tra gli emittenti in fase di raccolta dei capitali, risolvendosi in un fattore di "selezione" tra le diverse emissioni o titoli, a vantaggio della competitività dei diversi strumenti presenti sul mercato dei capitali." (ANNUNZIATA, Filippo. Op. cit., p. 494).

<sup>541</sup> Cf. *Testo unico*, art. 145. A esse respeito, sobre o largo espaço deixado à autonomia privada em relação à fixação das vantagens preferenciais da *azioni di risparmio*, P. Montalenti e S. Balzola destacam: "L'art. 145, 1° co. t.u.f. impone che lo statuto stabilisca a favore delle azioni di risparmio un particolare privilegio

Embora, após a reforma de 2003, o *Codice Civile* vedasse, em relação às companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados e aquelas que dispõem de dispersão acionária,<sup>542</sup> a instituição de cláusula estatutária que limitasse o voto dos acionistas a uma quantidade predefinida e, em relação a quaisquer companhias, a estipulação do voto plural,<sup>543</sup> essas matérias foram objeto de nova reforma por meio do *Decreto legge 24 giugno 2014, n° 90*, a partir inclusive de sugestões da *Consob*, em reconhecimento de sua utilidade em relação ao fomento ao acesso ao mercado de valores mobiliários.<sup>544</sup>

A partir de tal reforma, passou a ser permitida a estipulação de limitação estatutária à quantidade de votos por acionista, para quaisquer sociedades por ações.<sup>545</sup> Ademais, o *Código Civile* passou a prever a possibilidade de criação de ações com voto plural, limitadas a três votos por ação, aplicáveis em relação a matérias específicas definidas no estatuto social ou sujeitos a condições não protestativas, exceto quando expressamente previsto em contrário em lei especial.<sup>546</sup>

A exceção passou, concomitantemente, a ser prevista no *Testo unico* em relação às companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados, que, entretanto, são autorizadas a manter ações dessa natureza que existam previamente à sua listagem.<sup>547</sup>

---

*patrimoniale, determinandone condizioni, limiti, termini e modalità di esercizio, senza tuttavia fornire alcuna specificazione su tale privilegio. Si potranno quindi creare azioni di risparmio di priorità o di preferenza sulla distribuzione degli utili, azioni di risparmio postergate nelle perdite, azioni di risparmio indicizzate, azioni di risparmio incorporanti privilegi consistenti in prestazioni economiche da parte della società quali ad esempio sconti e abbuoni sulla fornitura, azioni di risparmio dotate di un privilegio minimo corrisposto ogni volta che sia accertato un utile anche se non distribuito, azioni di risparmio privilegiate negli acconti sui dividendi e azioni di risparmio riscattabili. Nel contesto di questa sostanziale delega in bianco allo statuto quanto alla configurazione patrimoniale delle azioni di risparmio, il compito dell'interprete è essenzialmente quello di individuare gli eventuali limiti all'autonomia statutaria.”* (MONTALENTI, Paolo; BALZOLA, Stefano. Op. cit., p. 95-96.). Da mesma forma, F. DI SABATO destaca: “*La disciplina, introdotta con gli articoli 145-147 del t.u.f., non prevede alcun privilegio patrimoniale “ minimo ” per le azioni di risparmio, bensì lascia all'autonomia statutaria “ il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio ”, nonché le conseguenze che si producono in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni.”* (DI SABATO, Franco. Op. cit., p. 266),

<sup>542</sup> Conforme definição detalhada no item 3.5.2 acima.

<sup>543</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit. p. 207.

<sup>544</sup> A esse respeito, S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano afirmam: “*Le azioni a voto plurimo, sia nella forma delle loyalty shares sia in quella della categoria speciale delle azioni a voto multiplo, possono avere vantaggi legati alla possibilità di favorire la quotazione in borsa, di aumentare la probabilità di ricapitalizzazioni potenzialmente efficienti e di incentivare una partecipazione più attiva alla vita sociale, ma, allo stesso tempo, possono implicare rischi di maggiori potenziali conflitti di interessi in capo agli azionisti di controllo che potrebbero penalizzare i soci di minoranza anche attraverso una diminuzione del peso delle azioni ordinarie. Per le società quotate la facoltà di modificare lo statuto al fine di introdurre le azioni a voto plurimo dovrebbe essere accompagnata quindi da misure normative volte a fornire ai soci di minoranza un adeguato set di tutele.”* (ALVARO, S.; CIAVARELLA, D.; D'ERAMO, D.; LINCIANO, N. Op. cit., p. 61-62).

<sup>545</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2351, 3° comma.

<sup>546</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2351, 4° comma.

<sup>547</sup> Cf. *Testo unico*, art. 127-sexies.

Dessa forma, passou a ser possível a utilização desse mecanismo tanto por aquelas companhias que dispõem de alguma dispersão acionária, quanto para as companhias listadas, sendo que, com relação a essas últimas, é permitida apenas a manutenção de ações com voto plural criadas anteriormente.<sup>548</sup>

Outra inovação introduzida na disciplina italiana no bojo dessa mesma reforma foi o mecanismo semelhante às “ações de fidelidade” previsto na legislação francesa, que atribui aos acionistas que permanecerem titulares de ações de companhia listada por certo períodos direitos de voto adicionais (*maggiorazione del voto*).<sup>549</sup>

Nesse sentido, o *Testo unico* passou a contemplar a possibilidade de os estatutos das companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados conterem dispositivo autorizando o aumento do voto (limitado a dois votos) para acionistas que mantiverem suas ações por período determinado, não inferior a dois anos.<sup>550</sup>

Em relação aos quóruns de deliberação, o *Codice Civile* também estabelece quórum qualificado em relação às matérias que são objeto de assembleia geral extraordinária, prevendo, inclusive, regimes de quóruns de instalação e deliberação especiais para as companhias listadas e com dispersão acionária, permitindo, entretanto, o estabelecimento de quóruns diversos por meio do estatuto social, exceto em relação a aprovação de demonstrações financeiras e eleição dos administradores.<sup>551</sup>

---

<sup>548</sup> Sobre tal inovação, G. Campobasso afirma: “*La riforma del 2003 aveva invece mantenuto il divieto, previsto dalla disciplina previgente, di emettere azioni a voto plurimo; azioni cioè che attribuiscono ciascuna più di un voto. Anche questo limite però è stato recentemente attenuato, sia pure con modalità differenti per le società non quotate e quotate. Oggi le società non quotate possono emettere azioni speciali a voto plurimo che attribuiscono fino ad un massimo di tre voti per ciascuna azione, anche per particolari argomenti o subordinatamente al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 2351, 4° comma, modificato dal d.l. 24-6-2014, n. 91, conv. con legge 116/2014). Gli statuti delle società quotate non possono invece prevedere l’emissione di azioni a voto plurimo. Però, le azioni a voto plurimo eventualmente emesse prima della quotazione mantengono le loro caratteristiche e diritti anche dopo la quotazione (art. 127-sexies, tuf, introdotto dal d.l. 91/2014): si offre così al gruppo di comando delle società che intendono procedere verso la quotazione la possibilità di blindare preventivamente la propria posizione contro il pericolo di scalate ostili.*” (CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit. p. 207).

<sup>549</sup> A esse respeito, G. Campobasso afirma: “*Per contro, gli statuti delle società quotate possono riconoscere una maggiorazione del voto ai soci “di lungo periodo” titolari di azioni da non meno di ventiquattro mesi: vale a dire, attribuire a costoro un numero di voti maggiore rispetto alle azioni di cui sono titolari, fino ad un massimo di due voti per ciascuna azione continuativamente posseduta per il periodo richiesto. A tal fine la durata del possesso si computa dall’iscrizione in un apposito elenco tenuto dalla società, nel quale i soci che intendono fruire del beneficio sono tenuti a farsi registrare (art. 127-quinquies tuf, , introdotto dal d.l. 91/2014 e 23—bis reg. emittenti). La differenza con le azioni a voto plurimo è che la maggiorazione del voto è un privilegio conseguibile da tutti gli azionisti nel rispetto delle condizioni fissate dallo statuto, e non è un diritto riservato ai titolari di una speciale categoria di azioni.*” (CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit. p. 208).

<sup>550</sup> Cf. *Testo unico*, art. 127-sexies.

<sup>551</sup> *Codice Civile*, art. 2368 e art. 2369. Sobre tal distinção em relação às companhias listadas e com dispersão acionária, G. Campobasso afirma: “*Per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (e quindi anche per le società quotate) la disciplina delle assemblee straordinarie è stata invece più volte modificata a*

Já na Alemanha, a *AktG* proíbe a criação de ações de voto plural<sup>552</sup> desde 1937, e a imposição de limitação ao número de votos é uma alternativa apenas para as companhias fechadas,<sup>553</sup> desde 1998.<sup>554</sup>

A *AktG* prevê, entretanto, a possibilidade de emissão de ações preferenciais, com direitos econômicos diferenciados e sem direito de voto, limitadas, nesse caso, à metade do capital social.<sup>555</sup> Em relação às ações com direitos políticos diferenciados, o diploma

---

*partire dal 1974 e prevede, a partire dal 1998, una differenziazione fra quorum costitutivo e quorum deliberativo. In base all'attuale disciplina, se la società adotta il sistema a pluralità di convocazioni, il quorum costitutivo minimo è almeno la metà del capitale sociale in prima convocazione e più di un terzo in seconda convocazione. Per quanto riguarda i quorum deliberativi è invece stabilito – ed è questa la prima novità – che l'assemblea straordinaria delibera, sia in prima che in fronda convocazione, con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea (artt. 2368, 2° comma, 2369, 3° comma, e già art. 126 tuf). Seconda e non meno significativa novità: sono state soppresse a partire dalla riforma del 1998 le maggioranze rafforzate in precedenza richieste per delibere di particolare importanza. Gli effetti della nuova disciplina sull'attività deliberativa delle società sono diversi a seconda della più o meno ampia partecipazione all'assemblea degli azionisti investitori ed in particolare degli investitori istituzionali. Infatti l'attività deliberativa dell'assemblea è ulteriormente agevolata rispetto al passato di fronte ad un diffuso assenteismo degli azionisti di minoranza; e lo è in modo particolarmente vistoso per le società che fanno ricorso al mercato, con riferimento alle decisioni che in passato richiedevano maggioranze rafforzate. Viceversa, se gli azionisti di minoranza e soprattutto gli investitori istituzionali decidono di partecipare massicciamente ad una data assemblea straordinaria, potrebbero oggi rendersi necessarie maggioranze più elevate di quelle sufficienti in passato. Ne consegue che il gruppo di comando è costretto a ricercare il consenso, implicito (diserzione dell'assemblea) o esplicito, dei grandi investitori per evitare che le minoranze blocchino con una partecipazione consistente all'assemblea decisioni non gradite.” (CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 317-318).*

<sup>552</sup> Cf. *AktG*, § 12.

<sup>553</sup> Cf. *AktG*, § 134.

<sup>554</sup> Sobre o contexto que levou a tais restrições, W. Ringe afirma: “Germany, on the other hand, has seen a gradual reduction of various CEMs over the past century; until well into the 1920s, there had been no regulation on this matter, which led to the reported abuses and misuses. We know about many companies in which shareholders obtained more than 1,000 or even 10,000 votes per share. The major company law reform in 1937 banned the introduction of new multiple voting shares, albeit subject to an exceptional permission for public interest, to be granted by the German ministry of business. This exception was controversially discussed during the second major company law reform in 1965, but eventually left largely unchanged. Only in 1998 was legislation adopted to abolish this exception; existing multiple voting rights expired in 2003 and shareholders with such existing rights were granted compensation. The 1998 reform also abolished voting ceilings, albeit only for listed companies. However, other deviations from OSOV remained permissible. This applies for instance to nonvoting preference shares, which have even gained importance since the 1980s. The 1998 shift was further endorsed by the adoption of the 2002 German Code of Corporate Governance Section 2.1.2. provided: ‘In principle, each share carries one vote. There are no shares with multiple voting rights, preferential voting rights (golden shares) or maximum voting rights’. This voluntary instrument is backed up by a (mandatory) comply-or-explain provision in s 161 Aktiengesetz.” (RINGE, Wolf George. Op. cit., p. 227). Sobre as razões da restrição à limitação de voto nas companhias abertas alemãs, F. Kübler ressalta: “Por lo demás, se discute acerca de la justificación, desde el punto de vista de la política jurídica, de la limitación del derecho de voto. Por un lado, constituye una manifestación del principio de autonomía estatutaria, que puede encontrar justificación en las sociedades anónimas con un número relativamente reducido de accionistas. Sin embargo, en las grandes sociedades anónimas, puede emplearse como instrumento para proteger a la administración frente a las ofertas de adquisición hostiles. Por ello, la limitación sólo se admite en las sociedades que no cotizan en bolsa.” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 338).

<sup>555</sup> Cf. *AktG*, § 139-141. F. Kübler ressalta: “Los estatutos pueden prever varias clases de acciones; algunas de estas clases pueden otorgar derechos especiales. La limitación o supresión de estos derechos no sólo requiere un acuerdo de la junta adoptado por la mayoría necesaria para la modificación de los estatutos, sino también la aprobación de los accionistas afectados en una junta especial por una mayoría de al menos tres



autoriza a concessão do direito de eleger membros do conselho de supervisão a uma determinado grupo de acionistas, limitado, todavia, a um terço do referido colegiado.<sup>556</sup>

No que diz respeito ao estabelecimento de quóruns qualificados, a *AktG* trata, também, de estabelecer, um rol de matérias cuja aprovação está sujeita a uma maioria qualificada, permitindo, todavia, que o estatuto social estabeleça requisitos adicionais a esse respeito.<sup>557</sup>

### 3.5.3.3 O regime brasileiro

No Brasil, o grande instrumento utilizado, há longa data, para operar arranjos econômicos de alocação de direitos políticos e econômicos entre diversos acionistas é a ação preferencial sem direito a voto ou com esse direito restrito.

Todavia, antes de seu surgimento, a prática comumente adotada para operar arranjos dessa natureza, quando da concessão de autorização para funcionamento das primeiras sociedades por ações brasileiras, era a da limitação de direitos de voto, cuja funcionalidade, por sua vez, está associada ao incremento do poder de influência dos pequenos investidores.<sup>558</sup>

---

*cuartas partes, al igual que para la modificación estatutaria (§ 179 III). El ejemplo mas importante en la práctica es el de las acciones privilegiadas, que conceden el derecho a un dividendo preferente, que se satisface con antelación y con cargo al beneficio anual. En cambio, el § 12II 1 prohíbe la creación de acciones con derechos de voto múltiple. Ahora bien, cabe también la concesión de acciones privilegiadas sin voto (§ 12 I 2); esta clase de acciones es objeto de regulación específica en los §§ 139- 141. En virtud del § 141 III 1, para la supresión o limitación del privilegio, no solo se requiere un acuerdo especial de los accionistas beneficiarios – que ha de adoptarse por mayoría cualificada, sino además, una junta específica para la adopción de dicho acuerdo.” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 308).*

<sup>556</sup> Cf. *AktG*, § 101.

<sup>557</sup> Cf. *AktG*, § 133. A esse respeito, F. Kübler afirma: “*La junta general sólo puede decidir mediante acuerdos. Normalmente basta la mayoría simple de votos emitidos (§ 133 I); las modificaciones estructurales (modificación de estatutos y del capital social, fusiones, transformaciones, celebración de contratos de empresas) requieren mayoría cualificada. El derecho de voto, que en principio corresponde a todo accionista (§ 12, sobre las excepciones, cfr. el apartado II 4), no se computa por personas, sino por el importe nominal de las acciones (§ 134 I).*” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 337). Sobre a natureza de tais quóruns qualificados, M. Schulz e O. Wasmeier afirmam: “*Generally, passing a stockholders’ resolution requires a simple majority, i.e. 50% of all votes cast plus one vote (einfache Stimmrechtsmehrheit). However, for certain subject matters a higher threshold may be required, either by statutory provisions or by the articles of association. Apart from the simple majority, the majority threshold most frequently required under the German Stock Corporation Act is that of a so-called qualified majority of the capital participating in the passing of the stockholders’ resolution (qualifizierte Kapitalmehrheit). To pass a resolution for which such a majority is required, it is necessary that the majority voting in favor of the proposal comprises (1) 75% of all stocks participating in the voting (i.e. yes or no votes; abstentions and invalid votes will not be taken into consideration), as well as (2) 50% of all votes cast. A majority that meets condition (1) typically also fulfills (2); exceptions may arise where the company has issued stocks with multiple or limited voting rights.*” (SCHULZ, Martin; WASMEIER, Oliver. *The Law of Business Organizations – A Concise Overview of German Corporate Law*. Berlin: Springer, 2012, p. 50).

<sup>558</sup> Essa era, ademais, também a prática nos Estados Unidos da América e na Europa. Sobre o assunto, C. Dunlavy, em abrangente trabalho sobre as práticas de limitação ao direito de voto prevalecentes nos Estados

Como aponta M. Pargendler, no Brasil, durante o período do Império, o Conselho de Estado costumava impor determinadas limitações de voto aos grandes acionistas, como condição à autorização para constituição das sociedades por ações<sup>559</sup> de modo que a grande maioria das companhias brasileiras durante o século XIX estavam sujeitas a uma estrutura desproporcional em relação ao equilíbrio entre poder político e a exposição econômica, ainda que sob uma perspectiva em que o objetivo dessa medida era operar uma diluição (e não a concentração) do poder no âmbito da empresa.<sup>560</sup>

---

Unidos e Europa ao longo do século XIX, destaca que a predominância desses mecanismos estava associada a uma visão menos plutocrática da sociedade por ações: “*Voting rules that gave shareholders one vote for every share defined the plutocratic end of the spectrum. Plutocracy, government by the wealthy, best describes the social conception of the corporation embodied in this voting rule because it apportioned power among the shareholders according to their investment in the company. In the absence of other restrictions, moreover, it implied—and paved the way for—a social conception of the corporation itself, rather than merely its shares, as a commodity, because one-vote-per-share rules made it much easier to buy control of a corporation than did other types of rules. By the end of the nineteenth century, one-vote-per-share had become so familiar in the United States as to make it seem timeless and natural, but in the early nineteenth century, many Americans were still leery of the power that it put in the hands of large investors. Little more than a third (35%) of the corporations in the 1825-1835 sample had voting rights provisions defining a plutocratic polity.*” (DUNLAVY, Collen A. *A Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights. Washington and Lee Law Review*. Lexington, v. 63, n. 4, 2006, p. 1355-1356).

<sup>559</sup> A esse respeito, M. Pargendler afirma: “*Uma área na qual o Conselho de Estado moldava as normas de governança corporativa era a dos direitos de voto dos acionistas. Embora o Código Comercial do Brasil nada dissesse a esse respeito, os empreendedores não podiam criar, a seu critério, regras de votação. Ao contrário, o Conselho de Estado costumava atribuir um peso relativo maior aos pequenos acionistas em detrimento dos grandes, limitando o número de votos que cada acionista podia proferir, independentemente da sua participação acionária. O Conselho de Estado costumava impor limites de 30 ou 15 (ou menos) votos por acionista, mesmo quando o projeto de estatuto submetido à sua apreciação prescrevia um regime de votação proporcional. Ao autorizar a constituição do Banco Nacional, por exemplo, o governo emendou o projeto de estatuto para reduzir o limite existente, de 200 para 15 votos por acionista. Ao negar uma solicitação do Banco Comercial do Rio de Janeiro para elevar o número máximo de votos vigente, de 20 para 40 votos por acionista, o Conselho de Estado observou que “o máximo proposto é excessivo e conflita com o regime adotado na quase totalidade dos estatutos das associações de mesma natureza e de outras de menor escala”. Argumentou-se que tais limitações ao direito de voto são concebidas para se evitarem os “inconvenientes que podem provir da grande preponderância nas eleições, e decisões muitas vezes da maior importância, em favor de pequeno número de acionistas, em detrimento da maioria dos interessados, só porque estes individualmente considerados dispõem de menor quantidade de ações.*” (PARGENDLER, Mariana. Op. cit., p. 45).

<sup>560</sup> *Ibidem*. Em estudo realizado sobre as limitações de voto prevaletentes nos estatutos das companhias brasileiras durante o século XIX e a desconcentração de poder que ela gerava, A. Mussachio atribui essa circunstância à intenção voluntária das companhias em conferir maior influências e proteção aos acionistas minoritários, o que estaria ligado ao desenvolvimento inicial do mercado acionária brasileiro: “*Between 1890 and 1910, the founders of Brazilian corporations attracted outside investors and maintain concentration of ownership and control at relatively low levels by including in their corporate statutes provisions that limited the power of large shareholders. Archival evidence drawn from company statutes and shareholder lists reveals that, in many Brazilian corporations, voting-rights provisions, particularly, maximum-vote provisions and graduated voting scales (whereby fewer votes are assigned to shareholders as their shareholdings increase), balanced the relative voting power of small and large investors. In contrast, investor protections embedded in national laws were weak and thus not very helpful for the early development of Brazilian equity markets.*” (MUSACCHIO, Aldo. *Laws versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890–1950. Business History Review*. Cambridge: Harvard University Press, v. 82, n. 3, 2008, p. 448-449). Entretanto, M. Pargendler e H. Hansmann verificaram que essas disposições foram, em verdade, fruto de tais imposições do Império (e não mecanismos contratuais destinados a conferir maior proteção aos investidores) e em nada estavam associadas ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro

Não obstante a história acuse a utilização de ações preferenciais, no Brasil, desde o final do século XIX por algumas companhias, bem como sua admissibilidade por parte da doutrina ainda sob a égide do Decreto nº 434/1891 (primeira lei a disciplinar efetivamente as sociedades por ações no Brasil),<sup>561</sup> foi apenas por meio do Decreto nº 21.536/1932 que esses instrumentos passaram a integrar formalmente o ordenamento jurídico brasileiro.<sup>562</sup>

E desde sua origem, as razões para a conveniência de se permitir a criação de espécies diferentes de ações, distintas em seus direitos políticos e econômicos, era a já mencionada distinção entre os chamados acionistas-empresendedores, interessados na gestão da companhia, e acionistas-investidores, interessados apenas no retorno financeiro de sua aplicação.<sup>563</sup>

A norma não limitava a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou com direito a voto restrito a um percentual específico – o que veio a ocorrer apenas com a edição do Decreto Lei nº 2.627/40, que passou a limitá-la a metade do capital social<sup>564</sup> – mas, simultaneamente, passou a contemplar uma contraditória proibição, que persiste até os dias de hoje: a vedação à existência de ações com voto plural.<sup>565</sup>

---

que, em verdade, ocorre a partir do momento em que tais limitações de voto passam a ser suprimidas: “*All of this is to say that voting restrictions in early Brazilian corporations, as in other countries during this period, were not merely a product of private contract. In fact, governmental influence was probably more important than private contracting in this respect; since all corporate charters were publicly available, it is reasonable to assume that incorporators tended to submit draft charters containing standard terms acceptable to the government. This is so especially because – in Brazil, as elsewhere – large shareholders dissatisfied with voting restrictions found ways around them by transferring their shares to friends and relatives in anticipation of a shareholders’ meeting.(...).* [S]imilarly to other jurisdictions, the use of voting restrictions in Brazil declined sharply precisely at the same time as capital markets developed in the late nineteenth and early twentieth century, suggesting, if anything, an inverse correspondence between the use of voting caps and the ability of corporations to raise capital in financial markets.” (PARGENDLER, Mariana; HANSMANN, Henry. A new view of shareholder voting in the nineteenth century: evidence from Brazil, England and France. In: *Business History*. Boca Raton: Taylor & Francis, v. 55, n. 4, 2014, p. 591-593).

<sup>561</sup> Para uma ampla abordagem da evolução do instituto por aqui, ver LEME, Ernesto. Op. cit., p. 91-109.

<sup>562</sup> Cf. artigo 1º do Decreto nº 21.536/1932.

<sup>563</sup> Motivo esse que constou, inclusive, da exposição de motivos ao Decreto 21.526/32 elaborada pelo então Ministro Francisco Campos: “*Se é dado real que a maioria das ações prima pelo absentismo, às deliberações sociais, visando não à participação ativa na direção mas apenas ao rendimento do capital e às vantagens da especulação, por que não adotar o dado de realidade, revestindo-o de forma legal? É o que faz o projeto, estabelecendo duas classes de acionistas: acionistas que visam à participação ativa na direção da sociedade, com direito a voto, e acionistas que procuram ações sem serem levados pela ‘affectio societatis’, mas apenas com o intuito de especulação ou encontrar colocação segura ao seu capital. A grande vantagem, porém, de ordem econômica e financeira, do sistema do projeto, é de criar, de acordo com os dados da realidade econômica, um tipo de ações que corresponde exatamente ao que procura a maior parte dos acionistas de sociedades anônimas, um tipo, em suma, que solicita apenas e com maior sedução do que o ordinário, o intuito de lucro e o desejo da especulação, móvel que, hoje em dia, influencia de modo preponderante o espírito da grande massa de detores de capital mobiliários.*” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 191).

<sup>564</sup> Cf. artigo 9º, parágrafo único do Decreto Lei nº 2.627/40.

<sup>565</sup> A esse respeito, afirma M. Pargendler: “*O Decreto 21.536, de 1932, trouxe duas inovações na aparência contraditória: ao mesmo tempo que proibia expressamente a adoção de ações com direito de voto plural,*

No âmbito da discussão do anteprojeto que originou a Lei nº 6.404/76, que propunha a ampliação do limite para emissão de ações preferenciais sem direito a voto (ou com esse direito restrito) a dois terços do capital social, houve intenso debate acerca da conveniência de se manter o instituto (ainda mais com o limite majorado proposto).

A discussão polarizou, de um lado, aqueles que urgiam por mecanismos, nas suas palavras, de “democratização da propriedade das empresas nacionais”, e aqueles, como os autores do anteprojeto, José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, que justificavam a manutenção e ampliação do mecanismo.<sup>566</sup>

A proposta dos autores do anteprojeto, que prevaleceu, reconhecia justamente que, como condição para a formação de capital pelas empresas nacionais por meio do mercado primário de valores mobiliários, era necessário permitir aos empreendedores criar e expandir a empresa, mediante a sua associação com terceiros, sem que isso implicasse a perda do poder de controle ou maior comprometimento de capital próprio do empreendedor-controlador.<sup>567</sup>

E isso seria possível apenas por meio da preservação das ações preferenciais na disciplina societária, com o aumento do limite de sua emissão em relação ao capital social total da companhia,<sup>568</sup> a partir de uma *trade-off* bastante razoável: em troca do direito de voto, que o acionista-investidor dificilmente usaria, este recebe determinadas vantagens econômicas.<sup>569</sup>

---

*autorizava a emissão de ações preferenciais sem direito a voto. A Exposição de Motivos oficial do decreto ligava as ações com direito de voto plural a males que iam do encastelamento, dos conflitos de interesse e da administração oligárquica à indolência e à especulação. Mencionava, neste sentido, a então recente proibição das ações com direito de voto plural na França e as iniciativas legislativas em curso para se abolir tal prerrogativa na Alemanha e na Suíça, onde – dizia-se – a prática estava caindo em desgraça. O mesmo decreto, no entanto, chancelava a emissão de ações preferenciais sem direito a voto, às quais a justificativa oficial negava tais vícios, atribuindo-lhes as virtudes de assegurar a estabilidade administrativa e incentivar a concentração industrial.”* (PARGENDLER, Mariana. Op. cit., p. 101).

<sup>566</sup> Cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 182.

<sup>567</sup> Cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 173.

<sup>568</sup> Essa motivação pode ser verificada na Exposição de Motivo da Lei nº 6.404/76: “*Recomendam esse aumento de limite: a) a orientação geral do Projeto, de ampliar a liberdade do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa; b) o objetivo de facilitar o controle, por empresários brasileiros, de companhias com capital distribuído no mercado; c) a conveniência de evitar a distribuição, na fase inicial de abertura do capital de companhias pequenas e médias, de duas espécies de ações, em volume insuficiente para que atinjam grau razoável de liquidez.*” (Cf. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/leis/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 12 maio 205).

<sup>569</sup> Cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 191. A esse respeito, afirmaram os autores do anteprojeto que originou a Lei nº 6.404/76: “*é o caminho seguido pelo empresário que tem a ideia da empresa e a capacidade de organizá-la mas não dispõe de capitais suficientes: inventores, grandes realizadores, geralmente começaram convencendo financiadores a contribuírem com capitais, com*

Apesar de reconhecer que essa maleabilidade em relação à alocação de direitos políticos e econômicos no bojo da sociedade por ações era condição *sine qua non* para o desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários, a Lei nº 6.404/76 manteve certas limitações quanto ao espaço concedido à autonomia privada nessa modelagem, em clara inspiração na disciplina societária europeia continental, que, como visto, contempla esse tipo de restrição, ainda que em graus distintos em cada país. Nesse sentido, o diploma brasileiro contemplou uma vedação a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou com esse direito restrito para além de dois terços do capital social da companhia (limite este, como visto, aumentado em relação ao regime anterior) e, ao mesmo tempo, vedou a emissão de ações com voto plural pelas sociedades por ações brasileiras.

Significa dizer que a legislação reconhecia, ainda que implicitamente, que deveria haver um limite à possibilidade de desproporção entre poder político e exposição econômica dentro da companhia, vinculando a existência de um controlador (ou bloco de controle) incontestemente à titularidade de aproximadamente um sexto do capital social. Caso não fosse essa a intenção do legislador, não haveria motivos para impor tal limite ou vedar a emissão de ações com voto plural, comum em outras jurisdições, como de fato o fez.<sup>570</sup>

Esse limite foi posteriormente restringido, com o advento da Lei nº 10.303/01, que passou a admitir, para as companhias, abertas ou fechadas, constituídas ou que abrissem seu capital após a sua edição,<sup>571</sup> a emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou com direito a voto restrito apenas até o limite de metade do capital social.<sup>572</sup>

---

*os privilégios de reembolso e preferência de dividendos, ao mesmo tempo em que retém o comando através das ações ordinárias”.* (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 192).

<sup>570</sup> Cf. artigo 110, §2º da Lei nº 6.404/76.

<sup>571</sup> A esse respeito, o artigo 8º da Lei 10.303/01 estabeleceu que a nova proporção se aplicaria imediatamente às novas companhias e às companhias fechadas, a partir do momento em que decidissem abrir o capital, garantidas as companhias abertas existente até então o direito de manter a proporção antiga – de dois terços – indefinidamente, inclusive em relação às novas ações emitidas. Esse tratamento diferenciado foi objeto de severas críticas, por estabelecer tratamento não isonômico a sociedades sujeitas a um mesmo regime legal. Sobre esse tratamento, M. Carvalhosa e N. Eizirik afirmaram: “*Da convivência desses dois critérios para emissão de ações preferenciais após a vigência da Lei n. 10.303/2001, cria-se um regime de privilégio em favor das atuais companhias abertas e fechadas com ações preferenciais já emitidas. Nestas, os controladores poderão exercer o direito inerente a esta condição caso tenham ações que representem 16,67% do capital social total, ao passo que os controladores das futuras companhias abertas e fechadas que vierem a emitir ações preferenciais deverão possuir mais de 25% do capital social total. A alegação apresentada para a adoção do tratamento discriminatório acima apontado foi a existência de “direito adquirido” das companhias abertas constituídas anteriormente à vigência da nova lei. Como se vê, esse alegado ‘direito adquirido’ acabou estendendo-se também às companhias fechadas existentes com ações preferenciais emitidas anteriormente à vigência da lei nova. Trata-se de distinção juridicamente insustentável diante do princípio de isonomia inscrito no caput do art. 5º. da Constituição Federal brasileira de 1988.*” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Op. cit., p. 72-73).

<sup>572</sup> Cf. artigo 15, §2º da Lei nº 6.404/76.

Além disso, especificamente em relação às companhias abertas, foram alteradas também as vantagens econômicas mínimas de que deveriam dispor as ações preferenciais sem direito a voto ou com direito a voto restrito admitidas à negociação em mercado.

A motivação, à época, estava justamente relacionada ao entendimento de que uma maior correlação entre titularidade de poder político e exposição econômica era necessária para garantir um melhor alinhamento de interesses dentro da companhia, coibir abusos e reduzir os tais conflitos de agência – chegou-se, sob essa bandeira, inclusive ao exagero de sugerir-se a extinção das ações sem direito a voto do ordenamento jurídico.<sup>573</sup>

Ademais, questionava-se fortemente a efetividade das vantagens econômicas conferidas às ações sem direito de voto pleno, uma vez que grande parte delas trazia como preferência em relações às ações ordinárias (e em contrapartida da supressão ou limitação do direito de voto) apenas vantagens econômicas insignificantes, como a prioridade no

---

<sup>573</sup> Nesse sentido foi o parecer do Deputado Emerson Kapaz, relator do projeto que se converteu na Lei nº 10.303/01, que apesar de reconhecer o exagero da proposta à época apresentada de se extinguir as ações preferenciais, considerou desejável uma maior correlação entre poder e exposição econômica: “Assim, por exemplo, a questão das ações preferenciais sem direito a voto. É um instituto polêmico, na medida em que afasta o acionista – sócio e divisor do risco, tanto, em princípio, quanto o controlador – da gestão do negócio. Propõe o Deputado Luiz Carlos Hauly, no Projeto de Lei nº 3.519/97, sua simples extinção. Não acreditamos se deva chegar tão longe. Contudo, depois de análise detida da questão, inclusive em face da experiência internacional, chegamos à conclusão de que há um verdadeiro e injustificável exagero na permissão de emissão de tal classe de ações até 2/3 do capital. Acreditamos – e o direito comparado assim aponta – que o percentual de 50% seria mais do que suficiente para permitir a capitalização da empresa, sem, contudo, manter a distorção atual em que se pode exercer o controle de uma empresa com a propriedade de pouco mais que 15% do capital. De se ver, porém, que fixar tal diretiva desde logo – o que pensamos em fazer, pela via de inclusão no substitutivo, – significaria, em tempos de escassez de capital, obrigar as empresas e controladores, em cada expansão, a empregar mais capital próprio, sob pena de diluição do controle. Embora tais medidas – notadamente a diluição de controle – não sejam, de nenhuma forma, indesejáveis, na conjuntura presente poderiam dar face ao adiamento de investimentos, o que não pode ser admitido. Por esta razão, entendemos melhor aplicar a nova regra, desde já, apenas para as companhias que vierem a se constituir após a entrada em vigor da lei. Quanto às companhias já existentes, optamos por diferir a alteração acima disposta, de modo a que a estrutura acionária atual seja preservada, só devendo haver adequação à nova Lei em emissões voluntárias futuras, segundo regras de transitoriedade.” (Diário da Câmara dos Deputados, 20.04.2000, p. 17702). Sobre a percepção prevalente à época. J. Lucena afirma: “Ocorre, no entanto, que esses louváveis objetivos em prol ‘do empresário privado nacional na organização da estrutura de capitalização da sua empresa’, além de alvo de críticas, que os anteprojetistas responderam, não foram alcançados. (...) Demais, sempre se criticou, antes e após a vigência da Lei n. 6.404/76, a elevação para dois terços do limite das ações preferenciais sem direito a voto ou com restrições desse direito, tendo-o como exagerado e assim ocasionando a deturpação do conceito de controle da companhia. É que reduzidas as ações ordinárias, as únicas com direito a voto, a tão somente um terço das ações emitidas, segue-se que a administração e o controle da companhia são empolgados por uma minoria inexpressiva, mas majoritariamente votante (qualquer número acima de 16,66%), e que assim domina uma maioria expressiva (83,34%), porém formada por não-votantes (os preferencialistas) ou minoritariamente votantes (os ordinaristas). (...) Daí ter sido, com raras exceções, bem recebida a Lei n. 10.303/2001 no ponto em que, alterando o artigo 15, §2º, da Lei n. 6.404/1976, restabelece o anterior limita de emissão de ações preferenciais constante do Decreto-Lei n. 2.627/1940, isto é, cinquenta por cento do total das ações emitidas pela companhia.” (LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, 2009, p. 255-256).

reembolso de capital, o que, evidentemente, se materializaria muito remotamente.<sup>574</sup>

Como consequência, o regime atualmente em vigor, nos termos dos artigos 15 e 17 da Lei nº 6.404/76, contempla algumas restrições à funcionalidade das ações preferenciais enquanto mecanismos a serem utilizados para a construção de arranjos econômicos diferenciados quanto a alocação de direitos políticos e econômicos no seio da companhia, que, somados à persistente vedação às ações com voto plural<sup>575</sup> – que sequer é ressalvada em relação às companhias fechadas, que, em tese, deveriam estar sujeitas a um regime mais flexível – impõem certas limitações à autonomia privada nessa seara, que podem, repita-se, obstar arranjos desejáveis e essenciais em determinadas situações especiais (obstando, porque não, em alguns casos, a utilização do mercado de capitais por determinadas empresas).

Parece, portanto, que aquele movimento de reforma promovido pela Lei nº 10.303/01, associado ao fortalecimento do arcabouço institucional de proteção dos investidores do mercado de valores mobiliários brasileiro e à prevenção aos potenciais abusos causados pelos controladores, contribui para a redução da plasticidade organizativa das sociedades por ações brasileiras, inclusive das companhias fechadas (em sentido oposto, por exemplo, ao verificado na reforma italiana de 2003).

E tal movimento transcorreu sem maiores considerações sobre os efeitos que estas medidas poderiam ter na atratividade do mercado de valores mobiliários especialmente em relação às empresas que, em função de seu estágio de desenvolvimento ou ramo de atividade, exigem maior estabilidade do poder de controle ou dependem em maior medida da figura do controlador-empendedor, que, conforme observado por J. L. Bulhões Lamy e A. Lamy Filho, possivelmente não buscarão os mecanismos de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários caso isso apenas seja possível mediante a perda ou redução

---

<sup>574</sup> A esse respeito, observou N. Eizirik, antes da edição da Lei nº 10.303/01: “*A experiência de aumentar o percentual de ações desprovidas do direito de voto não foi, a nosso ver, bem sucedida. Com efeito, a política de dividendos da quase generalidade das companhias nacionais não constitui atrativo para os investidores. (...) A Lei das S.A. permite que se retire o direito de voto das ações preferenciais, assegurando-lhes, em contrapartida, determinadas vantagens. Na prática, todavia, tais vantagens têm sido insignificantes, não compensando a perda do direito essencial de votar nas deliberações sociais. Frequentemente, abusos são praticados, tais como: prioridade no reembolso de capital em companhias sem prazo determinado de duração, daí resultando que tal ‘vantagem’ jamais é materializada; pagamento de dividendos não cumulativos apenas quando os titulares de tais ações estão na iminência de adquirir o direito de voto, na forma do art. 111, §1º da Lei nº 6.404/76. Também tem sido prática considerar como dividendo fixo ou mínimo, a que fazem jus as ações preferenciais, determinado percentual do lucro do exercício. Da mesma forma, vem sendo considerada ‘vantagem’ a mera prioridade temporal de recebimento de dividendos com relação às ações ordinárias.*” (EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais*. 2ª ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 38-40).

<sup>575</sup> Cf. artigo 110, §2º da Lei nº 10.303/01.

de seu poder de comandar as atividades da sociedade.<sup>576</sup>

E o mesmo se aplica, como dito, à manutenção da vedação ao voto plural (que, como visto, mesmo na Europa continental, vigora de maneira absoluta apenas na Alemanha).

Como dito, a despeito da possibilidade de emissão de ações sem direito a voto ser reconhecida na legislação societária brasileira desde a década de 1930, o voto plural, por aqui, jamais foi previsto expressamente na legislação, sendo, em contrário, vedado desde a edição do Decreto nº 21.536/1932.<sup>577</sup>

Os motivos geralmente apresentados para fundamentar essa vedação são superficiais, pois costumam fazer referência apenas a elementos éticos, conectados à necessidade de se manter isonomia entre os acionistas e evitar a acumulação desproporcional de poder.<sup>578</sup>

Entretanto, essas alegações não comovem, pois caso fosse esse o entendimento do legislador, não teria recepcionado a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, bem como outros mecanismos, que, conforme será explorado adiante, também operam tal desproporção de poder. Justificar a vedação ao voto plural em função dos conflitos de agência, potencial de cometimento de abusos ou de desalinhamentos de interesse que podem advir da desproporção entre direitos políticos e participação econômica, não parece ser plausível dentro da própria sistemática da Lei nº 6.404/76.<sup>579</sup>

---

<sup>576</sup> Preocupação que estava absolutamente presente quando da elaboração do texto original da Lei nº 6.404/76, como pode ser depreendido a partir das palavras dos autores do seu anteprojeto: “o Anteprojeto busca facilitar o crescimento de nossa pequena e média empresas, facultar-lhes os instrumentos de capitalização imprescindíveis à expansão que o País reclama (e de que gozam, nos seus países de origem, as multinacionais), confiando que atinjam a condição de grandes empresas sem supressão das etapas requeridas pelo processo natural de evolução”. (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 194).

<sup>577</sup> Sobre a polêmica que envolve as ações com voto plural, J. C. Sampaio Lacerda afirma: “Muito se discutiu sobre a legitimidade das ações com voto plural, objetando-se que com elas havia a possibilidade de abusos e de desnaturar-se o direito de voto como elemento essencial da cooperação dos sócios na formação da vontade do órgão máximo da sociedade, isto é, da assembleia geral. Contra isso replicam que era necessário não deixar a gestão social a mercê de acionistas que só se preocupam em receber os dividendos e que, por isso, facilmente podem ceder às exigências de especuladores que, com pouco trabalho e pouco sacrifício conseguem colher número suficiente de ações para constituir o conselho de administração, de modo a tolher a segurança de certa continuidade na administração social.” (SAMPAIO DE LACERDA, José Cândido. *Manual das Sociedades por Ações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1974, p. 101-102).

<sup>578</sup> Nesse sentido, afirma J. Lucena “os argumentos contrários ao voto plural são de maior catadura, bastando atentar-se para a condenação a que se instalem na sociedade, em detrimento dos minoritários, a plutocracia dos dirigentes e o feudalismo financeiro. O próprio conceito de voto plural – a concessão de maior número de votos a determinadas ações em relação a outras, dentro ou fora da mesma classe ou categoria – já indica a instauração de uma condenável desigualdade entre os titulares de umas e outras ações.” (LUCENA, José Waldecy. Op. cit., p. 1028).

<sup>579</sup> Alias, conforme já mencionado, os próprios autores do anteprojeto que originou a Lei nº 6.404/76 reconheceram a aproximação funcional entre as ações sem direito a voto e as ações com voto plural, enquanto ferramentas de estabilização do poder de controle dentro da companhia: “O bloco de controle pode ser formado com menor porcentagem do capital social quando as ações de uma espécie ou classe conferem mais votos do que as demais, o que é obtido por meio do voto plural (com dois ou mais votos por ações) ou de ações sem direito a voto (que possibilitam o aumento do número total das ações sem modificar a quantidade de ações



Outra linha possível de raciocínio, como antecipado, seria reconhecer que a despeito da Lei nº 6.404/76 refletir a importância de se viabilizar a capitalização da companhia por meio do mercado valores mobiliários utilizando-se de instrumentos que garantam a estabilidade do poder de controle – caso esse seja o interesse mútuo de empreendedores e investidores –, a legislação impõe um limite a essa desproporção entre a titularidade do poder político e a exposição econômica, de modo que o controle incontestável apenas estará assegurado quando o controlador detiver mais de um quarto do capital social. Significa dizer: deve haver alguma proporcionalidade,<sup>580</sup> um nível mínimo de comprometimento de capital próprio do controlador como condição à manutenção do poder incontestável de comandar a companhia.

Entretanto, fosse esta a intenção do legislador, talvez não tivesse a Lei nº 6.404/76 autorizado a concessão de vantagens políticas às classes de ações ordinárias (em companhias fechadas) e preferenciais (em companhias abertas e fechadas) que permitem a manutenção do comando da sociedade a partir da titularidade, por exemplo, de uma única ação (assemelhadas às chamadas *golden shares*), como abordaremos mais adiante.

Ademais, a limitação em relação à emissão de ações sem direito a voto insculpida no artigo 15 da Lei nº 6.404/76 é quantitativa – uma vez que o dispositivo apresenta tal limite em função da quantidade de ações emitidas –, o que, dentro da sistemática do diploma, inviabiliza que essa limitação opere como um elemento que acaba por exigir um grau fixo de comprometimento de capital próprio daquele que detém o controle incontestável da companhia.

Embora a Lei nº 6.404/76 tenha no instituto do capital social elemento central de organização da companhia, o diploma inovou, à época, em comparação ao regime anterior, ao permitir a criação de ações sem valor nominal,<sup>581</sup> cujo preço de emissão é fixado na ocasião da constituição da companhia e a cada posterior aumento de capital,<sup>582</sup> podendo inclusive ser diverso a cada momento, observados os parâmetros próprios previstos na lei, que visam coibir que tal mecanismo seja utilizado para promover uma injustificada diluição

---

*que assegura o controle).*” (LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 85).

<sup>580</sup> Esse parece ser o entendimento de N. Eizirik, que afirma: “*A Lei das S.A., no §2º, proíbe expressamente o voto plural a qualquer classe de ações, consagrando, assim, o princípio da proporcionalidade dos votos à participação no capital social. Trata-se de princípio geral do direito societário; como tal, apresenta não apenas função supletiva, mas atua como fundamento da própria ordem jurídico-societária, orientando, inclusive, o trabalho interpretativo.*” (EIZIRIK, Nelson (2015). V. 2. Op. cit., p. 175).

<sup>581</sup> Cf. artigo 11 da Lei nº 6.404/76.

<sup>582</sup> Cf. artigo 14 da Lei nº 6.404/76.

da base acionária da companhia.<sup>583</sup>

Ao proceder dessa forma, o regime da Lei nº 6.404/76 não garante necessariamente uma correlação entre o montante de capital aportado e a quantidade de ações emitidas em contrapartida, o que é maximizado, inclusive, pelo fato de ações de espécie ou classe distintas poderem, também, ter preços de emissão distintos.

Significa dizer que a Lei nº 6.404/76, ao impor que a titularidade do controle incontestável depende necessariamente da detenção de pelo menos um quarto do total das ações de emissão da companhia não implica que o controlador deverá ter aportado à companhia, em contrapartida, um quarto dos recursos que nela ingressaram por meio de contribuição de seus sócios, haja a vista a possibilidade de fixação de preços de emissão diferentes.<sup>584</sup>

---

<sup>583</sup> Cf. artigo 170, §1º da Lei nº 6.404/76.

<sup>584</sup> A esse respeito, afirma N. Eizirik: “*Alguns doutrinadores sustentaram que a redução do limite de emissão de ações preferenciais teve por fundamento a busca por maior equilíbrio entre os titulares de ações ordinárias e os de ações preferenciais, numa tentativa de impedir que o controle da companhia fosse exercido por acionistas que tivessem aportado menos recursos em favor da sociedade. Não obstante a opinião de parte da doutrina, a Lei das S.A., com a reforma de 2001, estabeleceu como limite de emissão de ações preferenciais o equivalente a 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas, sem impor qualquer outro tipo de restrição. (...) Dessa forma, a alteração do limite previsto no §2º do artigo 15 pela reforma de 2001, não foi motivada pela intenção de assegurar a proporcionalidade entre os poderes político e econômico nas companhias, mas apenas um reflexo dos debates técnicos e políticos travados à época. Mesmo porque, ao permitir (i) a emissão de ações sem valor nominal; e (ii) a atribuição de uma vantagem econômica efetiva às ações preferenciais, tal como dividendos, no mínimo, 10% (dez por cento) superiores àqueles concedidos às ações ordinárias, a lei admitiu a possibilidade de haver divergência no preço de emissão das mesmas e, portanto, a quebra da alegada proporcionalidade entre tais poderes.*” (EIZIRIK, Nelson (2015). V. 1. Op. cit., p. 170-171). Em posição semelhante, afirma M. Carvalhosa: “*O princípio da proporcionalidade entre o risco patrimonial assumido pelo acionista e o poder de que desfruta na companhia, notadamente o de voto, perdeu gradativamente sua vigência no direito societário. Se fosse rigorosamente observado esse princípio, o direito de voto outorgado às ações representativas do capital social deveria sempre ser proporcional à quantidade de contribuição (subscrição) para a formação desse mesmo capital. A derrogação gradativa desse princípio dá-se, em primeiro lugar, pela faculdade de emissão de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto limitado. (...) Porém, vai mais longe a nossa legislação, ao instituir as ações sem valor nominal (art. 14) que não exprimem a parcela que constitui a contribuição do acionista na formação ou no aumento do capital. Em consequência, a participação do acionista, no capital da companhia, medir-se-á em razão do número de ações de que é titular proporcional ao número de ações emitidas.*” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, v. 2, 2008, p. 391-392). Da mesma forma, o Colegiado da CVM em sua função aplicadora da Lei nº 6.404/76, no tocante ao controle de legalidade do estatuto social das companhias que pleiteiam registro de companhia aberta, a CVM já entendeu que não há uma proporção fixa estabelecida na legislação societária entre a contribuição econômica e titularidade de direitos políticos na companhia aberta, mesmo diante da limitação à emissão de ações preferenciais nela contida, haja vista que a mesma se refere à quantidade ações, e não ao valor de capital efetivamente aportado pelo acionista à companhia, que no caso de ações sem valor nominal (a prática corrente na larga maioria das companhias abertas brasileiras), variará em função do preço de emissão das mesmas. Nesse sentido foi a manifestação do Colegiado da CVM no Processo CVM nº RJ2013/5993: “*A partir do momento em que a lei admite ações sem valor nominal, não mais se pode assegurar uma proporcionalidade entre o capital aportado e o número de ações, isto é, entre o interesse econômico e o político. Em consequência, a alteração da redação do art. 15, § 2º da lei nº 6.404/1976 era necessária para deixar claro que o limite percentual de ações preferenciais não mais se referia ao capital social, mas sim ao*

Outro importante instrumento de alocação de poder político na esfera da companhia diz respeito à possibilidade de fixação estatutária de limitação do número de votos de cada acionista, expressamente prevista na Lei nº 6.404/76.<sup>585</sup>

Embora os efeitos desse tipo de limitação em relação ao estabelecimento de desproporção entre direitos políticos e exposição econômica seja semelhante àquele provocado pela emissão de ações sem direito de voto, os propósitos associados ao uso dessa medida são opostos àquelas: garantir a desconcentração do poder de político na esfera da sociedade, evitando que qualquer acionista, não obstante detenha numericamente parcela expressiva do capital votante, consiga exercer influência determinante em relação aos negócios da sociedades,<sup>586</sup> o que, evidentemente, também pode compor os arranjos econômicos específicos costurados entre empreendedor e investidor em determinadas situações, inclusive como condição para o investimento na companhia.

Nesse contexto, é difícil verificar qual a serventia e a funcionalidade real da vedação ao voto plural constante da Lei nº 6.404/76, se não, ao lado do limite imposto à emissão de ações preferenciais, impedir uma maior flexibilidade na formatação e na organização interna das companhias – especificamente no que diz respeito aos arranjos afetos à distribuição entre direitos políticos e econômicos – negando-lhe um instrumento que pode se demonstrar de grande utilidade, principalmente na viabilização do acesso ao mercado de valores mobiliários de companhias em estágio inicial de desenvolvimento ou com atividades ligadas eminentemente à inovação tecnológica, que muitas vezes dependem, para sobreviver e expandir suas atividades, da estabilidade do controle incontestável nas mãos do

---

*total de ações da companhia.*” (Processo CVM nº RJ2013/5993, Rel. Diretora Ana Novaes, de 28.01.2014 – Recurso Contra Decisão da SEP – Registro Inicial de Emissor de Valores Mobiliários – Azul S.A.).

<sup>585</sup> Cf. artigo 110, §1º da Lei n. 6.404/76.

<sup>586</sup> A esse respeito. F. Comparato afirma: “*Um antídoto a essa concentração do poder de controle, por via da supressão do direito de voto, consiste na limitação do número de votos que cada acionista pode exercer, mas apenas quando essa limitação atinge todos os acionistas, sem distinção (Lei nº 6.404/76, art. 110, § 1º), e sobretudo do quando imposta em lei. (... Mas, em contrapartida, a limitação de votos estatuída apenas para uma classe de ações, como permite o direito brasileiro (Lei nº 6.404/76, art. 111), exerce as mesmas funções de concentração do poder acionário que a supressão pura e simples do direito de voto.*” COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit., p. 188-189). Conforme destaca M. Carvalhosa, a limitação se aplicará, sempre, ao número máximo de votos a serem proferidos, não podendo ser utilizada para limitar o exercício do direito de voto com relação a um grupo específico de acionistas, ou à titularidade de uma quantidade mínima de ações: “*O fundamento da limitação do número de votos de cada acionista é a proteção da minoria e a minimização do poder de controle da companhia pelos detentores de grandes lotes de ações. Daí, somente se admitir a restrição estatutária se ela alcançar todos os acionistas, sem exceção. E, ao fazê-lo, o estatuto deve obedecer à regra do voto mínimo que cabe a cada ação, independentemente de situar-se abaixo do lote estabelecido. Deve, pois, o estatuto limitar apenas o número máximo de votos; não pode exigir a titularidade de um número mínimo de ações para o exercício do voto.*” (CARVALHOSA, Modesto (2008, v. 2). Op. cit., p. 401-402).

empreendedor que a idealizou.

A ausência de tal possibilidade por aqui, todavia, pode ser parcialmente suprida por meio de outros mecanismos aptos a permitir que a capitalização da companhia por meio do mercado de valores mobiliários possa ocorrer sem prejuízo da estabilidade do poder diretivo do controlador, quando assim interessar aos agentes envolvidos nos arranjos econômicos que configuram a relação de investimento.

Para além da possibilidade de emissão de ações sem direito a voto ou com esse direito restrito, é possível, por aqui – assim como ocorre em todas as jurisdições estrangeiras acima descritas – também atribuir direitos especiais a determinados acionistas titulares de classe especial de ações, relativos à aprovação de determinadas matérias em sede assemblear ou à eleição de administradores.<sup>587</sup> Esse mecanismo se faz presente na disciplina da Lei nº 6.404/76, a partir, entretanto, de graus de flexibilidade distintos para as companhias fechadas e abertas.

Todavia, cumpre notar que, ao contrário do que ocorre nos regimes estrangeiros acima descritos, por aqui, não há plena autonomia privada na estipulação dos direitos políticos e econômicos que podem ser atribuídos aos titulares de classes diferenciadas de ações, devendo tal estipulação, necessariamente, ser feita dentro de certos limites fixados pela lei.

A Lei nº 6.404/76 admite a criação de classes diferentes de ações ordinárias apenas em companhias fechadas. E mesmo assim, não deixa amplo espaço para fixação estatutária de seus direitos, estabelecendo que tais classes poderão ser criadas apenas em função da sua conversibilidade em ações preferenciais, da nacionalidade do seus titulares ou do direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos da companhia.<sup>588</sup>

A justificativa utilizada para conferir essa alternativa apenas às companhias fechadas foi justamente dotar essas empresas de maior flexibilidade em seu arranjo interno, especialmente no que diz respeito à alocação de poder em desproporção à participação no

---

<sup>587</sup> A esse respeito, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “*Sem falar na piramidação, nos sindicatos de votos, voting trusts, acordos de acionistas e outros recursos indiretos, há várias soluções adotadas para permitir a presença do acionista controlador: a) a criação das ‘ações de comando’, que asseguram aos seus titulares o direito de eleger os administradores; b) a atribuição, a certa classe de ações, do voto plural (dois, três e, em certos casos, até centenas de votos), ou, a outras classes, de frações de votos – o que dá no mesmo; v) a divisão do capital em ações ordinárias (com voto) e ações preferenciais, sem voto.*” (LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 186).

<sup>588</sup> Cf. artigo 16 da Lei nº 6.404/73.

capital social da companhia –, o que se efetiva, nesse caso, a partir de direitos diferenciados em relação à eleição de administradores.<sup>589</sup> Mesmo assim, tratou a lei, como dito, de limitar os direitos que podem ser conferidos a tais ações.

Essa natureza taxativa das prerrogativas que podem ser atribuídas as diversas classes de ações ordinárias<sup>590</sup> e, principalmente, a impossibilidade de tal criação no caso das companhias abertas, acabam, novamente, por retirar outro mecanismo interessante de maleabilidade organizativa que poderia ser bastante útil à conformação de arranjos econômicos específicos no âmbito das companhias que pleiteiam captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários, sobretudo àquelas em estágios iniciais de desenvolvimento, que, como dito, tendem a depender mais fortemente da figura do controlador-empendedor.

Nota-se que essa taxatividade em relação aos direitos a serem concedidos às classe de ação ordinária não se justifica por nenhuma razão de ordem pública – os acionistas (sobretudo de companhias fechadas, como prescreve a lei), parecem estar em ampla condição de negociar adequadamente quais prerrogativas especiais devem ser atribuídas a tais classes, de modo que, nesse caso, não parece assistir motivo para a autonomia privada não prevalecer.

Além disso, o principal argumento apresentado para a vedação à existência de classes distintas de ações ordinárias em companhias abertas também não sensibiliza.

A esse respeito, os autores do anteprojeto que culminou com a edição da Lei nº 6.404/76 alegaram que a eventual diferença de direitos conferidos à classes distintas de ações ordinárias implicaria circulação de valores mobiliários distintos e com preços de mercado diversos, em prejuízo da eficiência do mercado e da liquidez das ações.<sup>591</sup>

Tal argumento não convence pois seria igualmente aplicável às diferentes classes de ações preferenciais, que são admitidas para as companhias abertas na própria lei, inclusive em função de direitos políticos diferenciados.

Ademais, novamente aqui, parece que empreendedor e investidor estão em melhor condição de aferir os eventuais efeitos negativos à liquidez advindos de ações de classes distintas negociadas simultaneamente em mercado, *vis-à-vis* as vantagens por elas

---

<sup>589</sup> Cf. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/leis/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2015.

<sup>590</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. Ação como Participação Societária. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.) (2009) Op. cit., p. 237.

<sup>591</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (2009). Op. cit., p. 237.

concedidas, fazendo refletir essa circunstância no respectivo preço de subscrição ou de aquisição, não fazendo sentido tal escolha ter sido feita, para todos, pela própria lei.

Conforme mencionado acima, em relação às ações preferenciais, todavia, é admitida a criação de classes distintas tanto em companhias abertas como fechadas.

A esse respeito, a Lei nº 6.404/76 estabelece que o estatuto social de companhia aberta ou fechada pode, para além das preferências ou vantagens inerentes a tais ações, (i) assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração; e (ii) subordinar determinadas alterações estatutárias, devidamente especificadas, à aprovação dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.<sup>592</sup>

Esse dispositivo permite, assim, a criação de efetivas ações de comando,<sup>593</sup> inclusive nas companhias abertas, que podem perfeitamente constituir instrumento de perenidade do poder de controle, comportando, assim, uma interessante ferramenta para a estruturação de arranjos econômicos que busquem assegurar tal estabilidade.<sup>594</sup>

E considerando que a atribuição de tais direitos políticos pode, inclusive, ser feita

---

<sup>592</sup> Cf. artigo 17 da Lei nº 6.404/76.

<sup>593</sup> Cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 186

<sup>594</sup> A esse respeito, M. Carvalhosa afirma: “A prerrogativa estatutária outorgada às ações preferenciais de participação nos órgãos de direção e de veto sobre alterações estatutárias representa uma forma de controle permanente (art. 116) sobre a companhia e que transcende os poderes e a própria competência da assembleia-geral e, portanto, da maioria acionária votante (art. 112). Isto porque tais direitos permanentes estatutariamente conferidos não podem ser alterados ou extintos por vontade da assembleia-geral, dependendo sempre da prévia aprovação ou da ratificação por titulares de mais da metade da classe de ações preferenciais interessadas (art. 136)”. Da mesma forma, ao avaliar o conteúdo do artigo 18 da Lei n. 6.404/76, C. Salomão qualifica: “Através dele é efetivamente possível estabelecer uma quinta forma de controle, não redutível a qualquer das quatro identificadas por Berle e Means. Trata-se do controle gerencial de direito, que não se confunde com o controle gerencial identificado pelos famosos autores, que decorre da mera diluição acionária. A forma de estabelecimento desse tipo de controle é bastante simples. Basta prever em estatuto, além da composição da diretoria e do Conselho de Administração, virtualmente todas as matérias relevantes para os negócios sociais, atribuindo, além disso, via estatuto social, substanciais poderes de direção dos negócios sociais aos órgãos da administração. Assim, com o poder de veto das alterações estatutárias e com o poder de eleger a maioria dos membros do Conselho pode-se controlar a sociedade.” (SALOMÃO FILHO. “Golden Share”: Utilidade e Limites. In: *O novo Direito Societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 146.) Ao avaliar a amplitude e natureza dos direitos que podem ser conferidos às ações ordinárias e preferenciais de classe especial, J. Pela afirma que as mesmas se prestam a viabilizar o exercício do controle, desempenhando função igual às *golden shares* previstas nos artigo 17, §7º da Lei n. 6.404/76, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, em companhias objeto de desestatização, afirmando: “as ‘golden shares’ podem ser representadas no Brasil por classe de ação ordinária, nas companhias fechadas, ou por classe de ação preferencial, tanto nas companhias abertas como fechadas. Sob essa perspectiva, conclui-se que, mesmo antes da reforma da Lei n. 6.404/76 pela Lei n. 10.303/01, a emissão de golden shares por companhias brasileiras não violava a tipicidade das espécies e classes de ações, desde que observada, obviamente, a disciplina imposta pelos artigos 16 e 18”. (PELA, Juliana Krueger. *As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p.155-156). No mesmo sentido, SALOMÃO FILHO, Calixto. “Golden Share”: Utilidade e Limites. In: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 145.

independentemente da supressão ou limitação do direito de voto das ações preferenciais, a alternativa supre, em relação às companhias abertas, sob uma perspectiva funcional, os principais efeitos decorrentes da limitação existente quanto à criação de classes especiais de ações ordinárias.

Em relação à fixação das vantagens econômicas de que dispõem as ações preferenciais, também subsistem algumas limitações aos arranjos privados, uma vez que a Lei nº 6.404/76 impõe alguns parâmetros mínimos a serem observados, especialmente em se tratando de companhias abertas com ações admitidas à negociação em mercado.

Em linhas gerais, o diploma estabelece que as preferências ou vantagens atribuídas às ações preferenciais podem consistir em prioridade na distribuição de dividendos, fixos ou mínimo, na prioridade no reembolso do capital em caso de liquidação, com ou sem prêmio, ou na cumulação de ambas.<sup>595</sup>

Com o advento da já mencionada reforma promovida pela Lei nº 10.303/01, instituiu-se que as ações preferenciais sem direito a voto ou com restrição a esse direito apenas poderão ser admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários quando atribuída pelo menos uma das seguintes vantagens econômicas: (i) direito de participar na distribuição de dividendo mínimo obrigatório equivalente a, no mínimo, vinte e cinco por cento do lucro líquido do exercício social, tendo prioridade na distribuição de tal dividendo em valor correspondente a, no mínimo, três por cento do valor do patrimônio líquido da ação, e concorrendo ao restante em igualdade de condições em relação às ações ordinárias; ou (ii) direito ao recebimento de dividendo por ação pelo menos dez por cento maior do que o atribuído para cada ação ordinária; ou (iii) direito de ser incluída em eventual oferta pública de aquisição de ações decorrente da alienação de controle da companhia, garantido igual direito de participação nos lucros em relação às ações ordinárias.<sup>596</sup>

Tal medida motivou-se pela percepção de que, sob o regime anterior, as ações preferenciais sem direito a voto ou com direito a voto restrito negociadas em mercado acabavam não conferindo nenhuma vantagem econômica efetiva, especialmente quando se limitavam a conceder prioridade no reembolso de capital, o que se materializaria apenas na remotíssima situação de liquidação da companhia.<sup>597</sup>

---

<sup>595</sup> Cf. artigo 17 da Lei nº 6.404/76.

<sup>596</sup> Cf. artigo 17, §1º da Lei nº 6.404/76.

<sup>597</sup> A esse respeito, A. Kandir, relator do projeto que se converteu na Lei nº 10.303/01, afirmou: “*Relevante inovação contida no bojo do Substitutivo consiste na modificação do art. 17 da Lei das S.A., com o propósito de reforçar os direitos das ações preferenciais, assegurando-lhes um parâmetro mínimo para a vantagem econômica que deve ser atribuída em troca da supressão do direito político e do importante aporte de recursos*”

Conforme mencionado, outro mecanismo apto a promover diferentes arranjos quanto à alocação de direitos políticos no bojo das sociedades empresárias diz respeito à fixação de quóruns qualificados de deliberação para determinadas matérias.

A eleição de um grupo de matérias que, diante de sua importância e impacto em relação aos destinos das atividades da companhia, exigem, para sua aprovação, uma maioria qualificada<sup>598</sup> é também uma maneira de atribuição de direitos decisórios a grupos

---

*para a companhia. A proposição veiculada no texto do Substitutivo, nos termos em que este foi aprovado pela CEIC, contém a previsão de vantagens ou privilégios a serem pagos às ações preferenciais, como condição para que tais ações sejam negociadas nas bolsas de valores, recinto em que as ações de emissão de uma companhia aberta têm possibilidade de adquirir maior grau de dispersão, atingindo maior parcela do público investidor. o escopo da norma em tela tem por objetivo condicionar a oferta mais ampla de ações preferenciais, mediante negociação em bolsa de valores, à adoção de um dos parâmetros ora estabelecidos, concebidos com base na experiência dos participantes do mercado, e considerados como efetivas retribuições ao acionista preferencialista. (...). De um lado, a garantia de uma rentabilidade mínima ao preferencialista é justa retribuição à sua renúncia de participação política na gestão da companhia, induzindo o controlador a partilhar as riquezas geradas em decorrência de uma eficiente administração dos recursos confiados à companhia. De outro lado, a opção pelo compartilhamento do preço pago pelo controle da companhia significa, para o preferencialista, a garantia de que sua retribuição ocorrerá, de forma postergada, no momento em que o controlador decida-se pela alienação do controle da companhia.” (Comissão de Finanças e Tributação. Projeto de Lei nº 3.115, de 1997. Relatório do Deputado Antonio Kandir, 26.05.2000, p. 12-13). Mesmo assim, tais medidas foram reputadas pouco efetivas por parcela significativa da literatura. Comentando tal alteração, M. Carvalhosa e N. Eizirik afirmam: “Assim, quanto maior o valor do patrimônio líquido e menor o lucro, maior a diferença entre o dividendo que os preferencialistas receberão em comparação com os ordinaristas. Dessa forma, a vantagem econômica efetiva dos preferencialistas, caso a companhia adote a opção do inciso I do §1º do art. 17, existirá somente quando a companhia possuir um patrimônio líquido alto. Nas companhias em que o patrimônio líquido não é significativo, como por exemplo nas companhias da chamada ‘nova econômica’, a preferência será nula ou irrisória, ou seja, o dividendo dos preferencialistas será tendencialmente idêntico ao recebido pelos ordinaristas.(...) A terceira alternativa que as companhias abertas poderão adotar quanto às vantagens e preferências conferidas a suas ações preferenciais sem voto, como condição para que seja, negociada no MVM encontra-se regulada pelo inciso III do §1º do novo art. 17. (...) Ocorre que essa alternativa legal não garante às ações preferenciais em questão nenhuma vantagem ou preferência no que se refere aos dividendos, já que estes serão minimamente iguais aos pagos às ordinárias. É inefetiva essa ‘vantagem’ consistente no direito dos preferencialistas de participar da oferta pública de alienação do controle da companhia. Isso porque esse direito apenas poderá ser exercido na ocorrência do evento futuro e incerto da oferta pública de alienação de controle, o qual poderá jamais vir a concretizar-se durante todo o tempo em que esses preferencialistas permanecerem na companhia.” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Op. cit., p. 95-96). Também em crítica, L. Cantidiano afirma: “Lamento que, em função da negociação feita para afastar as objeções que haviam sido apresentadas ao projeto, tenha prevalecido a decisão de manter, como uma das alternativas da vantagem patrimonial atribuída à ação preferencial, de que é suprimido o direito de voto, um dividendo superior em 10% ao valor que vier a ser atribuído à ação ordinária. O titular da ação ordinárias – que normalmente está vinculado ao poder de controle – dispõe de mecanismos alternativos para renumerar o capital investido, podendo prescindir, portanto, do recebimento de dividendos. Assim, aquela vantagem pode ser minimizada através da distribuição, às ações ordinárias, de um pequeno dividendo e, até mesmo, pela não distribuição de dividendo às citadas ações.” (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Op. cit., p. 79).*

<sup>598</sup> A esse respeito, M. Carvalhosa afirma: “A relevância dada pela lei de 1976 a determinadas matérias, exigindo que para deliberação eficaz sobre as mesmas deva haver concordância de metade, pelo menos, das ações com direito a voto, fundamenta-se na teoria das bases essenciais (organizacionais) da companhia. A teoria das bases essenciais, de origem contratualista explica que o acionista, ao ingressar na sociedade, está motivado pela existência de determinados fundamentos jurídico-organizacionais, que constituem o pressuposto do seu consentimento para integrar a coletividade dos seus sócios. São, portanto, essas bases jurídico-organizacionais direitos próprios do acionista, não podendo ser modificados sem o seu consentimento. Há que se conciliar, pois, essa concepção nitidamente contratualista com os aspectos



minoritários no bojo da companhia, que pode decorrer da própria lei, ou de disposição estatutária nesse sentido.<sup>599</sup> Tal medida representa também uma exceção ao princípio majoritário que rege as deliberações societárias, pois implica em atribuição de maior influência das minorias societárias em relação a tais matérias.<sup>600</sup>

Nessa seara, a disciplina societária brasileira distingue fortemente o tratamento da matéria em relação às companhias fechadas e abertas, facultando flexibilidade na contratação de arranjos específicos em relação à fixação de tais quóruns qualificados apenas às primeiras.

Em primeiro lugar, a Lei nº 6.404/76, ao estabelecer a regra geral aplicável ao processo decisório tomado em sede assemblear – segundo a qual as deliberações são tomadas a partir da reunião da maioria dos votos dos acionistas presentes ao conclave – faculta o estabelecimento, no estatuto social, de quóruns deliberativos majorados, apenas às companhias fechadas.<sup>601</sup>

Prossegue o diploma, estabelecendo um rol de matérias sujeitas a um quórum de aprovação qualificado – a maioria do capital social votante – e que só pode ser majorado estatutariamente no caso de companhias fechadas ou de companhias abertas que não tenham

---

*institucionais da companhia, representados, na espécie, pelo regime de decisão majoritária. A solução encontrada foi exatamente a de exigir quórum especial para a deliberação de determinadas matérias que interessam fundamentalmente à própria existência e à estrutura da sociedade e aos direitos patrimoniais de determinadas categorias de acionistas.” (CARVALHOSA, Modesto (2008, v. 2). Op. cit., p. 860). Da mesma forma, W. Lucena afirma: “Caminhou-se, em suma, na adequação da longevidade das companhias às inevitáveis mudanças do corpo acionário, da estrutura organizacional societária, da administração, da economia nacional e mundial e dos negócios sociais, para a busca de um ponto de equilíbrio, que foi encontrado, no atual estágio da evolução jurídica, na adoção do princípio majoritário nas votações, mas mediante um número de votos expressivos, que traduza a vontade de uma maioria consciente de que as decisões tomadas consultam aos interesses sociais e aos dos acionistas – ou seja, o chamado quórum deliberativo qualificado.” (LUCENA, José Waldecy. Op. cit., v. 2, p. 2016).*

<sup>599</sup> A esse respeito, P. Davies afirma: “*Decisions rights for minority shareholders are quite widely found, but are not as extensively deployed as standards strategies, mainly because, in one way or another, they undermine the collective view of the company, ie the presumption that all the members of the company (or at least all the members of the same class) are entitled to participate equally in shareholders decisions, unless they have contracted for something different. A mandatory rule which displaces this presumption thus need justification.*” (DAVIES, Paul. Op. cit., p. 240-241).

<sup>600</sup> A esse respeito, M. Carvalhosa afirma: “*Entretanto, a lei de 1976 facultou esse regime nas companhias fechadas, como “medida de grande utilidade na associação de grupos”. Com efeito, o quórum qualificado possibilita à minoria obstruir até o funcionamento da empresa. Em todo caso, representa “a prevalência da minoria controladora sobre a maioria”, o que de resto vem consolidar a estrutura da lei vigente, que se fundamenta na dissociação entre o risco do capital e o domínio da companhia, mediante a substituição da figura do acionista majoritário pela do acionista controlador. (...)A forma de assegurar a grupos com pequena participação no capital uma ascendência efetiva sobre a política e a condução da sociedade é a de outorgar-lhe o direito de veto. Essa possibilidade tomou-se efetiva como criação de classe especial de ações preferenciais (art. 18) e também com a exigência, facultada pela lei, de ‘quórum’ qualificado.” (CARVALHOSA, Modesto (2008, v.2). Op. cit., p. 756-757).*

<sup>601</sup> Cf. artigo 129, §1º e artigo 136, *caput*, da Lei nº 6.404/76.

ações admitidas à negociação em bolsa ou mercado de balcão.<sup>602</sup>

A vedação existente nessa seara em relação às companhias abertas toma como pressuposto que a elevação dos quóruns em companhias abertas poderia dificultar a aprovação de uma série de matérias importantes à sociedade, em detrimento do interesse social, em virtude do potencial de dispersão acionária que advém de tal condição.<sup>603</sup> Entretanto, essa alta dispersão acionária não é inerente a todas as companhias abertas, constituindo, em verdade, no Brasil, uma verdadeira exceção.

Ademais, o estabelecimento de quóruns qualificados quanto à aprovação de determinadas matérias é prática absolutamente comum nas negociações havidas entre controladores e determinados investidores relevantes que desejam dispor de determinados direitos de aprovação em relação a matérias que possam impactar adversamente seu investimento.

E diante da vedação constante da Lei nº 6.404/76, tal mecanismo acaba por ser indiretamente estabelecido por meio da celebração de acordos de voto, muitas vezes entre investidores relevantes e os próprios acionistas controladores, por meio dos quais se estabelece a vinculação do exercício do voto de seus signatários em assembleia ao decidido no âmbito de reuniões prévias realizadas entre tais acionistas, sujeitas, por sua vez, a quóruns qualificados.<sup>604</sup> São obtidos, portanto, por essa via indireta, os mesmos efeitos relativos à

---

<sup>602</sup> Cf. artigo 136 da Lei nº 6.404/76.

<sup>603</sup> A esse respeito, F. Comparato afirma: “*Nas companhias abertas, que têm vocação para acolher um número ilimitado de acionistas, o ‘quorum’ representa medida de proteção da maioria contra as manobras de entravamento da ação social por grupos minoritários. Imagine-se, por exemplo, uma ‘American Telephone and Telegraph Co.’, com centenas de milhares de acionistas, estabelecendo um quorum de três quartos ou de quatro quintos para a deliberação em assembléia geral. Bem ao contrário, nas companhias fechadas, em que deve prevalecer a confiança e a consideração pessoal recíproca dos sócios, de acordo com o espírito do negócio, as regras de quórum são estabelecidas no interesse da minoria, a fim de prevenir eventual abuso de poder pelos detentores do controle. A Lei n.º 6.404, de 1976, corrigindo a rigidez do direito anterior, veio atender a essa necessária duplicidade de regimes. Assim, no art. 129, §1º, admitiu que “o estatuto da companhia fechada pode aumentar o ‘quorum’ exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias”. No art. 136, estatuiu como necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito de voto, se maior ‘quorum’ não for exigido pelo estatuto da companhia fechada, para a deliberação sobre as matérias aí indicadas. Em sentido oposto, no §2º, desse mesmo art. 136, deferiu à Comissão de Valores Mobiliários o poder de autorizar a redução do quórum qualificado, “no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas 3 (três) últimas assembléias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto.” (COMPARATO, Fabio Konder (1981). Op. cit., p. 122-123).*

<sup>604</sup> Sobre tal dinâmica, que acaba por operar como um substituto funcional aos quóruns qualificados, C. Vergueiro afirma: “*Em regra, o que costuma ocorrer é a realização de reuniões prévias, antes da ocorrência de reunião em que haverá deliberação social, nas quais as partes resolvem o sentido único que deverá ser dado ao voto de todos. A forma como esse sentido único será obtido pode variar. É possível a ocorrência de votação interna entre as partes do acordo, adotando-se como parâmetro o total de ações de cada parte ou um voto por parte. Da prática societária vem a lembrança de que acordos de voto também podem ser feitos para que as partes assegurem-se, reciprocamente, a indicação de parcela dos membros que irão compor o*

fixação de um quórum qualificado estatutário em relação a determinadas matérias, haja vista, inclusive, a “autotutela” de que gozam tais acordos no contexto assemblear, por força do disposto na própria Lei nº 6.404/76.<sup>605</sup>

Toda essa argumentação de que uma maior flexibilidade quanto à alocação de direitos políticos e econômicos entre diversos acionistas é importante no bojo de uma disciplina societária que favoreça a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários pode parecer contraditória quando confrontada com os acontecimentos que marcaram o nosso mercado de valores mobiliários na primeira década dos anos 2000 (ou seja, logo após a reforma legislativa instituída pela Lei nº 10.303/01, que reduziu ainda mais tal flexibilidade), notadamente marcada por um aquecimento desse mercado.

E embora alguns autores aleguem que tal aquecimento foi favorecido justamente pelo enrijecimento do arcabouço institucional societário e do mercado de capitais brasileiro – inclusive por meio de medidas legais, regulatórias e de autorregulação, que desincentivaram o uso de ações preferenciais sem direito a voto<sup>606</sup> –, a análise atenta das particularidades que

---

*conselho de administração, a diretoria e o conselho fiscal. A forma de determinação do sentido do voto pode seguir outros caminhos. Acionistas são livres para convencionarem a forma pela qual será decidido o destino do voto a ser dado, e estão obrigados a observá-la. É possível combinar que determinadas matérias, como alteração do objeto social, participação em outras sociedades, etc. somente serão aprovadas na assembleia quando receberem um percentual mínimo de aprovação dentro do grupo de acionistas partes no acordo.” (VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordos de Acionistas e a Governança das Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 154).*

<sup>605</sup> Cf. artigo 118, §8º da Lei nº 6.404/76. A esse respeito, afirma M. Carvalhosa: “Os §§8º e 9º do art. 118 da lei societária tratam de declaração da ineficácia dos atos de obstrução que os dissidentes do acordo de controle venham a produzir contrariamente ao decidido, por maioria absoluta, nas reuniões do órgão interno da comunhão, a denominada reunião prévia. A propósito, tratando o §9º do art. 118 da lei societária de matéria processual no campo da autotutela, produz efeitos imediatos sobre todos os acordos de controle a partir da vigência da Lei n. 10.303, de 2001, vinculando os procedimentos que estão em curso na execução dos mesmos e também os celebrados anteriormente à vigência da lei societária de 2001. Deve-se acrescentar que o dever legal contido no §8º do art. 118 da lei societária a respeito da obrigatoriedade da suspensão do voto contrário ao deliberado na reunião prévia dos controladores, a cargo do presidente da assembleia, torna imperativos esses procedimentos.” (CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 230-231).

<sup>606</sup> Em boa síntese dessa visão, S. Cerezetti afirma: “O impulso ao desenvolvimento por meio da regulação do mercado de capitais também passa pela eliminação de estruturas que promovem a concentração do poder econômico, na medida em que estas são geralmente associadas a uma mais baixa avaliação da companhia e, nesse sentido, desestimulam investimentos. Sabe-se que o mercado brasileiro é largamente conhecido como ambiente marcado pela elevada concentração do controle acionário. Consoante aqui já afirmado, esta realidade foi incentivada pela Lei Acionária brasileira de 1976, elaborada com vistas a favorecer o desenvolvimento de um mercado formado essencialmente por grandes conglomerados, sob a perspectiva do II Plano Nacional de Desenvolvimento. Resultado disso são estruturas de propriedade acionária desequilibradas, seja no que se refere ao número de ações detidas pelos participantes do capital, seja no que diz respeito aos limitados direitos de voto, decorrentes do elevado número de ações preferenciais emitidas pelas companhias brasileiras. Como visto acima, a iniciativa de criação do Novo Mercado, mediante a restrição à emissão de ações preferenciais, constitui medida favorável à diminuição do grau de concentração acionária entre as companhias brasileiras, uma vez que encarece a manutenção ou aquisição de elevada participação no capital social votante e dissemina práticas mais apuradas de governança. Contudo, como mecanismo de diluição extensa do poder, ainda não foi capaz de proporcionar tão amplos resultados quanto

marcaram esse momento do nosso mercado de valores mobiliários traz indício de que tal movimento não ocorreu em decorrência desse enrijecimento, mas apesar dele, e mediante o emprego de soluções contratuais voltadas justamente a garantir a tal estabilidade do poder de controle.

Na esteira das discussões que levaram à edição da Lei nº 10.303/01 e diante da inatividade do mercado primário de valores mobiliários especialmente durante a década de 1990 – creditada, ainda que parcialmente, à ineficácia da disciplina societária brasileira em relação à proteção dos investidores, inclusive em virtude da predominância das ações preferenciais sem direito a voto em nosso mercado –, a então Bolsa de Valores de São Paulo instituiu, em dezembro de 2000, segmentos especiais de negociação de ações, de adesão voluntária por parte das companhias, e que impunham, como requisito de ingresso, a adoção de determinadas práticas diferenciadas quanto à divulgação de informações, direitos dos acionistas minoritários e estrutura de administração, com destaque para o Novo Mercado, do qual poderiam participar apenas companhias que emitissem exclusivamente ações ordinárias.<sup>607</sup>

---

*se poderia almejar. Considerando-se os benefícios da dispersão e as dificuldades envolvidas na luta pela alteração de um modelo de estrutura acionária arraigado ao longo do tempo e encrustado nos usos locais, é papel da regulação agir de forma a contornar os perniciosos efeitos da composição concentrada e fazer uso de instrumentos voltados a criar incentivos para reverter o cenário existente. Muito embora sejam as medidas que alteram a estrutura da organização empresarial as mais aptas a induzir a mudança almejada – como é o caso da proibição de emissão de ações sem direito a voto, as quais atingem o equilíbrio entre direitos patrimoniais e políticos —, alguns instrumentos regulatórios auxiliam a elevar a participação de investidores, proporcionando acesso ao mercado, ao passo que outros concedem importantes proteções de saída.”* (CEREZETTI, Sheila Cristina Neder. Op. cit., p. 210-212).

<sup>607</sup> Sobre as motivações que levaram à criação do Novo Mercado, M. H. Santana afirma: “*In the face of an extreme weakening of Brazil’s capital market that threatened its very survival, BOVESPA sought to identify alternatives to reverse what seemed then to be an inexorable, downward trend. To accomplish this, the factors undermining the attractiveness of Brazil’s capital market had to be identified. A group of experienced, highly regarded professionals was retained to prepare a study. They interviewed key market participants (businessmen, investors, development organizations, regulatory bodies) in developing an analysis that outlined concrete reforms for BOVESPA to implement. (...) One key problem in Brazil, as pointed out by domestic and international investors, was the predominance of non-voting stock known as “preferred shares” (“ações preferenciais nominativas” in Portuguese, or simply PN). Brazil’s Corporation Law authorized publicly held companies to issue up to two-thirds of their capital in the form of such preferred shares. This enabled holders of voting shares to control companies by owning as little as 17 percent of the company’s total equity or stock. In some cases, control structures took the form of pyramids that made it possible for control to be wielded by someone who owned an even smaller portion of the company. This arrangement produced a fundamental misalignment of interests between those who held preferred shares and those who controlled the companies. In addition to the fundamental differences between the two groups of shareholders, the structural changes taking place within the companies clearly showed that shareholders didn’t have equitable treatment.”* (SANTANA, Maria Helena. The Novo Mercado. In: *Focus*. vol. 5. Washington DC: International Finance Corporation, 2008, p. 8-9). Não obstante o Novo Mercado seja recorrentemente referido como um segmento de listagem no qual impera o princípio do “uma ação um voto” (*one share one vote*), em razão de ser composto exclusivamente por companhias cujo capital social é formado apenas por ações ordinárias, tal afirmação parece equivocada, uma vez que o Regulamento de Listagem do Novo Mercado admite, em seu item 3.1.1, o estabelecimento de limitação de voto estatutária, desde que não inferior a cinco por cento do capital social.

É bem verdade que o caráter voluntário dessa adesão, somado à concomitante criação de outros segmentos diferenciados de governança corporativa com requisitos mais brandos, explicitava a percepção de que deveriam existir modelos diversos, sobre a perspectiva da organização interna das companhias e dos arranjos econômicos perpetrados entre empreendedores e investidores, aptos a permitir a formação de capital das sociedades empresárias, em consideração ao porte e demais particularidades inerentes à realidade de cada companhia.<sup>608</sup> Tal realidade era, ainda, necessária para acomodar as companhias já listadas e seus modelos próprios de estrutura de capital.

A partir de 2004, e especialmente em virtude da substancial melhora da conjuntura macroeconômica do país, o Brasil assistiu a uma sequência inédita de operações de abertura de capital de novas companhias por meio da utilização do mercado primário de valores mobiliários, com a maciça adesão ao recém-criado Novo Mercado,<sup>609</sup> que, em função de suas práticas diferenciadas de governança corporativa, propiciavam um menor custo de capital.

Todavia, a impossibilidade de emissão de ações sem direito a voto no contexto de tais transações poderia, por óbvio, apresentar empecilhos à manutenção da posição de comando do empreendedor-controlador nas companhias que, ao buscar a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, optassem pela listagem no Novo Mercado. Isso porque, a depender do volume financeiro a ser captado, a emissão de novas ações ordinárias a serem ofertadas em mercado poderia levar à diluição da participação votante do controlador a ponto de afetar o poder decisório na esfera da companhia, ou mesmo tornar sua posição de controle contestável, a partir da possibilidade de operações de tomada de controle.

Evidente que, nos casos em que a permanência do empreendedor-controlador à

---

<sup>608</sup> Ressaltando tal faceta do mecanismo adotado, R. Gilson et al. classificam a criação do Novo Mercado como um exemplo de “dualismo regulatório”: “*We introduce the concept of regulatory dualism by examining a strikingly clear example of it, in the form of a recent and apparently successful Brazilian effort directed at capital market development. At the core of the Brazilian approach is the creation, within the Sao Paulo Stock Exchange, of a "New Market" (Novo Mercado) for publicly traded securities that exists parallel to the preexisting exchange institutions and regulations. The Novo Mercado, whose listing standards offer far more protection to noncontrolling shareholders than does the old regime, is open, on a voluntary basis, to both new and existing firms that are prepared to comply with its requirements. Meanwhile, the old regime remains available to both old and new firms as well.*” (GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union. *Stanford Law Review*. Stanford: Stanford University Press, v. 63, 2010-2011, p. 481).

<sup>609</sup> Nesse sentido, cumpre destacar que, no período compreendido entre 2004 e 2016 foram realizadas 155 ofertas públicas iniciais de distribuição de ações (*initial public offerings – IPO*, na sigla em inglês), das quais 117 contaram com adesão da respectiva companhia ao Novo Mercado. Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/)>. Acesso em: 04 dez. 2016.

consecução dos negócios da companhia era condição essencial para suas atividades, a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários jamais se daria às custas da desestabilização de seu poder de comando – conforme aliás já haviam vaticinado A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira<sup>610</sup> – inclusive por tal realidade poder ser contrária não apenas ao interesse deste, mas também, porque não, dos próprios investidores. E ainda que assim não fosse, competem a estes últimos, como dito anteriormente, precificar o custo de eventuais ineficiências na estrutura de controle ou de governança da companhia.

Coube, portanto, à engenharia jurídica, garantir que a despeito da oferta exclusivamente de ações ordinárias, fosse mantida a estabilidade do poder de controle dos controladores-empresários, na hipótese em que estes não estavam dispostos abrir mão do seu domínio sobre a companhia como condição para proceder a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, ou quando tal circunstância, ou a sua possibilidade teórica (e.g. por meio de uma tomada de controle) não era desejável.

Surgiram, então, nos estatutos de grande parte das companhias que ingressaram no mercado de valores mobiliários por meio de ofertas públicas que contaram com a concomitante listagem no Novo Mercado,<sup>611</sup> determinadas cláusulas estatutárias voltadas a garantir justamente a estabilidade do poder de controle – ainda que exercido por acionistas que não mais dispusessem da maioria do capital votante – a despeito de uma quantidade considerável de ações ordinárias em circulação no mercado, que ficaram, por aqui, conhecidas como *poison pills*, em alusão aos consagrados mecanismos defensivos da tomada de controle no Direito societário norte-americano, apesar de não guardarem grande semelhança estrutural com os mesmos.<sup>612</sup>

Embora essas *poison pills* tenham sido justificadas, muitas vezes, como mecanismos voltados a proteger justamente dispersão acionária – uma vez que dificultam a reunião de um percentual elevado de ações nas mãos de uma só pessoa ou grupo – sua utilização foi, em larga medida, motivada pela estabilidade do poder de controle.<sup>613</sup>

---

<sup>610</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 173.

<sup>611</sup> Conforme levantamento realizado por J. Scalzilli, em 2011, das 134 empresas listadas no Novo Mercado, 72 possuíam tais disposições estatutárias (Cf. SCALZILLI, João Pedro. *Mercado de Capitais – ofertas hostis e técnicas de defesa*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 238).

<sup>612</sup> A respeito das diferenças, ver SCALZILLI, João Pedro. Op. cit., p. 197-254.

<sup>613</sup> A esse respeito, destacou M. Carvalhosa: “O que tem ocorrido atualmente no mercado brasileiro é um desvirtuamento da proposta da *poison pill*: ao invés de oferecerem a proteção contra ofertas inesperadas de tomada de controle, acabam sendo utilizadas como forma de manutenção do atual controle na companhia, sem levar em consideração a pulverização de parte de seu capital, bem como a possibilidade de maximização do valor da sociedade através da viabilização de propostas de fusão e de aquisição feitas por terceiros, via uma oferta hostil.” (CARVALHOSA, Modesto. “As *poison pills* estatutárias na prática brasileira – alguns

Essa estabilidade era obtida, *grosso modo*, por meio da obrigação estatutária de o adquirente de um determinado percentual do capital social da companhia (fixado abaixo daquele que seria detido pelo controlador após a oferta de ações) lançar uma oferta pública de aquisição de todas ações em circulação por um preço impeditivo (bastante superior ao valor de mercado das mesmas), o que, na prática, inviabiliza o atingimento desse patamar de participação e, portanto, garante a estabilidade do controle.<sup>614</sup>

Assim, o desincentivo institucional à emissão de ações preferenciais – promovido pela reforma legislativa acima mencionada e pelos movimentos de autorregulação acima descritos – por óbvio não levaram ao desaparecimento ou enfraquecimento do controlador como consequência do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, exceto nas hipóteses em que assim era do interesse destes.

A esse respeito, é notório o fato de que os poucos casos em que de fato se constatou uma efetiva pulverização acionária com o desaparecimento do acionista-controlador no contexto das ofertas públicas que ocorreram por meio do Novo Mercado, isso decorreu da opção deste de efetivamente desfazer-se de sua posição por meio da pulverização de suas ações, no contexto de ofertas de natureza preponderantemente secundárias, cujo propósito principal não era a capitalização da companhias, mas sim a venda das ações de titularidade

---

aspectos de sua legalidade” In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 21). Em diagnóstico semelhante, P. Toledo afirma: “A situação brasileira nessa matéria sugere algumas ilações, a partir de uma constatação fundamental: a de que, em nosso país, não se praticam as *poison pills* como foram concebidas nos Estados Unidos. As medidas de defesa aqui adotadas, ainda que muitas vezes recebam, no mercado, o nome norteamericano, consistem basicamente na obrigatoriedade de aquisição das demais ações votantes, uma vez atingido determinado percentual. Dai se pode questionar se a adoção desses mecanismos é economicamente interessante para a empresa-alvo, ou se, ao invés, o que na realidade se está alcançando é a preservação do perfil acionário da companhia. Note-se, a propósito, que as sociedades anônimas brasileiras com capital pulverizado ainda são uma raridade. Assim, os beneficiários das medidas são, na realidade, não os acionistas — como, idealmente, deveria ser — nem os administradores das companhias (ante a inocorrência da dispersão de propriedade das ações), mas sim os próprios controladores, quer se trate de controle difuso, compartilhado ou minoritário.” (TOLEDO, Paulo F. Campos Sales de. “Poison pill: modismo ou solução?”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 176).

<sup>614</sup> A respeito da medida, C. Zanini afirma: “Neste cenário, onde as companhias têm um acionista controlador ou grupo de controle e não existe menor vestígio de pulverização de controle acionário, a adoção da ‘poison pill’ brasileira configura uma discriminação, na medida em que impede qualquer acionista, à exceção do atual controlador, de alcançar o percentual de participação no capital social, cujo alcance impõe a realização da oferta pública compulsória. Em outras palavras, somente o controlador atual passa a deter o privilégio de ostentar participação acionária percentual igual ou superior à estipulada na ‘poison pill’ brasileira, sem que isso lhe imponha a necessidade de efetuar a oferta.” (ZANINI, Carlos K. A ‘poison pill’ brasileira. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 267).

do controlador.<sup>615</sup>

Não se pode deixar de destacar, todavia, que a saída encontrada para, nesse contexto, garantir a estabilidade do poder de controle, parece, inclusive, deixar os acionistas-investidores em uma situação menos favorecida do que aquela que se poderia obter por meio do emprego das ações preferenciais – criadas, repita-se, justamente para promover tais arranjos –. uma vez que para garantir um direito de voto, na prática, impotente perante o controlador, não receberam quaisquer vantagens econômicas diferenciadas, típicas daquela espécie de ação.

A partir da análise acima, inclusive sobre o tratamento da matéria em outras jurisdições – resumido na tabela abaixo –, resta claro que a disciplina societária brasileira, no que tange à possibilidade de conformar arranjos customizados em relação à alocação de direitos políticos e econômicos entre acionistas com características e interesses diversos (e.g. empreendedores e investidores), embora disponha de importantes mecanismos, acaba por ser mais restritiva, em diversos aspectos, inclusive em comparação com países europeus continentais.

Tabela 1 – Mecanismos de alocação de direitos políticos e econômicos

	Voto plural	Ações sem direito a voto ou com voto restrito	Tipo ou classe de ações com direitos econômicos diferenciados	Tipo ou classe de ações com direitos políticos diferenciados	Limitação de voto	Quórum qualificado
<b>Brasil</b>	Não	Sim, limitadas a 50% das ações	Sim, com rol taxativo de direito e com vantagens mínimas fixadas em lei para companhias abertas	Sim, com rol taxativo de direitos. Classes de ações ordinárias apenas em companhias fechadas	Sim	Sim, com rol taxativo fixado em lei. Ampliação estatutária apenas em companhias fechadas
<b>Estados Unidos</b>	Sim	Sim, sem limites	Sim, conforme fixados em estatuto	Sim, conforme fixados em estatuto	Sim	Sim, sem rol taxativo fixado em lei
<b>Reino Unido</b>	Sim	Sim, sem limites	Sim, conforme fixados em estatuto	Sim, conforme fixados em estatuto	Sim	Sim, com rol taxativo fixado em lei. Ampliação estatutária permitida
<b>França</b>	Voto duplo para “ações de fidelidade”	Sim, limitadas a 50% das ações, no caso das companhias fechadas, e a 25% das ações, no caso	Sim, conforme fixados em estatuto	Sim, conforme fixados em estatuto	Sim	Sim, com rol taxativo fixado em lei. Ampliação estatutária apenas em

<sup>615</sup> A esse respeito, cumpre destacar que os casos brasileiros mais emblemáticos de pulverização acionária por meio do desaparecimento da figura do acionista controlador, envolvendo as companhias Lojas Renner e Natura, ocorreram justamente nesse contexto, em que os antigos controlador optaram por alienar a totalidade de suas ações ao mercado, por meio de uma oferta pública secundária.



		das companhias abertas				companhias fechadas
<b>Itália</b>	Sim, limitado a três votos. Voto duplo para “ações de fidelidade	Sim, limitadas a 50% das ações	Sim, conforme fixados em estatuto	Sim, conforme fixados em estatuto	Sim	Sim, com rol taxativo fixado em lei. Ampliação estatutária permitida
<b>Alemanha</b>	Não	Sim, limitadas a 50% das ações	Sim, com rol taxativo de direitos	Sim, com rol taxativo de direitos	Apenas para companhias fechadas	Sim, com rol taxativo fixado em lei. Ampliação estatutária permitida

Diante do exposto, defende-se, sobre a ótica do fomento à formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, conferir maior espaço à autonomia privada no que toca a alocação de direitos políticos e econômicos entre os agentes econômicos envolvidos na relação de investimento – empreendedores e investidores – viabilizando de maneira mais efetivas, a adoção de múltiplas alternativas no contexto de tais arranjos, por reconhecer que tais agentes são, indubitavelmente, os melhores juízes de seus próprios interesses, especialmente em comparação ao próprio Estado.

Essa, inclusive, foi a conclusão à qual o *Steering Group on Corporate Governance* da OCDE chegou em seu relatório *Lack of Proportionality Between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion*, apontando que a permissão em relação às estruturas específicas de alocação de direitos políticos e econômicos podem ser úteis em determinados casos e que o custo de uma regulação voltada a coibir tais mecanismos é extremamente alto, inclusive em decorrência do impedimento de acesso ao mercado de valores mobiliários por determinadas companhias controladas por seus fundadores-empreendedores.<sup>616</sup>

---

<sup>616</sup> A esse respeito, assinalou tal relatório: “*There is nothing a priori onerous about separating ownership and control. On the contrary, given the differences in expertise and resources of different economic agents doing so is often efficiency enhancing. However, those benefiting from a disproportionate degree of control may have incentives to seek private benefits at the cost of non-controlling shareholders. The latter can obtain full compensation through a value discount on the shares they purchase, but from a societal perspective this may represent market failure and a source of economic inefficiencies. The cost of regulating proportionality would be considerable. Simply ruling out voting right differentiation on companies’ shares would neither be effective nor efficient. The number of alternative PLMs that can be used to a similar effect is such that incumbent owners could simply seek other routes to the same result. To effectively achieve proportionality a broad-based regulation targeting multiple elements of the corporate governance landscape, plus most likely also tax codes and new financial instruments, would be needed. The direct cost of such sweeping measures would include the deterrence of companies controlled by owner-entrepreneurs from seeking stock market listing. Indirect costs include the effects of the multi-faceted regulation on economic activities not related to PLMs. The cost of softer regulation such as comply-or-explain, while lower, could also be excessive.*” (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. Op. cit., p. 5).

#### 3.5.4 Estrutura decisória e administrativa

A organização da estrutura decisória e administrativa das sociedades empresárias compõe outro campo em que um maior espaço para a autonomia privada pode ser salutar, sob a ótica da construção dos arranjos que permeiam o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

Nesse sentido, um maior grau de maleabilidade em relação à definição dos órgãos que compõem estrutura interna da empresa e a alocação de competências entre eles é importante, pois tais elementos estão também associados à alocação dos poderes decisórios na esfera societária, o que, como dito, é relevante na formatação dos arranjos subjacentes à relação de investimento que se estabelece entre empreendedores e investidores.

Ademais, cumpre notar que uma maior ou menor rigidez estrutural nessa seara está diretamente associada à dinamicidade dos negócios da empresa, devendo responder às suas particularidades, seja em função da natureza da atividade por ela exercida, seja em decorrência de seu porte ou estágio de evolução. Aqui, também, é notório que a conveniência ou necessidade de adoção de estruturas mais ou menos formais ou centralizadas dependerá de uma série de fatores particulares, inexistindo um modelo único capaz de satisfatoriamente atender às necessidades inerentes a cada tipo de empresa. Por essa razão, trata-se de campo fértil para a autonomia privada.

Todavia, é bem verdade que as sociedades por ações são notadamente conhecidas por certo grau de rigidez nessa seara, marcadas por sua estrutura orgânica, composta por diversos órgãos com atribuições específicas. Reside, aqui, um dos pontos centrais do regime das sociedades anônimas – especialmente nos países de tradição jurídica romano-germânica – e que o diferencia substancialmente dos demais tipos societários: a rigidez dessa sua estrutura organizacional, que normalmente é prescrita em lei e admite menor nível de variação.<sup>617</sup>

Essa opção está tradicionalmente vinculada à associação desse tipo societário com empresas desenvolvidas, complexas, vocacionadas a recepcionar uma grande quantidade de sócios, características que exigiriam, portanto, uma estrutura robusta de organização interna,

---

<sup>617</sup> A esse respeito, G. Ferri observa: “*Le società di capitali, come persone giuridiche, hanno una propria organizzazione interna stabilita con norme imperative dalla legge; questa fissa gli organi dai quali l’organizzazione risulta, la sfera di competenza di ciascun organo, le funzioni ad esso affidate, le modalità e i presupposti del suo funzionamento, la categoria dei soggetti chiamati ad esercitare queste funzioni e, quando sia necessaria a tal fine una designazione e una scelta, le modalità per la loro nomina.*” (FERRI, Giuseppe. *La società*. Torino: Utet, 1971, p. 412).

de modo a tutelar adequadamente os múltiplos interesses envolvidos e afetados pela organização societária.<sup>618</sup>

Por essa razão,<sup>619</sup> o regime definidor da estrutura decisória e administrativa da sociedades por ações é tradicionalmente caracterizado por algumas normas de natureza cogente (ainda que em maior ou menor grau, a depender de cada jurisdição) relativas à estrutura de sua administração, formada por um único órgão (sistema unitário) ou por órgãos com atribuições distintas, de gestão e supervisão (sistema dual).

Outro aspecto importante diz respeito às atribuições e competências de seus diversos órgãos e o grau de liberdade que existe em relação à determinação da competência entre tais órgãos, inclusive no que concerne à alocação das matérias cuja decisão deve competir aos administradores e aquelas que apenas podem ser tomadas pelos próprios acionistas.

O modelo da sociedade por ações, nesse particular, também é marcado por rigidez – em maior ou menor grau, a depender de cada jurisdição,<sup>620</sup> como veremos adiante – uma vez

---

<sup>618</sup> A esse respeito, aponta T. Ascarelli: “*Nas sociedades anônimas, em substância, o direito parte do conceito de que, em consequência do número dos acionistas e da variabilidade deles, o sócio, como tal, não pode administrar, direta e pessoalmente, a sociedade. Dai a distinção entre sócios e diretores; entre um órgão deliberativo (assembléia) e um órgão que preside à gestão normal da sociedade (diretores). O acionista não tem nem sequer um poder ilimitado e contínuo de controle pessoal direto; também o controle geral e contínuo é confiado a um órgão especial (fiscais), ao passo que apenas determinadas funções de controle são confiadas ao acionista individualmente ou a minorias qualificadas. Distingue-se, por isso, na organização interna da sociedade, o que respeita à orientação geral da sociedade; à gestão dela; ao controle desta e, respectivamente, portanto, o que respeita à assembleia; aos diretores; aos fiscais. Apresentam-se, assim, na sociedade anônima, os problemas que respeitam aos poderes do “executivo” e aos seus limites,- à organização das assembleias, às quais cabe ditar a orientação geral; a ‘necessidade de que, a gestão da sociedade, obedeça aos critérios determinados pela maioria e à tutela do direito de cada acionista no que respeita ao seu direito de voto; à garantia dos direitos da maioria e à tutela da minoria; à disciplina e à independência de um órgão de controle. Decorrem daí as analogias de alguns problemas das sociedades anônimas com os problemas do direito público.*” (ASCARELLI, Tulio (2001). Op. cit., p. 482-483).

<sup>619</sup> Neste sentido, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “*Desde sua formação, no século XIX, as leis sobre companhias regularam seus órgãos sociais com normas cogentes de modo muito mais pormenorizado do que nos tipos tradicionais de sociedade mercantil. A explicação está nas características da companhia – sociedade com grande número de sócios que podem, a qualquer tempo, transferir suas ações para terceiros, na qual nenhum sócio responde pelas obrigações sociais, autorizadas a emitir valores mobiliários distribuídos no mercado. Essas características exigiram crescente regulação legal para proteger tanto os interesses dos acionistas quanto os de terceiros que com ela negociam e dos investidores no mercado de capitais. Além disso, como a companhia é a forma de organização das grandes sociedades empresárias das economias modernas, o regime legal visa também a assegurar, no interesse geral, o funcionamento eficiente das empresas, pois os defeitos na organização da companhia repercutem na empresa.*” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *Estrutura da Companhia*. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.) (2009). Op. cit., p. 803).

<sup>620</sup> Nesse sentido, L. Enriques; H. Hansmann e R. Kraakman afirmam: “*Jurisdictions also differ at the level of the shareholders meeting. Some jurisdictions allow company charters to authorize the direct participation of the shareholders meeting in making operational business decisions, and all jurisdictions allow shareholders to manage closely held corporations directly. Jurisdictions differ, then, chiefly in the extent to which they accord mandatory or optional decision rights to shareholders of open corporations.*” (ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders*

que no seio da estrutura orgânica e hierarquizada da sociedade, se estabelecem, muitas vezes por meio de regras cogentes, determinadas competências privativas e indelegáveis de seus órgãos, que não podem ser alteradas ou redistribuídas sequer pelos próprios estatutos, por vontade majoritária dos sócios.

#### 3.5.4.1 O regime norte-americano

A despeito da multiplicidade das legislações societárias estaduais, marcadas por grande flexibilidade quanto à fixação dos elementos que conformam a organização administrativa da companhia pelos seus próprios estatutos,<sup>621</sup> a disciplina societária norte-americana tradicionalmente estabelece que as companhias sejam administradas por um conselho (*board of directors*), que detém originariamente toda a autoridade a respeito da condução dos negócios sociais, advindo, daí, a natureza unitária de tal modelo.<sup>622</sup>

No gozo dessa competência, o *board of directors* pode delegar determinadas funções administrativas a outros executivos (*officers*) ou comitês (*executive committees*), (dentro dos limites eventualmente fixados para tanto no próprio estatuto) e que atuam, portanto, em nome do *board of directors* com relação às matérias de sua competência.<sup>623</sup>

---

as a Class. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. London: Oxford University Press, 2009, p. 73).

<sup>621</sup> Cf. CARVALHOSA, Modesto (2008 v.3). Op. cit., p. 33.

<sup>622</sup> Cf. *Delaware General Corporation Law*, § 141; *California Corporations Code*, §300; *New York Business Corporation Law*, § 701 e *Model Business Corporation Act (2010)*, § 8.01. A esse respeito, afirma H. Ballantine: “*The board of directors is the supreme and original authority in matters of regular business management. A corporate body can act only by agents. The legal consequences of their acts may be ascribed to the corporation. The corporation itself can do no act, unless it may be said that resolutions passed at shareholders’ meetings are determinations of the corporate principal. But the corporate will even when thus declared must be executed by agents. Directors are the chief administrators to whom as a board are delegated the power and duty of managing and superintending the ordinary business of the company. “All powers,” said the Court of Appeals of New York, “directly conferred by statute, or impliedly granted, of necessity, must be exercised by the directors who are constituted by the law as the agency for the doing of corporate acts. Within the chartered authority they have the fullest power to regulate the concerns of the corporation, according to their best judgment, and contracts, which the corporation could legitimately make, come within the scope of the ordinary powers of corporate management.*” (BALLANTINE, Henry Winthrop. Op. cit., p. 119). Da mesma forma, R. Clark observa: “*Shareholders usually elect directors who have the formal legal powers to manage the corporation. (...) As a formal legal matter, the directors, acting as a board at properly called meetings, have extremely broad powers and responsibilities. (...) In a word, the board is supposed to supervise entire operations of the business.*” (CLARK, Robert (1986). Op. cit., p. 105-106).

<sup>623</sup> Cf. *Delaware General Corporation Law*, § 142; *California Corporations Code*, §300 e §312; *New York Business Corporation Law*, § 715 e *Model Business Corporation Act (2010)*, § 8.40. Nesse sentido, R. Clark afirma: “*The board of directors usually has the power to appoint the corporation’s officers. It may also remove them with or without cause, even when the officers have an employment contract for longer term. Removal without cause in breach of such a contract might subject the corporation to liability for damages, of course. But in some cases the board might well prefer to pay damages than to retain the objectionable officer. By and large, the directors have the power to carve up and delegate authority to such officers as they see fit.*” (CLARK, Robert (1986). Op. cit. p. 113). Da mesma forma, H. Ballantine: “*The president, Vice president, treasurer, secretary, and in case of a bank, the cashier, are the usual officers of a corporation. They are merely*

Essa flexibilidade na formatação da estrutura administrativa e a dinâmica acima descrita pode, a depender da forma como implementada, aproximar funcionalmente tal modelo unitário daquele que tradicionalmente marca a estrutura dual, em que existem dois órgãos distintos de administração, um de caráter executivo e outro de supervisão.<sup>624</sup>

Para além dessa flexibilidade quanto à organização administrativa da companhia, a disciplina societária norte-americana também contempla maior espaço para a autonomia privada no que diz respeito à alocação de competências decisórias entre os órgãos que compõem a estrutura societária (inclusive a assembleia de acionistas), em sede estatutária.

Embora se reconheça, também por lá, o poder originário dos acionistas quanto à aprovação de determinadas matérias relevantes e extraordinárias relativas às atividades da companhia,<sup>625</sup> a disciplina societária norte-americana – evidentemente influenciada pelo padrão de dispersão acionária das grandes companhias abertas por lá – alça os administradores a uma posição de protagonismo em relação à condução dos negócios sociais, permitindo, por meio da flexibilidade existente quanto à alocação de competências decisórias entre os diversos órgãos da companhia, uma considerável concentração de poder

---

*its agents, usually appointed and controlled by the board of directors. Their authority to bind the corporation is not usually conferred merely by virtue of their office, but by resolution of the directors, by the by-laws of the corporation or impliedly by acquiescence in a general course of business. (...). The directors of a corporation are not individually the agents of the corporation, and have no power individually to bind it by any contract or other transaction, even though they hold a majority of the shares. The fact that a person assuming to act for a corporation is a director does not even raise a presumption that he is its authorized agent. A director, of course, may be expressly authorized to act for the corporation as its agent in a particular matter, or he may be entrusted with the general management of the corporation, or he may be clothed with either actual or apparent.” (BALLANTINE, Henry Winthrop. Op. cit., p. 137).*

<sup>624</sup> Cf. OIOLI, Erik Frederico. *Regime Jurídico do Capital Disperso na Lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2015, p. 191.

<sup>625</sup> Da mesma forma, H. Ballantine: “Shareholders have three classes of rights against the corporation under their share contract and by virtue of their status as owners of shares, which may be termed: (1) Rights as to control and management; (2) proprietary rights; (3) remedial and ancillary rights. The first class includes: (a) voting rights for the election and sometimes for the removal of directors, and the incidental right to the holding of annual and special meetings and due notice thereof; (b) voting rights as to the making of amendments to the charter and other fundamental changes in the corporate existence and setup; (c) voting rights as to the making and amending of by-laws which may regulate many matters such as the authority of directors and officers and their compensation; (d) the right to have the corporation managed honestly and carefully for the benefit and profit of the shareholders within the scope of the authorized business.” (BALLANTINE, Henry Winthrop. Op. cit., p. 375). Da mesma forma, R. Clark destaca: “Shareholders vote to elect the directors and to approve extraordinary matters like mergers, sales of all assets, dissolutions, and amendments of the articles of incorporation. They may also vote to adopt, amend, and repeal bylaws; to remove directors when cause for doing so exists or the fight to remove has been preserved; and to adopt shareholder resolutions, which may ratify board actions or request the board to take certain actions. (...) As indicated previously, a perception of the advantages of separation of ownership and management, plus the practice of making corporate law rules into a standardized form contract, have led courts to hold that shareholders cannot order the directors to follow particular business policies and practices.” (CLARK, Robert (1986). Op. cit., p. 94).

nas mãos desses.<sup>626</sup>

Nesse desenho, a principal prerrogativa dos acionistas reside no direito de eleger aqueles que, munidos de importante discricionariedade, irão conduzir os negócios sociais.<sup>627</sup>

Assim, as principais competências privativas dos acionistas na disciplina societária norte-americana dizem respeito à eleição dos membros do *board of directors* e à aprovação de alterações fundamentais em seus atos constitutivos<sup>628</sup> e de determinadas operações

---

<sup>626</sup> A esse respeito, sobre esse balanceamento de poderes, M. Eisenberg e J. Cox afirma: “(...) *corporate statutes generally permit the bylaws to provide higher or lower quorum or voting requirements than the default rules set forth in the statute. Bylaws frequently set forth the express powers of company officers. Importantly, corporate statutes permit both the board of directors and the shareholders to adopt, amend and repeal bylaws. Not surprisingly, during the past few years bylaw provisions have been something of a battleground between incumbent management and activists shareholders*”. (EISENBERG, Melvin A.; COX, James D. *Corporations and Other Business Organizations, Cases and Materials*. 10ª ed. New York: Foundation Press, 2011, p. 283). Sobre essa preponderância da administração, R. Hamilton e R. Freer afirmam: “*The shareholders in the traditional statutory scheme are the owners of the corporation, but have limited power to participate in management and control. One of the advantages of the corporation is separation of ownership from control — those who own the business need not be burdened with management responsibilities; they can be passive investors. The model contemplates that shareholders have decision-making authority in discrete areas.*” (HAMILTON Robert. W.; FREER, Richard. *The Laws of Corporations*. 6ª ed. St. Paul: West, 2011, p. 77)

<sup>627</sup> A esse respeito, R. Clark afirma: “*The single most important fact of corporate law is that managerial power is legally centralized. Traditionally, the board of directors has had the formal power to manage the business of the corporation. In recognition of the fact that in large corporations the directors play a passive role as compared to the top officers who actually manage the business, the more recent statutory formulations allow directors to play a supervisory role. But the basic fact of legal centralization of authority remains. It is best understood by its negative aspects. Shareholders have little say in management except in the few situations where the statute gives them a vote, and employees have little formal say in management except where the directors or top officers have delegated authority to them or when they have authority with respect to third persons because of principles of agency law. The model behind corporate law’s treatment of authority is one of a unilaterally controlled flow of authority from a single wellspring of power rather than a bubbling up and flowing together of many individual sources of personal power. The state has power; it chooses to delegate it to the board of directors of a corporation. They in turn may choose to delegate it to the officers and even to employees at a much lower level.*” (CLARK, Robert (1986). Op. cit., p. 21-22). Sobre essa faceta da disciplina societária norte-americana, L. Bebechuk afirma: “*A central and well-settled principle of U.S. corporate law is that all major corporate decisions must be initiated by the board. Shareholders may not initiate any such decisions. The only way in which shareholders can attempt to introduce a new corporate decision is by replacing incumbent directors with a new team that is expected to make such a change.*” (BEBCHUK, Lucian A. *The Case for Increasing Shareholder Power*. *Harvard Law Review*. Cambridge: Harvard University Press, v. 118, 2005, p. 836).

<sup>628</sup> Importante destacar que na disciplina societária norte-americana a organização estrutural e as regras de funcionamento das companhias são regidas, respectivamente, por seus atos constitutivos (*charters*) e estatutos (*bylaws*). Apenas a alteração do primeiro compete privativamente aos acionistas, enquanto os estatutos podem ser alterados pelo *board of directors*, quando assim previsto nos atos constitutivos. A esse respeito, J. Cox e T. Hazen afirmam: “*The articles of incorporation should set forth all the provisions required by the corporation act, expressing them as nearly as possible in the order and in the exact language found in the statute. The governing corporate statute ordinarily is quite clear in stating what information must be set forth in the articles. Over the years, states have required less and less to be stated in the articles of incorporation so that in most states today the bare minimum contents of the articles can generally be set forth on a single sheet of paper with room to spare. Even though the particular requirements vary from state to state, the typical act usually calls for the following: (1) The corporate name. (2) The purposes, objects, or general nature of the business authorized. (3) Information relevant to the service of process on the corporation, such as identifying a registered agent and perhaps the corporation’s principal office. (4) Identification of incorporators and/or initial directors. (5) The types and amount of stock the corporation is authorized to issue. (6) The proper execution of the articles of incorporation by the incorporators. (...) The bylaws establish rules for the internal*

extraordinárias como reorganizações societárias e venda substancial de ativos.<sup>629</sup>

Ademais, a competência atribuída às assembleias em relação a determinados assuntos, como por exemplo reorganizações societárias e alteração dos atos constitutivos, tem natureza eminentemente homologatória,<sup>630</sup> não competindo aos acionistas iniciar tais discussões nem tampouco invalidar decisões da administração tomadas dentro do limite de suas atribuições.

Há, inclusive, na literatura societária norte-americana, importante discussão acerca do modelo mais eficiente de abordar a alocação de competências no âmbito das companhias, com uma maior concentração de poder aos acionistas, por meio de alocação de maiores competências decisórias à assembleia geral, inclusive no tocante ao poder de iniciar certas discussões atinentes à companhia atualmente na esfera privativa da administração – como, por exemplo, acerca de reorganizações societárias e alterações dos atos constitutivos<sup>631</sup> – ou,

---

*governance of the corporation. Bylaws deal with such matters as how the corporation's internal affairs are to be conducted by its officers, directors, and stockholders. Bylaws also commonly deal with the date of the annual shareholders' meeting, the calling and conducting of shareholders' and directors' meetings, formalities as to proxies and voting, qualifications of directors, executive and other committees of the directors, corporate officers (their duties and spheres of authority), formalities and restrictions as to transfers of shares of stock, execution of papers, reports, and audits, and other internal matters. (...) The power to approve, amend, or repeal bylaws is primarily vested in the shareholders but may be concurrently delegated to the directors either by statutes or charter.*" (COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee. Op. cit., p. 23).

<sup>629</sup> Cf. CLARK, Robert (1986). Op. cit., p. 94.

<sup>630</sup> A esse respeito, L. Enriques; H. Hansmann e R. Kraakman afirmam: "*U.S. shareholders must ratify fundamental corporate decisions such as mergers and charter amendments but lack the power to initiate them*" (ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. cit., p. 73-74). Nesse sentido, ressalta também L. Bebchuk: "*Under the Delaware Code and the MBCA, charter amendments must be initiated and brought to a shareholder vote of approval by the board. Regardless of how many shareholders want a given charter amendment and of how long they have supported the amendment, shareholders may not vote on it unless the board first elects to have such a vote. (...) Under the Delaware Code and the MBCA, mergers, consolidations, sales of all assets, and dissolutions — the various types of game-ending decisions — require approval by a majority of the outstanding shares. But the power granted to shareholders is only a veto power; shareholders lack the power to initiate such decisions. Only the board may bring to a shareholder vote a proposal to have a merger, consolidation, sale of all assets, or dissolution. Indeed, the Delaware Code even explicitly authorizes the board to abandon a proposed merger or sale of assets that received prior approval from the shareholders.*" (BEBCHUK, Lucian A. Op. cit., p. 846-847).

<sup>631</sup> Filiado a essa linha de pensamento, L. Bebchuk advoga a favor de uma regime societário que permita maior influência dos acionistas em decisões negociais das companhias abertas norte-americanas, incluindo reorganizações societárias, alterações de suas regras de organização e funcionamento e distribuição de seus resultados, sob o argumento de que tal prerrogativa é essencial para administrar determinados conflitos de agência e problemas de governança que derivam da concentração de poder nas mãos da administração, especialmente no contexto da estrutura societária pulverizada que marca as companhias abertas norte-americanas. Nesse sentido, ver BEBCHUK, Lucian A (2005). Op. cit. Em síntese, L. Bebchuk afirma: "*In the absence of such power, the evolution of governance arrangements — which are in part designed to constrain and regulate management — has been for too long left to a process controlled by management. Introducing shareholder power to make rules-of-the-game decisions would operate over time to improve a wide range of corporate governance arrangements. It would provide a mechanism that could, without further regulatory intervention, address existing governance flaws as well as new governance problems that arise in the future.*" (BEBCHUK, Lucian A (2005). Op. cit., p. 913).

em contrapartida, com a concessão de ampla discricionariedade à administração, limitando a influência dos acionistas à escolha dos administradores.<sup>632</sup>

#### 3.5.4.2 O regime europeu

A disciplina societária do Reino Unido é também bastante mais ampla e flexível no tocante à estrutura da administração da companhia, se limitando a mencionar que as mesmas

---

<sup>632</sup> Essa abordagem, que ficou conhecida como *managerialism*, defende o empoderamento da administração, em prol de maior eficiência decisória e para impedir a influência indesejável de grupos de acionistas auto-interessados em relação às decisões empresariais. Dentre seus defensores, destaca-se L. Stout, que conjuntamente com M. Blair aplicam a teoria econômica do *team production* – que estuda as particularidades atinentes a atividades produtivas que exigem investimento e esforço combinado de diversos agentes para funcionar – para explicar o funcionamento das companhias, advogando que o Direito societário favorece a solução dos problemas atinentes ao *team production* ao viabilizar a renúncia de direitos que originariamente seriam de titularidade de todos os integrantes de tal grupo (acionistas) em favor da companhia, comandada por seus administradores. Em síntese, L. Stout e M. Blair afirmam: “*We argue that public corporation law can offer a second-best solution to team production problems because it allows rational individuals who hope to profit from team production to overcome shirking and rent-seeking by opting into an internal governance structure we call the “mediating hierarchy.” In essence, the mediating hierarchy solution requires team members to give up important rights (including property rights over the team’s joint output and over team inputs such as financial capital and firm-specific human capital) to a legal entity created by the act of incorporation. In other words, corporate assets belong not to shareholders but to the corporation itself. Within the corporation, control over those assets is exercised by an internal hierarchy whose job is to coordinate the activities of the team members, allocate the resulting production, and mediate disputes among team members over that allocation. At the peak of this hierarchy sits a board of directors whose authority over the use of corporate assets is virtually absolute and whose independence from individual team members—as we demonstrate later in this Article—is protected by law.*” (BLAIR, Margaret M.; STOUT, Lynn A. A Team Production Theory of Corporate Law. *The Journal of Corporation Law*. University of Iowa College of Law: Iowa City, v. 24, 1998-1999, p. 753). A partir dessa posição, L. Stout apresenta diversas objeções às ideias de L. Bebchuk, alegando que a centralidade de poder nos administradores é mais efetiva na solução dos problemas de governança inerentes às companhias abertas norte-americanas do que o empoderamento dos acionistas: “*To understand this idea, let us start with an often overlooked fact of business life: investors are not forced to purchase shares in public corporations at gunpoint. They can invest instead in proprietorships, partnerships, limited partnerships, and closely held companies. Furthermore, when investors do buy shares in public companies, they can choose which firm’s shares to buy. This last point is important because American corporations can choose which state’s laws they will incorporate under. Even more significant, they can choose to modify those laws through customized charter provisions, including charter provisions that strengthen or weaken shareholders’ voting rights. Bebchuk’s proposal does nothing for shareholders that corporate law does not already allow them to do for themselves. If investors truly believed greater shareholder control meant better corporate performance, they could “vote with their wallets” by preferring shares in firms that give shareholders more control. If investors often did this, it would be evidence that shareholder control serves shareholder interests, at least in those firms. Yet studies indicate that equity investors generally do not prefer companies that give them stronger rights*”. (Cf. STOUT, Lynn A. Op. cit., p. 801-802). Nesse mesmo sentido, S. Bainbridge afirma: “*First, if shareholder empowerment were as value-enhancing as Bebchuk claims, we should observe entrepreneurs taking a company public offering such rights either through appropriate provisions in the firm’s organic documents or by lobbying state legislatures to provide such rights off the rack in the corporation code. Since we observe neither, we may reasonably conclude investors do not value these rights. Second, invoking my director primacy model of corporate governance, I present a first principles alternative to Bebchuk’s account of the place of shareholder voting in corporate governance. Specifically, I argue that the present regime of limited shareholder voting rights is the majoritarian default and therefore should be preserved as the statutory off-the-rack rule.*” (BAINBRIDGE, Stephen M. *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-25. 2005, p. 1. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=808584>>. Acesso em: 09 dez. 2016).



devem contar com administradores (*directors*),<sup>633</sup> deixando, no mais, todo o regramento pertinente a cargo dos estatutos.<sup>634</sup>

A prática, por lá, semelhante à norte-americana, é a de atribuir determinadas funções a alguns administradores (*executive directors*) ou mesmo delegá-las a executivos, ficando os demais apenas com funções supervisoras, embora todos formem o respectivo conselho (*board of directors*).<sup>635</sup>

Além disso, grande parte do tratamento da matéria advém do *UK Corporate Governance Code*, aplicável às companhias abertas listadas nos segmentos principais das bolsas (*premium segments*), que prescreve recomendações mais detalhadas sobre o papel e

---

<sup>633</sup> Cf. *Companies Act 2006*, §§154-156.

<sup>634</sup> A esse respeito, P. Davies e S. Worthington afirmam: “*Although s.154 requires all public companies to have two directors and private companies one, it leaves the determination of the role of the board very largely to the company’s constitution, which is, of course, under the control of the shareholders. Unlike in many, perhaps most, other jurisdictions, the division of powers as between board and the shareholders is a matter for private ordering by the members of the company rather than something to be specified mandatorily in the companies legislation. (...) Since the division of powers between board and shareholders is a matter for the articles (subject to a limited range of matters where the statute requires the participation of the shareholders in the decisions, discussed below), it is difficult to generalize about the patterns of division found in practice. However, some limited help can be gained from the model sets of articles which apply unless excluded by the incorporators in a particular case. For both public and private companies, the default provision is the same, and it is one which gives substantial authority to the board: “Subject to the articles, the directors are responsible for the management of the company’s business, for which purpose they may exercise all the powers of the company.” (...) Thus, in both public and private companies (though for different reasons) the model articles provide only a starting point in determining the role of the board which may be modified substantially through either board decisions to delegate authority to management (in public companies) or modifications of the articles in the case of private companies so as to confer decision-making authority on the shareholders. One may wonder how useful such a default provision is, but the truth is that the variations from the default are so many and so varied (depending on the circumstances of the particular company that it is impossible to identify a better default provision.*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 384-386).

<sup>635</sup> Nesse sentido, P. Davies e S. Worthington afirmam: “*The directors’ power of delegation to senior management has not given rise to any equivalent debate as to its legal effects. This has a number of explanations. Partly it is because that power of delegation is broadly drafted (see above) and includes an express power to “revoke any delegation in whole or part, or alter its terms and conditions”. As well, managers, unlike shareholders, have no formal place in the company’s legal structure. Finally, the initial division of power is not set out in the articles, so any subsequent alteration does not require an alteration of the articles; rather, when delegating, the board exercises a power conferred upon it by the articles, and in practice powers will be delegated on the basis that the delegation continues only at the pleasure of the board. The board can normally revoke its grant of authority as readily as it made it. However, although alteration or revocation of authority by the board may be effective, as we shall see below it may also constitute a breach (perhaps even a de facto termination) of the service contract entered into by the company with the manager, giving rise to claims for compensation on the part of the manager against the company, sometimes of a substantial character. Nevertheless, in practice such delegation is of enormous importance in large companies. In particular, there is normally a very large grant of managerial power to the most senior of the company’s managers, who will invariably be a member of the board of directors as well. Such a person, traditionally known in British parlance as the “managing director” but more often today, following US terminology, as the “chief executive officer” (CEO), is the driving force behind the formulation and implementation of the company’s strategy. Of increasing importance as well is the “chief financial officer” (CFO).*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 390).

as atribuições do *board of directors*.<sup>636</sup>

Já em relação à distribuição de competências entre os órgãos da companhia, a disciplina britânica adota uma abordagem substancialmente distinta da norte-americana, a despeito de as raízes de ambos os sistemas jurídicos serem assemelhadas, destacando-se pela atribuição mandatória de poderes decisórios aos acionistas com relação a uma série de temas, consequência da grande influência que os investidores institucionais (titulares de participações societárias relevantes) dispõem naquela jurisdição.<sup>637</sup>

Dessa forma, não obstante a flexibilidade que marca a disciplina societária por lá, inclusive no que diz respeito à alocação de poder decisório entre administradores e acionistas, o *Companies Act 2006* estabelece (i) diversas matérias em que as decisões dos primeiros estão condicionadas à aprovação dos últimos,<sup>638</sup> (ii) a possibilidade de os próprios

---

<sup>636</sup> A esse respeito, sobre a influência do *UK Corporate Governance Code* nessa seara, P. Davies e S. Worthington afirmam: *The provision of the UK Corporate Governance Code, quoted above, is more realistic for large companies when it gives the board the functions of setting the corporate strategy and reviewing management performance, thus indicating that the task of executive management is otherwise not for it but rather for the full-time senior employees of the company. This approach causes no formal difficulty for the model set of articles, since the model gives the board a wide power of delegation of the powers conferred upon them by the articles "to such person . . . to such an extent . . . and on such terms and conditions as they think fit."* Thus, delegation of powers by the board to the senior management of the company is provided for in the model articles. The point rather is that the strategy followed in the model set of articles for public companies of a broad grant of management power to the board which is then permitted a wide power of delegation does not tell one what pattern of division of function is in fact adopted in large companies between the board and senior (and, indeed, other) management. On that, the *UK Corporate Governance Code* may be a better guide." (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 385).

<sup>637</sup> Sobre essa característica do regime britânico, L. Enriques et. al afirmam: *"If we were to ask a knowledgeable observer to array our six core jurisdictions on a spectrum from the most to the least empowering for shareholders vis-à-vis managers in publicly traded companies, she would most likely list the UK at one extreme and the U.S. at the other. Despite their common legal heritage, the two Anglo-Saxon jurisdictions mark the ends of the governance continuum. Filling in the middle is trickier. Italy, Germany, and France accord shareholders significant rights that Delaware does not, such as the non-waivable minority right to initiate a shareholder meeting, to initiate a resolution to amend the corporate charter, to place board nominees on the agenda of shareholders' meeting, and to remove directors without cause by a qualified majority vote. (...) In some respects, this legal spectrum accurately depicts the power of shareholders as a class to safeguard their interests vis-à-vis managers. Despite the fact that shareholdings in the U.K. are diffuse, governance in the U.K. is significantly influenced by institutional shareholders, who are well equipped to represent the interests of shareholders as a class. Moreover, one of the most important arbiters of corporate disputes in the UK — the Takeover Panel — developed largely in accordance with the wishes of institutional shareholders. In contrast, the U.S. governance system relies heavily on independent directors, trusteeship, and state courts, none of which are specifically targeted to protect the interests of shareholders as a class. In recent years, however, U.S. institutional shareholders — and especially hedge funds — have become increasingly assertive, and U.S. boards have become increasingly attentive to share price."* (ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. cit., p. 83).

<sup>638</sup> A esse respeito, P. Davies e S. Worthington afirmam: *"Despite the flexibility which British company law gives the company to divide decision-making powers between shareholders and the board, there are a number of situations where the legislation requires shareholder approval of the board's decision (and sometimes even permits the shareholders to initiate a decision). The main category of such cases is where decision is likely to have an impact upon the shareholders' legal or contractual rights, even if the practical impact of that change on the member in a particular case is small (as with many changes to the articles). Without giving an exhaustive list of such situations, the following can be said to constitute the main examples of this policy: alterations to*

acionistas iniciarem determinadas discussões relevantes aos negócios da companhia – como, por exemplo, alterações dos estatutos;<sup>639</sup> e (iii) autoridade de supervisão dos acionistas quanto aos administradores,<sup>640</sup> incluindo a prerrogativa de revisão das decisões do *board of directors*.<sup>641</sup>

Ademais, em relação às companhias listadas em *premium segments*, há também a obrigatoriedade, nos termos das *Listing Rules* editadas pelo *Financial Conduct Authority*, de aprovação dos acionistas em relação a transações acima de determinados valores.<sup>642</sup>

Na Europa continental, a previsão legal de modelos duais de administração das companhias são mais comuns, embora, nem sempre, impostos de modo cogente. E no que diz respeito à alocação de poder entre acionistas e administradores, tais regimes tendem a adotar posição intermediária entre o centralismo dos administradores norte-americanos e o

---

*the company's articles; alteration of the type of company, for example, from public to private or vice versa; decisions to issue shares or to disapply pre-emption rights on issuance; decisions to reduce share capital, re-purchase shares; redeem or re-purchase shares out of capital in the case of private companies or give financial assistance in the case of private companies; alterations to the class rights attached to shares; adoption of schemes of arrangement; decisions to wind the company up voluntarily. All these provisions place limits on the extent to which the articles may authorize the board to proceed solely on its own initiative. They probably reflect the view that shareholder interests are potentially involved in such decisions, that shareholders are probably as well-equipped to take the decisions as the board, and that they are not decisions which occur frequently in the life of the company, but, beyond that, the provisions do not contribute directly to the development of good corporate governance.*" (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 393-394).

<sup>639</sup> A esse respeito, L. Bebechuk afirma: "Shareholders in the United Kingdom have the power to bring to a shareholder vote special resolutions to amend the memorandum or articles of association. They have a right to propose such resolutions at the annual shareholder meeting provided that proper notice was given. Furthermore, notwithstanding anything in the company's memorandum or articles of association, shareholders holding ten percent or more of the company's shares have the power to call a special meeting and may bring a proposal to amend the memorandum or articles of association to a vote in such a special meeting." (BEBCHUK, Lucian A (2005). Op cit., p. 848-849).

<sup>640</sup> A esse respeito, P. Davies e S. Worthington afirmam: "Nevertheless, shareholder decisionmaking still has an important, indeed crucial, role in the governance of companies. Quite apart from those decisions for which the Act requires shareholder consent, the traditional model of directorial accountability to the shareholders depends heavily upon the ability of the shareholders to review the performance of the board (notably when the annual report and accounts are presented to them) and to take decisions if they think that performance has not been adequate, for example, by removing the existing directors and installing a new board." (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 435-436).

<sup>641</sup> Nesse sentido, L. Enriques; H. Hansmann e R. Kraakman afirmam: "At one end of the spectrum, the UK statutory default permits a qualified majority of shareholders to overrule the board on any matter within the board's competence. Thus, shareholders can sell the company or amend the charter even if the board disagrees, provided that the issue is properly noticed and is approved by more than 75% of voting shares. Of course, shareholders seldom overrule a board in this way. A supermajority vote is hard to come by; and, more to the point, a simple majority is generally enough to remove the board. Nevertheless, the latent power to make all business decisions, even in public companies, enhances the UK's position as the most shareholder-centric of our core jurisdictions." (ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. cit., p. 73).

<sup>642</sup> Cf. *Listing Rules, LR 10 Significant transactions: Premium listing*. A esse respeito, P. Davies e S. Worthington afirmam: "The thought behind the provisions seems to be that a big transaction is as much like an investment decision as a management decision, and so the shareholders are to be involved in the taking of the decision, along with the management. This ground for insisting on shareholder involvement in a decision has no counterpart in the Act." (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 395).

protagonismo acionário britânico,<sup>643</sup>.

O *Code de commerce* da França passou, desde 1966, a permitir a escolha entre uma estrutura de administração unitária (composta por um conselho de administração – *conseil d'administration*) ou dual (composta por um conselho de supervisão – *conseil de surveillance* – e uma diretoria – *directoire*), justamente para viabilizar a adoção, pelas companhias, da estrutura que melhor se adapta ao seu porte, atividades, estágio de evolução etc.<sup>644</sup> Essa alternativa existe, inclusive, por lá, em relação às companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados.<sup>645</sup>

Na estrutura unitária, o conselho de administração dispõe, colegiadamente, de amplos poderes de orientação e supervisão dos negócios da companhia.<sup>646</sup> Todavia, as atividades de gestão e execução são atribuídas especificamente ao presidente do conselho ou a um diretor geral indicado pelo colegiado, por decisão do próprio conselho, observados os procedimentos estabelecidos a esse respeito no estatuto.<sup>647</sup> Por meio dessa alternativa, é possível estruturar um modelo mais ou menos centralizado de administração.<sup>648</sup>

Adicionalmente, o conselho de administração poderá também nomear um ou mais diretores delegados, encarregados de auxiliar, conforme o caso, o presidente do conselho ou

---

<sup>643</sup> Cf. ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Op. cit., p. 83

<sup>644</sup> Sobre os motivadores desse modelo, Y. Guyon afirma: “*Depuis longtemps le législateur hésite entre deux conceptions. Selon la première, la gestion et la direction devraient être centralisées afin notamment de clarifier les responsabilités. Selon la seconde, la gestion devrait être confiée à plusieurs personnes, car, au moins dans les sociétés importantes, elle constitue une tâche trop lourde pour un seul homme. Il est difficile de choisir « in abstracto ».* Dans certaines sociétés la concentration peut sembler meilleure alors que, dans d'autres, la collégialité est sans doute préférable. Dans sa rédaction originale, la loi du 24 juillet 1966 a pris le parti de la sagesse en laissant un choix aux actionnaires entre : – une structure classique qui distingue l'administration par un conseil et la direction par un président unique; – et une structure plus nouvelle, inspirée du droit allemand, où l'on trouve une direction collégiale assurée par un directoire et une surveillance exercée par un organe lui aussi collégial.” (GUYON, Yves. Op. cit., p. 330-331)

<sup>645</sup> Cf. GERMAIN, Michel; MAGNIER, Véronique. Op. cit. p. 929.

<sup>646</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-35.

<sup>647</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-51-1.

<sup>648</sup> A esse respeito, Y. Guyon pondera: “*Une société anonyme peut avoir à sa tête une personne physique qui exerce à la fois la 'présidence du conseil d'administration et la direction générale, c'est-à-dire qui concentre tous les pouvoirs entre ses mains. Cette formule convient bien à la gestion des sociétés petites ou moyennes, dont le capital est détenu par un actionariat homogène. Mais même dans ce cas le président n'est pas forcément seul. (...) Depuis la loi du 15 mai 2001 les sociétés peuvent opter pour une organisation dans laquelle une personne préside le conseil d'administration et une autre assure la direction générale (art. L. 225-51-I). Le choix est effectué par le conseil, et non par l'assemblée, dans les conditions prévues par les statuts. Le pouvoir est alors moins concentré dans la société classique (v. supra, n° 340). La société anonyme dissociée constitue par conséquent une variété intermédiaire entre la société à directoire et la société à président-directeur général. Cette nouvelle organisation est surtout destinée aux sociétés importantes, notamment celles qui font appel public à l'épargne car le président-directeur général n'était pas toujours en mesure d'assumer effectivement la totalité de ses fonctions. Mais cette dissociation permet aussi de réaliser un certain équilibre dans les filiales communes, un groupe d'actionnaires détenant la présidence, l'autre la direction générale.*” (GUYON, Yves. Op. cit., p. 364-375).

o diretor geral, no exercício de suas funções, dentro dos limites fixados pelo próprio conselho.<sup>649</sup>

No que diz respeito à composição do conselho de administração, o *Code de commerce* estabelece, em relação às companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados, a participação obrigatória de trabalhadores na composição de tal órgão na hipótese de pelo menos três por cento do capital social ser detido por empregados da sociedade ou de sociedades a ela ligadas.<sup>650</sup> A disciplina francesa estabelece, ainda, regras sobre a participação equilibrada de homens e mulheres nos órgãos da administração,<sup>651</sup> que passaram a vigorar para as companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados em 2017.<sup>652</sup>

Alternativamente, a companhia poderá optar pelo sistema dual – inspirado no modelo alemão – no qual os negócios são dirigidos por uma diretoria (*directoire*), sob o controle de um conselho de supervisão (*conseil de surveillance*), operando um mecanismo mais delimitado e formal de descentralização administrativa.<sup>653</sup>

---

<sup>649</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-53.

<sup>650</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-23.

<sup>651</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-17 e article L225-18-1.

<sup>652</sup> Sobre a implementação dessa obrigatoriedade, M Germain e V. Magnier destacam : “*Dans la mise en œuvre du principe, la réforme prévoit l’instauration progressive de la parité au sein des conseils de manière à parvenir, à un horizon de six ans à compter de la publication de la loi — soit le 1<sup>er</sup> janvier 2017 pour les sociétés cotées —, à la proportion minimale de 40% d’administrateurs ou de membres du conseil de surveillance de chaque sexe. (...) Ces dispositions sont applicables aux sociétés cotées sur un marché réglementé mais également à celles qui, pendant au moins trois années consécutives, emploient au moins 500 salariés et présentent un montant net de chiffre d’affaires ou un total de bilan d’au moins 50 millions d’euros.*”(GERMAIN, Michel; MAGNIER, Véronique. Op. cit. p. 931).

<sup>653</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-53 a article L225-58. Sobre as vantagens do modelo dual, Y. Guyon afirma: “*La nouvelle organisation paraît plus rationnelle. Elle distingue nettement la gestion (« line »), c’est—à-dire la prise de décision, de la surveillance, c’est-à-dire la détermination des grandes orientations et l’appréciation des résultats (« staff »). La répartition des pouvoirs entre le directoire et le conseil de surveillance ne va pas sans rappeler la Constitution de 1958 où le président de la République fixe les grandes orientations tandis que la politique plus quotidienne est déterminée et conduite par le gouvernement. En somme la structure nouvelle permet d’atteindre le but visé par les bons gestionnaires, c’est-à-dire centraliser les objectifs (ce qui est le rôle du conseil de surveillance) et décentraliser les organes de décision (ce que permet un organe collégial comme le directoire, surtout s’il existe une répartition des compétences entre ses membres). Néanmoins ce résultat peut être aussi atteint, depuis la loi du 15 mai 2001 en dissociant la présidence du conseil d’administration de la direction générale. On peut donc se demander si la loi nouvelle va entraîner une certaine désaffectation à l’égard des sociétés à directoire.*” (GUYON, Yves. Op. cit., p. 377-378). Também a esse respeito, M. Cozian, A. Viandier e F. Deboissy afirmam: “*La formule du directoire et conseil de surveillance est imitée du droit allemand des sociétés anonymes, qui distingue Vorstand (directoire) et Aufsichtsrat (conseil de surveillance). L’importation de ce schéma en 1966 a répondu au souci de séparer la direction, assumée par le directoire, et le contrôle, confié au conseil de surveillance. De plus, la souplesse des conditions d’accès au directoire devait permettre d’y faire entrer des managers même non actionnaires de la société. Cependant, l’épure n’a pas rencontré le succès espéré. Ce manque d’engouement pour une formule présentée comme moderne s’explique tout à la fois par le caractère collégial du directoire, difficilement conciliable avec la nécessaire unité de commandement, par le formalisme engendré par la dualité d’organes, laquelle oblige à la confection de rapports et de comptes rendus, et par la difficulté en pratique de dissocier direction et contrôle*”). Pourtant, si elle ne convient pas au plus grand nombre, cette forme de SA, parce qu’elle

Nessa hipótese, as atividades executivas ficam concentradas na diretoria,<sup>654</sup> que dispõe de amplos poderes de representação e também de algumas atribuições que, no regime unitário, ficam a cargo do conselho de administração.<sup>655</sup>

O conselho de supervisão, por sua vez, tem por função exercer o controle permanente da gestão da sociedade exercida pela diretoria (via de regra, *a posteriori*), mediante inclusive a verificação acerca da oportunidade e regularidade das ações tomadas,<sup>656</sup> sem prejuízo de sua competência para aprovar previamente determinadas operações previstas em lei e nos estatutos.<sup>657</sup>

O *Code de commerce* também estabelece um rol de competências privativas da assembleia de acionistas<sup>658</sup> que não podem ser atribuídas, nem por disposição estatutária, aos órgãos da administração.<sup>659</sup>

Na Itália, a matéria relativa à estrutura administrativa das sociedades por ações foi

---

*permet une mise en œuvre des principes du gouvernement d'entreprise (V. supra, n° 554), a séduit environ 20 % des sociétés composant le CAC 40 (PSA-Peugeot, Vivendi, Compagnie Financière Edmond de Rothschild...). Par ailleurs, lorsque, dans une société à caractère familial, vient l'heure de transmettre le pouvoir, ce type de société peut être une solution commode: le conseil de surveillance joue le rôle d'un conseil des anciens, tandis que les descendants font leur apprentissage au sein du directoire.” (Cf. COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. Op. cit., p. 366).*

<sup>654</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-64.

<sup>655</sup> Cf. GUYON, Yves. Op. cit., p. 381.

<sup>656</sup> Cf. GUYON, Yves. Op. cit., p. 384.

<sup>657</sup> Cf. *Code de commerce*, article L225-68.

<sup>658</sup> M. Cozian, A. Viandier e F. Deboissy apontam as seguintes competências privativas da assembleia geral, esparsas pelo *Code de commerce* : “L'ASSEMBLÉE ORDINAIRE...- nomme et révoque les administrateurs; – approuve les comptes et décide la distribution des bénéfices;- nomme les commissaires aux comptes ; – ratifie les conventions intéressant les dirigeants (C. com., art. L. 225-38); – approuve l'acquisition par la société, dans les deux ans de son immatriculation, d'un bien d'un actionnaire dont la valeur est au moins égale à 10 % du capital social (C. com., art. L. 225-101); – fixe le montant des jetons de présence alloués au conseil; – décide l'émission d'obligations ordinaires sauf dévolution de cette prérogative au conseil d'administration ou de surveillance (C. com., art. L. 228-40);- si les statuts le prévoient, agrée les cessionnaires et/ou autorise les décisions de gestion importantes ; – et plus généralement est compétente pour toute décision ne modifiant pas les statuts. L'ASSEMBLÉE EXTRAORDINAIRE... – augmente, réduit, amortit le capital ; – modifie l'objet social, la durée et le nom de la société ; – approuve les fusions, scissions et apports partiels d'actifs ; – décide l'émission d'obligations convertibles, échangeables, à bons de souscription, de certificats d'investissement et de bons de souscription d'actions ; – arrête la dissolution anticipée de la société ; – décide la transformation de la société ; – et plus généralement est compétente pour toute décision modifiant les statuts. NB – Les clauses statutaires contrevenant à la compétence de l'assemblée générale extraordinaire sont réputées non écrites (C. com, art. L. 225-96 – V. supra, n° 168).” (COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. Op. cit., p. 389).

<sup>659</sup> A esse respeito, Y. Guyon afirma: “La première limitation est prévue par la loi. Le conseil ne peut pas empiéter sur les attributions reconnues aux assemblées. En effet la société a des organes hiérarchisés, ayant chacun leur compétence propre. Donc le conseil ne peut pas se substituer à l'assemblée ordinaire, par exemple en révoquant l'un de ses membres, en procédant a une cooptation en dehors des hypothèses prévues par la loi (v. supra, n° 322) ou en décidant l'émission d'un emprunt obligataire (art. L. 228-40). « A fortiori » le conseil ne peut exercer les prérogatives due l'assemblée extraordinaire en modifiant les statuts, sauf cas du transfert du siège social. La violation directe de la compétence de l'assemblée extraordinaire se rencontre rarement.” (GUYON, Yves. Op. cit., p. 361).

também objeto da reforma promovida pela *Decreto legislativo 17 gennaio 2003, n° 6*.

A partir de então, o *Codice Civile* passou a contemplar três modelos distintos, que podem ser livremente adotados pelas sociedades por ações, inclusive por aquelas com dispersão acionária e pelas companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulamentados.

O primeiro deles, conhecido como sistema tradicional (*sistema tradizionale*) – por ser aquele que existia antes da aludida reforma – é composto por um órgão administrativo, formado por um único administrador ou por um colegiado (*consiglio di amministrazione*), que dispõe de amplos poderes administração e atua sob a vigilância de um órgão de controle – denominado *collegio sindacale* (semelhante ao conselho fiscal na legislação brasileira) –, sendo ambos os órgãos nomeados pela assembleia.<sup>660</sup> No caso das companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados, a administração colegiada é obrigatória.<sup>661</sup>

O segundo modelo, inspirado no modelo alemão, é denominado sistema dualístico, e contempla dois órgãos distintos de administração: o conselho de supervisão (*consiglio di sorveglianza*), nomeado pela assembleia geral e investido de competências de supervisão das atividades da administração – inclusive algumas das quais, no sistema tradicional, competem à assembleia (como, por exemplo, a aprovação das demonstrações financeiras) – e um conselho de gestão (*consiglio di gestione*), nomeado pelo conselho de supervisão, a quem compete a gestão geral dos negócios.<sup>662</sup>

O terceiro modelo, por sua vez, inspirado na disciplina norte-americana e britânica, é denominado sistema monístico e é bastante assemelhado ao sistema tradicional, no qual a administração compete a um conselho de administração nomeado pela assembleia, e o seu controle a um comitê de controle de gestão (*comitato per il controllo sulla gestione*, semelhante a um comitê de auditoria), composto por integrantes do conselho de administração que atendam a determinados requisitos de capacidade e independência.<sup>663</sup>

No silêncio do estatuto, a administração da sociedade será regida nos termos do sistema tradicional, sendo necessária, portanto, previsão expressa para que se institua o sistema dual ou unitário.<sup>664</sup>

No sistema tradicional, a gestão da companhia compete exclusivamente ao conselho

---

<sup>660</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 353.

<sup>661</sup> Cf. *Testo unico*, art. 147-ter.

<sup>662</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 353.

<sup>663</sup> *Ibidem*.

<sup>664</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2380, 1° comma.

de administração,<sup>665</sup> que pode ser estruturado a partir de formatos diversos, inclusive por meio da criação de um ou mais comitês executivos (*comitato esecutivo e degli amministratori delegati*)<sup>666</sup> que atuam com delegação de poderes outorgados pelo conselho, desde que autorizado pelo estatuto ou pela assembleia geral.<sup>667</sup>

O modelo prevê ainda a figura do diretor geral (*direttori generali*) nomeado pela assembleia ou pelo conselho de administração, mediante previsão estatutária nesse sentido, que está sujeito a um regime de responsabilidades equiparado ao dos administradores integrantes do conselho de gestão e costuma ser a figura responsável pela liderança e gestão cotidiana da sociedade.<sup>668</sup>

Nesse modelo, ademais, a administração está sujeita à supervisão e controle do *collegio sindacale*, eleito pela assembleia e de funcionamento permanente, a quem compete fiscalizar a atuação da administração.<sup>669</sup>

Caso a companhia opte, em seus estatutos, pelo sistema dual, a administração, como dito, será composta por um conselho de gestão e pelo conselho de supervisão.<sup>670</sup>

Nesse caso, compete ao conselho de gestão a prática de todos os atos de gestão da companhia, inclusive por meio de atribuição individual de competências entre seus membros,<sup>671</sup> em funcionamento que se assemelha à dinâmica do conselho de administração no sistema unitário.<sup>672</sup>

Ao conselho de supervisão, por sua vez, são atribuídas algumas das competências que, no sistema tradicional, competem à assembleia geral ou ao *collegio sindacale*.<sup>673</sup> Tal órgão é responsável por fiscalizar e controlar as atividades do conselho de gestão, nomear seus membros, aprovar as demonstrações financeiras, bem como autorizar previamente

---

<sup>665</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2380-bis.

<sup>666</sup> Em relação às companhias listadas na *Borsa Italiana*, aplicam-se, também, determinadas recomendações acerca da organização e funcionamento do conselho de gestão constantes do *Codice di Autodisciplina*, que prescreve boas práticas de governança corporativa no modelo “pratique ou explique”.

<sup>667</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2381. A esse respeito, G. Campobasso afirma: “*Inoltre, il consiglio di amministrazione può essere articolato al suo interno col la creazione di uno o più organi delegati, che danno luogo alle figura del comitato esecutivo e degli amministratori delegati (art. 2381). La struttura dell’organo amministrativo non è quindi fissata in modo rigido, per consentirne il migliore adeguamento alle concrete esigenze operative dell’impresa sociale.*” (CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 353).

<sup>668</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2396.

<sup>669</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2403.

<sup>670</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2409-octies.

<sup>671</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2409-nonies.

<sup>672</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 353.

<sup>673</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 420.



determinados atos estratégicos da companhia.<sup>674</sup>

O sistema monístico, por sua vez, é bastante semelhante ao sistema tradicional no que compete às atividades e forma de gestão da sociedade.<sup>675</sup>

A grande diferença, nesse caso, é a supressão do *collegio sindacale*, de modo que as funções de controle passam a ser exercidas pelo próprio conselho de administração, por meio de um comitê de controle (*comitato per il controllo sulla gestione*) constituído por parte de seus membros, que, todavia, devem atender a critérios de especialização e independência.<sup>676</sup> Por conta dessa dinâmica, nesse caso, ao menos um terço dos integrantes do conselho de administração devem ser formados por membros independentes.<sup>677</sup>

No caso das companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados, o *comitato per il controllo sulla gestione* tem poderes ampliados,<sup>678</sup> em muito equiparados àqueles de que dispõe o *collegio sindacale* no sistema tradicional e o conselho de supervisão no sistema dual.<sup>679</sup>

Existem, ainda, em relação às companhias com ações admitidas à negociação em mercados regulados, regras cogentes que tocam à composição da administração, de modo a garantir a participação de ao menos um administrador indicado por acionistas minoritários<sup>680</sup> e ao menos um administrador independente (ou dois, caso a administração seja composta por mais de sete membros).<sup>681</sup> Ademais, tais companhias são obrigadas a prever em seus estatutos mecanismos que garantam a diversidade de gênero na composição da administração, sendo que o gênero de menor representatividade deve corresponder a pelo

---

<sup>674</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2409-terdecies. Sobre as características do sistema dualístico na disciplina societária italiana, F. Di Sabato destaca: “*Il primo dei sistemi “alternativi” di amministrazione e controllo si caratterizza per l’abolizione del collegio sindacale e per la individuazione di due organi, accanto al soggetto incaricato del controllo contabile, che deve essere obbligatoriamente presente: il consiglio di gestione e il consiglio di sorveglianza. Questo sistema realizza una vera e propria “dissociazione tra proprietà (dei soci) e potere (degli organi sociali)” (così la relazione alla riforma del 2003), atteso che, in esso, quasi tutti i poteri di competenza dell’assemblea ordinaria vengono attribuiti, come vedremo tra breve, al consiglio di sorveglianza.*” (DI SABATO, Franco. Op. cit., p. 389). A esse respeito, G. Campobasso também assinala: “*Peculiare è invece la posizione del consiglio di sorveglianza: gli sono attribuite sia le funzioni di controllo proprie del collegio sindacale, sia alcune funzioni di indirizzo della gestione che nel sistema tradizionale sono proprie dell’assemblea dei soci, come la nomina e la revoca dei componenti del consiglio di gestione e l’approvazione del bilancio di esercizio. Funzioni di indirizzo che possono essere ulteriormente rafforzate con apposita clausola statutaria. riservando al consiglio di sorveglianza l’approvazione delle operazioni strategiche e dei piani industriali e finanziari predisposti dal consiglio di gestione. La presenza del consiglio di sorveglianza riduce le competenze dell’assemblea ordinaria.*” (CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 420).”

<sup>675</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 428.

<sup>676</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2409-sexiesdecies.

<sup>677</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2409-septiesdecies, 2º comma.

<sup>678</sup> Cf. *Testo unico*, art. 151-ter.

<sup>679</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 430-431.

<sup>680</sup> Cf. *Testo unico*, art. 147-ter, 3º comma.

<sup>681</sup> Cf. *Testo unico*, art. 147-ter, 4º comma.

menos um terço dos administradores.<sup>682</sup>

Em relação à alocação de competências entre os órgãos de administração e a assembleia, o *Codice Civile*, da mesma forma, trata de estabelecer rol de competências privativas da assembleia que não podem ser alteradas por estatuto (exceto, evidentemente, nos casos em que a possibilidade de delegação é expressamente prevista),<sup>683</sup> ressalvado, todavia, que esse rol é diferenciado, como dito, na hipótese de adoção do sistema dual de administração, na medida em que, nesse caso, o conselho de supervisão acaba por absorver determinadas competências que, no sistema tradicional e no sistema unitário, são privativas da assembleia.<sup>684</sup>

A Alemanha, por sua vez, destaca-se por manter disciplina acentuadamente rígida quanto à estrutura administrativa das companhias, especialmente em contraste aos demais regimes europeus-continentais, inclusive o francês e o italiano acima detalhados.<sup>685</sup> Essa rigidez, inclusive, tem motivado algumas companhias alemãs a buscar outras jurisdições da Europa para se constituir, ou mesmo adotar, a forma de sociedade europeia, mas flexível nessa seara.<sup>686</sup>

A *AktG* impõe a adoção mandatória de uma estrutura de administração dual, formada pelo conselho de administração (*Vorstand*) e o conselho de supervisão (*Aufsichtsrat*).<sup>687</sup>

---

<sup>682</sup> Cf. *Testo unico*, art. 147-ter, 1<sup>o</sup>-ter comma.

<sup>683</sup> Cf. CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 308.

<sup>684</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2364, art. 2364-bise e art. 2365.

<sup>685</sup> Cf. FLEISCHER, Holger. Op. cit., p. 19-20.

<sup>686</sup> Cf. GRUNDMANN, Stephen. Op. cit., p. 254-255.

<sup>687</sup> Sobre as razões desse regime mandatório, S. Grundmann afirma: “*The two-tier board in Germany has first been justified by reasoning that the owners (in a public company) are not only incapable of running the business themselves, but also of supervising it. Moreover, in both functions, there was also a need for mediation between shareholder interests, which are by no means necessarily homogeneous. Therefore, the supervisory board has been declared competent for supervising the management and for taking employment decisions in this respect.*” (GRUNDMANN, Stephen. Op. cit., p. 258). K. Hopt, por sua vez, associa tal rigidez ao fato de a legislação alemã garantir a representatividade dos empregados no conselho de supervisão: “*Germany is an outlier in this respect. It has consistently refused to give shareholders a choice between the two systems, even though pleas for such a reform have long since been on the table. Most recently the German Lawyers Association has also recommended such an option to the German legislator by a large majority of the votes. As described before, both systems have developed for historical reasons, are path-dependent and have their pros and cons. The shareholders know better than the legislators what suits them, and they also bear the risk in a competitive environment if they make the second-best choice. The restraint of Germany is even less justified since the European companies in Germany do have this choice. The real reason for the restrictive attitude is, besides sheer traditionalism and conservatism, the fact that the trade unions do everything possible to preserve (untouched) labor codetermination in the boardroom at parity or quasi-parity, and they know very well that such codetermination would be much less acceptable in a one-tier board. Thus they shy away from having the flexible negotiation system in force for the European Company under European law extended to German corporations.*” (HOPT, Klaus. *The German Law of and Experience with the Supervisory Board*. European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 305/2016, 2016, p. 5-6. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2722702>>. Acesso em: 10 set. 2016.

O conselho de administração é essencialmente responsável pela gestão dos negócios sociais e representação da companhia, dispondo de amplos poderes de administração.<sup>688</sup>

Tal poder pode ser relativamente limitado apenas pela eventual necessidade de aprovação do conselho de supervisão com relação a determinadas matérias previstas no estatuto, sendo que a falta de tal aprovação pode ser suprida pela aprovação em assembleia.<sup>689</sup>

Todavia, fora desse cenário ou da hipótese em que o conselho de administração opta por buscar aprovação assemblear em relação a um determinado tema, não pode haver interferência da assembleia em relação às competências de gestão privativas do conselho de administração.<sup>690</sup>

Ademais, embora a *AktG* estabeleça que as responsabilidades atinentes à administração da companhia não podem ser atribuídas ao conselho de supervisão – vedação que é reforçada pela proibição de coincidência de integrantes do conselho de administração e do conselho de supervisão.<sup>691</sup>

---

<sup>688</sup> Cf. *AktG*, §76, §77 e §78. Sobre a amplitude dos poderes de gestão do conselho de administração, F. Kübler afirma: “En virtud de lo dispuesto en el § 76 I, los administradores dirigen la sociedad bajo su propia responsabilidad. Con esta expresión, la *AktG* establece el principio, inalterable en su núcleo, de que la labor de gestión es competencia exclusiva del consejo de administración. En este sentido, los administradores están limitados por el objeto social, que, según el § 23 III n.º- 2 debe formularse de forma precisa: así, la línea a seguir es la fijada por la finalidad que persigue la sociedad, establecida por los fundadores o por la mayoría cualificada. Sólo si, con ocasión del desempeño de sus funciones decisorias y de planificación, se plantean conflictos en relación con los objetivos de la sociedad, el consejo de administración cuenta con un amplio margen – incluso tras la supresión de la «cláusula del bien común» – (cfr. el epígrafe 14 III 2 e) para coordinar y equilibrar discrecionalmente los intereses en conflicto en conformidad con sus obligaciones.” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 316).

<sup>689</sup> Cf. *AktG*, §111. Acerca dessa dinâmica, F. Kübler afirma: “En virtud del § 111 IV 2, los estatutos o el propio consejo de vigilancia pueden establecer como requisito la necesidad de recabar el consentimiento de este último para llevar a cabo un determinado tipo de negocios. Este poder discrecional puede incluso llegar a obligar al consejo de vigilancia a imponer su consentimiento al consejo de administración, en caso de que no exista otra forma de evitar que éste adopte medidas contrarias a la ley (BGHZ 124, 111, 127). El § 111 IV 2 no se aplica únicamente a los negocios jurídicos (como la adquisición o venta de inmuebles, la celebración de un préstamo o de la contratación de un acto directivo), sino a cualesquiera otras medidas y decisiones, tales como la planificación de inversiones, producción o distribución. Ahora bien, el ámbito de actuación sujeto a consentimiento no puede extenderse excesivamente hasta el punto de que en la práctica, è consejo de vigilancia participe en la gestión. Por otro lado, no puede excluirse en los estatutos la competencia del consejo de vigilancia para exigir su consentimiento Si el consejo de vigilancia no otorga el consentimiento exigido en los estatutos o por previsión propia, el consejo de administración puede intentar obtener un acuerdo de la junta que sustituya la autorización denegada por el consejo de vigilancia; para ello se requiere, sin embargo, una mayoría de al menos tres cuartas partes de los votos emitidos (§ III IV 3 a 5).” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 316-317).

<sup>690</sup> Nesse sentido, F. Kübler afirma: “El consejo de administración puede estar interesado en obtener la autorización de la junta, porque no responde frente a la sociedad anónima de aquellos actos que haya realizado con dicha autorización (§ 93 IV). Esto sólo se aplica a las autorizaciones solicitadas por el propio consejo de administración; si la junta toma decisiones por propia iniciativa sobre cuestiones relativas a la gestión, está violando la asignación imperativa de competencias del Derecho de sociedades, de modo que de ellas no pueden derivarse las consecuencias jurídicas pretendidas.” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 317).

<sup>691</sup> Cf. *AktG*, §105.

O conselho de supervisão, por sua vez, tem amplos poderes de supervisão em relação ao conselho de administração da companhia, sendo responsável, inclusive, pela indicação de seus membros.<sup>692</sup>

A rigidez que marca a disciplina societária alemã nessa seara está também em grande medida associada às regras de composição do conselho de supervisão.

A esse respeito, o *AktG* estabelece que o colegiado deverá ser composto por no mínimo três membros, sendo que, na hipótese de o estatuto social fixar número maior, o mesmo deverá ser sempre divisível por três e restrito a um limite máximo de composição fixado em lei, em função do valor do capital social da companhia.<sup>693</sup>

Adicionalmente, em função do princípio da cogestão que prevalece na Alemanha,<sup>694</sup> a legislação denominada *Mitbestimmungsgesetz (MitbestG)* estabelece mecanismos de representação dos trabalhadores no conselho de supervisão, sendo que as companhias com mais de dois mil empregados estão sujeitas a um regime de composição paritária de seu conselho de supervisão, formado por igual número de membros eleitos pelos acionistas e indicados pelos trabalhadores.

Nesse caso, todavia, sempre que houver empate nas deliberações do conselho de supervisão, garante-se o voto de qualidade ao presidente do colegiado, de modo a garantir a preponderância dos membros eleitos pelos acionistas.<sup>695</sup> O *MitbestG* contempla, também,

---

<sup>692</sup> Cf. *AktG*, §84, §111. Sobre a natureza desse colegiado na disciplina societária alemã, F. Kübler destaca: “La función que desempeña el consejo de vigilancia en la estructura de competencias de la sociedad se determina en función de sus cometidos: la elección, la supervisión y — en su caso — la destitución del consejo de administración (§§ 84 I y III, 111 I y II); es el órgano llamado a ejercer el control pericial de la labor de gestión, que forma parte de los principios básicos del Derecho de sociedades anónimas.” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 317).

<sup>693</sup> Cf. *AktG*, § 95.

<sup>694</sup> Sobre as raízes da cogestão na Alemanha, F. Kübler sintetiza: “La cogestión en la empresa hace referencia a la participación de los trabajadores en los procesos de planificación y decisión empresariales de forma jurídicamente institucionalizada. Esta institución, que tiene sus fundamentos tanto en la ética social liberal (Robert Von Mohl, Lorenz Von Stein) como en la cristiana (Otto Von Gierke, Friedrich Naumann), surgió como reacción a las consecuencias sociales de la industrialización, y al mismo tiempo, como alternativa a los postulados revolucionarios que reivindicaban la expropiación. Así, la cogestión responde al hecho de que en la primera mitad del siglo XIX se toma conciencia de que el fenómeno de la proletarización no sólo lleva consigo un empobrecimiento material de la población, sino también cultural, así como la pérdida de la autodeterminación del individuo. Además, la cogestión lleva a confrontar al sistema capitalista, en el que los propietarios de los bienes de producción se organizan desde el punto de vista societario como propietarios de las empresas que regulan sus relaciones con los trabajadores sólo por la vía contractual, con las exigencias de una colaboración cooperativista entre las fuerzas de trabajo y el capital en el seno de la empresa, lo que se califica como una asociación en sentido amplio con carácter social (Otto Von Gierke).” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 659).

<sup>695</sup> Cf. *AktG*, §96. A esse respeito, H. Fleischer afirma: “Concerning the composition and size of the supervisory board, the German system of codetermination provides for a mandatory legal regime which is in many respects unique in the world. If a company regularly employs more than 2,000 employees, the Codetermination Act 1976 (*Mitbestimmungsgesetz 1976, MitbestG 1976*) applies, requiring that half of the supervisory board

regras diferenciadas atinentes ao número mínimo de membros do conselho de supervisão, em função do número de empregados.<sup>696</sup>

A *AktG* prevê, ainda, a possibilidade de concessão de direitos especiais de indicação de membros do conselho de supervisão a determinados acionistas, sem que isso implique a criação de uma classe diferenciada de ações.<sup>697</sup>

Como mencionado, *AktG* trata de restringir o poder dos acionistas em relação à gestão das companhias, estabelecendo que a competência de tal órgão, com relação à aprovação de atos da administração, é circunscrita às matérias previstas no diploma ou à solicitação da própria administração, bem como limitando as hipóteses de destituição dos membros do conselho de supervisão indicados por trabalhadores.<sup>698</sup>

Na Alemanha, a *AktG* também estabelece um rol de competências privativas da assembleia de acionistas, que não podem ser suprimidas por meio de cláusula estatutária.<sup>699</sup> Adicionalmente, o *Übersetzung durch Samson-Übersetzungen GmbH*, que disciplina as transformações e reorganizações societárias, também estabelece competência decisória dos

---

*members are elected by the employees. To avoid a deadlock and to secure a slight majority of shareholders for constitutional reasons, the Chairman of the supervisory board, who, for all practical purposes, is a representative of the shareholders, has the casting vote in the case of split resolutions. For large companies with more than 20,000 employees § 7 para. 1 no. 3 MitbestG provides for a supervisory board of 20 directors, making German boards by far the largest boards in Europe.” (FLEISCHER, Holger. Op. cit., p. 18).*

<sup>696</sup> Ibidem.

<sup>697</sup> *AktG*, § 101. A esse respeito, F. Kübler afirma: “Este derecho de representación proporcional fue creado con la finalidad de permitir que el Estado pueda ejercer su influencia sobre la gestión de las empresas públicas o semipúblicas, sin la participación de capital necesaria en otros casos. Con todo, puede aplicarse a otros casos; así, puede concederse para la protección de una minoría, lo que tiene gran trascendencia, ya que en virtud de la norma legal, para la elección de los representantes del accionariado es suficiente la mayoría simple. Al mismo tiempo, se pretende evitar que determinados grupos dominen la sociedad anónima gracias a sus derechos de representación, establecidos en los estatutos; por ello, sólo se permite la elección por esta vía de, como máximo, un tercio de los accionistas (§ 101 II 4).” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 323).

<sup>698</sup> Cf. *AktG*, § 84, § 111, § 119. A esse respeito, F. Kübler afirma: “La junta General es el órgano en cuyo seno los accionistas ejercitan sus derechos (§ 118 I). Su importancia en la sociedad está ciertamente limitada por el hecho de carecer prácticamente de facultades para determinar la distribución de competencias entre los órganos de la sociedad anónima, a diferencia de lo que ocurre con la asamblea de socios de la asociación. En efecto, las funciones y facultades del consejo de administración, de vigilancia y junta general se encuentran reguladas imperativamente de tal forma que se excluye casi totalmente la participación de la junta general en la gestión de la sociedad. Por ello, se suele afirmar que esta limitación «supone la supresión de su posición predominante»; por lo que ya no puede hablarse propiamente de «órgano soberano» en la formación de la voluntad social.” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 330).

<sup>699</sup> Cf. *AktG*, § 119. Sobre tais competências da assembleia, F. Kübler destaca aquelas associadas a: “Las decisiones fundamentales que afectan a la existencia y la estructura del capital de la sociedad (competencia relativa a las modificaciones estructurales). Aquí no sólo se incluyen los casos contemplados en el § 119 I de la modificación de los estatutos, del aumento y reducción de capital (cfr. el epígrafe 16) y de la disolución (cfr. el apartado IV), sino también medidas como la incorporación de la sociedad a un grupo (§§ 319 y ss.; cfr. más abajo el epígrafe 29 VI), la celebración de contratos de asociación con otras empresas (§§ 291 y ss.; cfr. el epígrafe 29 III), así como la transformación de la empresa por fusión (§§ 2 y SS y 60 y ss. UmwG), escisión (§§ 123 y 141 UmwG), transmisión patrimonial (§ 359 y ss.) y cambio de forma jurídica (§§ 190 y ss. y 226 y ss. UmwG; sobre estos supuestos cfr. más abajo los epígrafes 26 y 27).” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 331).

acionistas em relação a tais operações.<sup>700</sup>

### 3.5.4.3 O regime brasileiro

O regime estabelecido pela Lei nº 6.404/76 contempla, também, bastante rigidez no que diz respeito à conformação da estrutura administrativa e decisória das sociedades por ações,<sup>701</sup> sendo que a maior autonomia privada nessa seara fica restrita somente às companhias fechadas.

Ou seja, no Brasil, a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários – que está bastante limitado às sociedades por ações<sup>702</sup> – obriga a empresa a adotar uma forma de organização robusta e complexa, o que, além de representar invariáveis custos diretos e indiretos, retira-lhe plasticidade que poderia ser, a depender de seu estágio de evolução e do seu ramo de atividade, de extrema relevância.

Tal realidade deriva, provavelmente, daquela percepção do legislador de que a utilização do mercado de valores mobiliários deveria ser prerrogativa de sociedades em estágios avançados de desenvolvimento no contexto de vultosas captações de recursos que invariavelmente trariam para o seio da companhia aquela dinâmica própria das grandes companhias abertas, o que justificaria, assim, a imposição da adoção de tal estrutura de organização rígida e robusta.

Uma das principais inovações introduzidas no regime societário brasileiro a partir da edição da Lei nº 6.404/76 foi justamente a recepção do modelo dual de administração, por meio do reconhecimento de funções de duas ordens distintas: deliberativas e executivas.<sup>703</sup>

Nesse aspecto, falou mais alto a inspiração no regime alemão e francês,<sup>704</sup> que, como visto, à época já reconheciam tal estrutura, ainda que com nuances diferentes, em contraste ao modelo de administração unitário que prevalece no Direito norte-americano e inglês.<sup>705</sup>

---

<sup>700</sup> Cf. *Übersetzung durch Samson-Übersetzungen GmbH*, §13, §65, §76, §125, e §193 para. 1.

<sup>701</sup> Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit., p. 30-31.

<sup>702</sup> Conforme será explorado em maior detalhe no item 3.6 a seguir.

<sup>703</sup> Cf. TEIXEIRA. Egberto Lacerda; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Op. cit., p. 437.

<sup>704</sup> Aliás, cumpre destacar a declarada importância do direito comparado na elaboração do anteprojeto que originou a Lei nº 6.404/76, que procurou, simultaneamente, manter a tradição societária brasileira, inspirada no direito europeu continental, incorporando, entretanto, importantes inovações presentes no direito anglo-saxão. A esse respeito, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “*Este é um dos pontos delicados do Projeto, que procurou conciliação pragmática dos modelos continental-europeu e anglo saxão, numa tentativa de antecipar-se a uma universalização de normas sobre a matéria, sem renunciar às nossas origens, e ao nosso sistema jurídico que deve ser preservado tanto quanto possível.*” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 212). Como visto, à época o regime italiano contemplava apenas o chamado sistema tradicional, baseado em um único órgão de administração, panorama este que se modificou apenas por meio da reforma legislativa de 2003, que passou a reconhecer também a estrutura dual.

<sup>705</sup> Cf. TEIXEIRA. Egberto Lacerda; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Op. cit., p. 437.

A ideia subjacente ao regime proposto, conforme disseminado à época, era louvável: conferir aos instituidores das sociedades por ações liberdade para melhor modelar sua estrutura administrativa – inclusive de acordo com o porte da sociedade e seu estágio de desenvolvimento –, permitindo a opção pelo modelo unitário, composta apenas pela diretoria (conforme era previsto no regime anterior, sob a vigência do Decreto Lei nº 2627/40) ou pela estrutura dual, composta por um órgão de deliberação – o conselho de administração – e um órgão executivo – a diretoria.<sup>706</sup>

Não obstante, essa liberdade restou limitada às companhias fechadas, uma vez que a redação final da Lei nº 6.404/76 tratou de impor a estrutura dual da administração às companhias abertas, bem como às sociedades de economia mista e às companhia com capital autorizado, relativizando, por óbvio, àquela almejada opcionalidade em relação à estrutura administrativa.<sup>707</sup> Instalou-se, portanto, por aqui, em relação às companhias abertas, rigidez em relação à matéria equiparável apenas, como visto, ao regime alemão, onde tal modelo é obrigatório para quaisquer sociedades por ações.

---

<sup>706</sup> Essa intenção pode ser verificada na Exposição de Motivo da Lei nº 6.404/76: “O Projeto introduz várias e importantes modificações na administração da companhia, atento a que os órgãos da administração – sobretudo nas grandes empresas – é que detém maior parcela do poder empresarial, condicionam o sucesso ou insucesso da empresa, e podem ser fonte dos maiores agravos aos minoritários. Quanto à organização da administração, o Projeto não fixa modelo único – individual (como atualmente, em que cada Diretor tem funções e responsabilidade definidas) ou colegiada (em que é obrigatória a existência do Conselho). É inegável que nas grandes empresas – em que ninguém pode deter todos os conhecimentos necessários às deliberações – o colegiado é a forma mais adequada. Mas as hipóteses são muito variadas, e como o Projeto regula companhias de todas as dimensões, a solução que se impõe é deixar a cada sociedade a opção pela estrutura de preferir (art. 138) (...)” (Cf. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/leis/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2016.

<sup>707</sup> A esse respeito, destacou M. Carvalhosa: “A duplicidade dos órgãos de administração é obrigatória nas sociedades de economia mista (art. 239), nas companhias abertas (art. 4º) e nas companhias que adotam regime de capital autorizado, tanto abertas como fechadas. A duplicidade somente não é obrigatória para as companhias fechadas privadas (art. 238) de capital fixo. Daí o equívoco de se declarar que o regime de duplicidade orgânica da administração societária brasileira é optativo. Na realidade, a opção é residual, na medida em que apenas as companhias fechadas e de capital fixo é que podem deixar de constituir os dois órgãos de administração.” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2008, p. 5). Em contrário, ressaltando a flexibilidade conferida pela Lei nº 6.404/76 e sua aproximação com o sistema unitário, N. Eizirik pondera: “Entre nós, adotou-se um sistema híbrido, dotado de razoável flexibilidade, que pode ser bem adaptado ao porte e à composição acionária de cada companhia. O conselho de administração, órgão colegiado e deliberativo, somente é obrigatório nas companhias abertas, nas sociedades de economia mista e nas de capital autorizado. Diversamente do que ocorre em vários países, não é obrigatória a presença de trabalhadores em sua composição, mas somente de representantes dos acionistas, controladores e minoritários. A diretoria é usualmente apenas órgão de representação e de execução, embora, nas sociedades que não dispõem do conselho de administração, possa também apresentar feição deliberativa. Assim, não se pode afirmar que o nosso modelo é bipartido; na realidade, está mais próximo do modelo unitário, uma vez que na imensa maioria das companhias fechadas e de capital fixo, não existe conselho de administração, constituindo a diretoria o único órgão de administração.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada* (2015 v. 3), Op. cit., p. 22).

A partir desse modelo, a Lei nº 6.404/76 estabelece que a administração da companhia compete ao conselho de administração e à diretoria ou apenas a esta última,<sup>708</sup> conforme disposto no estatuto social, ressalvadas as hipóteses obrigatórias de adoção da estrutura dual acima referidas.<sup>709</sup>

Na dinâmica da lei, o conselho de administração é reconhecido como órgão de deliberação colegiada,<sup>710</sup> no qual seus membros não dispõem, portanto, de competências individuais.

O colegiado, que deverá ser composto por pelo menos três membros,<sup>711</sup> dispõe, ainda, de uma série de competências privativas indelegáveis, dentre elas a fixação da orientação geral dos negócios da companhia, bem como a eleição e destituição dos diretores, a fixação de suas atribuições (observado o disposto a esse respeito no estatuto) e fiscalização de sua gestão.<sup>712</sup>

Ademais, pode o estatuto social fixar competências adicionais ao conselho de administração, especialmente no que diz respeito à autorização para determinados atos de gestão reputados, por sua magnitude ou impacto, relevantes.<sup>713</sup>

À diretoria, por sua vez, compete privativamente a representação da companhia, sendo responsável pela gestão direta dos seus negócios.<sup>714</sup> Compete ao estatuto estabelecer eventuais atribuições e poderes individuais de cada diretor,<sup>715</sup> bem como competências colegiadas da diretoria,<sup>716</sup> que deverá ser formada por ao menos dois membros,<sup>717</sup> sendo permitida a acumulação de cargos com a de conselheiro de administração até o limite de um terço de seus membros.<sup>718</sup>

Ademais, a lei proíbe expressamente que os poderes conferidos ao conselho de administração e à diretoria sejam outorgados a qualquer outro órgão, criado por lei ou estatuto,<sup>719</sup> reafirmando a rigidez estrutural que marca, por aqui, tal tipo societário.

Como dito, subjacente à obrigatoriedade da estrutura dual de administração no caso

---

<sup>708</sup> Cf. artigo 138, *caput*, da Lei nº 6.404/76.

<sup>709</sup> Cf. artigo 138, §2º e e artigo 239 da Lei nº 6.404/76.

<sup>710</sup> Cf. artigo 138, §1º e e artigo 239 da Lei nº 6.404/76.

<sup>711</sup> Cf. artigo 140 da Lei nº 6.404/76.

<sup>712</sup> Cf. artigo 142 da Lei nº 6.404/76.

<sup>713</sup> Cf. artigo 142 da Lei nº 6.404/76.

<sup>714</sup> Cf. artigo 138, §1º da Lei nº 6.404/76.

<sup>715</sup> Cf. artigo 143 da Lei nº 6.404/76.

<sup>716</sup> Cf. artigo 143, §2º da Lei nº 6.404/76.

<sup>717</sup> Cf. artigo 143 da Lei nº 6.404/76.

<sup>718</sup> Cf. artigo 143, §1º da Lei nº 6.404/76.

<sup>719</sup> Cf. artigo 139 da Lei nº 6.404/76.



das companhias abertas está a presunção de que o processo de formação de capital por meio do mercado de valores pressupõe complexidade estrutural da sociedade empresária. Além disso, nessas hipóteses, poderia também ser alegado que tal obrigatoriedade seria uma decorrência natural daqueles mecanismos que a lei prevê para efetivar a participação da minoria societária na administração, garantindo-lhe direitos especiais de eleição de membros desse colegiado.<sup>720</sup>

É curioso notar, contudo, que os responsáveis pela elaboração do anteprojeto que originou a Lei nº 6.404/76 reconheciam que a despeito da importância de um órgão colegiado de administração em companhias mais desenvolvidas, a obrigatoriedade de conselho de administração não deveria se aplicar a todas as companhias abertas, aceitando que, em alguns casos, a estrutura dual poderia não ser a mais adequada, inclusive por, evidentemente, agregar complexidade organizacional e, conseqüentemente, custos.

Nesse sentido, a proposta original refletida no anteprojeto era conceder à CVM competência para regular a matéria, definindo para quais companhias abertas a estrutura dual de administração deveria ser obrigatória.<sup>721</sup> Entretanto, o anteprojeto foi alterado nesse ponto durante sua tramitação, passando a prever a obrigatoriedade do conselho de administração para todas as companhias abertas.<sup>722</sup>

Sem prejuízo da importância do conselho de administração na estrutura administrativa e de governança corporativa das companhias, parece que a imposição de sua adoção obrigatória em todas as companhias abertas constitui uma exagerada intromissão do Estado em assuntos relativos à sua organização interna que, como visto, em outras jurisdições (inclusive de origem românica, como França e Itália), costuma ser deixado à

---

<sup>720</sup> Conforme, inclusive, constou da Exposição de Motivo da Lei nº 6.404/76: “*Essas exceções se justificam porque o Conselho de Administração é mais representativo da Assembléia Geral, pois nele tem assento assegurado representantes da minoria (art. 141)*”. (Cf. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/leis/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 12 maio 2016. Acerca dessa concepção subjacente a tal obrigatoriedade em relação às companhias abertas, M. Carvalhosa afirma: “*Nas companhias abertas, a obrigatoriedade do Conselho de Administração fundamenta-se formalmente na necessidade de conciliar os interesses dos acionistas controladores e daqueles que compõem a comunidade minoritária de investidores do mercado. Também pela escala que se pressupõe tenha uma companhia aberta, impõem-se a especialização e a profissionalização da diretoria, cabendo, em consequência, aos controladores atuar no Conselho de Administração, juntamente com representantes dos minoritários, deixando aos profissionais de administração empresarial as funções executivas na condução da companhia.*” (CARVALHOSA, Modesto (2008 v.3). Op. cit., p. 7).

<sup>721</sup> Conforme, inclusive, refletido na Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76. “(a) as companhias de capital autorizado devem adotar o colegiado (§ 2º do art. 138), e (b) a Comissão de Valores Mobiliários pode determinar sua adoção pelas companhias abertas (§ 3º do art. 138)”.

<sup>722</sup> Cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 280.

autonomia privada.

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

Especialmente em determinadas companhias de controle societário definido e de menor porte, a natureza impositiva de tal órgão pode não fazer sentido algum, a depender do grau de proximidade dos controladores-empresendedores do cotidiano dos negócios sociais.

Nesses casos, o órgão tende evidentemente a tornar-se meramente figurativo, dispendioso e burocratizante, ao contrário do que pode ocorrer em companhias que não contam com a figura de um acionista controlador, naquelas em que o poder de controle é exercido de maneira compartilhada ou nos demais casos em que, por conta de outras particularidades atinentes a seu porte ou ao modelo utilizado para captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários, tal órgão torna-se efetivamente essencial.<sup>723</sup>

Aqui, novamente, os agentes econômicos envolvidos nas operações de capitalização das companhias por meio do mercado de valores mobiliários parecem estar em melhor condição de avaliar a estrutura administrativa interna ideal para tal negócio do que o Estado,

---

<sup>723</sup> Em severa crítica a essa obrigatoriedade constante da Lei nº 6.404/76, M. Carvalhosa afirmou: “*Se não tivesse, no caso específico brasileiro, uma especial utilidade, não se poderia mesmo justificar a instituição, entre nós, desse órgão, após ter sido ele, nos últimos anos, totalmente desmistificado quanto à sua real serventia para a administração da sociedade anônima. Com efeito, após os estudos de campo de Myles L. Mace e a profunda análise de Conard sobre a completa disfunção do Conselho de Administração das companhias nos Estados Unidos, não se poderia entender por que o legislador brasileiro teria instituído, entre nós, esse órgão dispendioso, inútil, que, de fato, nada manda e nada sabe a respeito das questões administrativas da companhia. (...) Este órgão, entre nós, tem efetiva função nas companhias sob regime de ‘joint ventures’, na medida em que assegura a determinados grupos de acionistas a efetiva participação e, em alguns casos, até o predomínio nas decisões fundamentais da companhia, tal como estabelecido nos respectivos acordos de acionistas, principalmente nos acordos de voto em bloco (art. 118). Por outro lado, nas companhias controladas inteiramente por um bloco de acionistas (art. 118), distanciadas, portanto, do regime de ‘joint ventures’ e dos conglomerados, a existência do Conselho de Administração é inteiramente inútil, já que nenhum poder efetivo tem o referido órgão, como já se verificou universalmente. Por isso que, no direito norte-americano, são chamados de ‘passive boards’. Nesta última hipótese, o poder efetivo de administração está nas mãos dos controladores, constituindo o Conselho um órgão meramente homologatório das decisões tomadas por aqueles nas reuniões prévias (art. 118).*” (CARVALHOSA, Modesto (2008 v.3). Op. cit., p. 8-10). Endossando tal visão, J. Lucena afirma: “*Trata-se, de um modo geral, de um órgão inútil e dispendioso, formado por indivíduos que não reúnem condições para decidir o governo da companhia e muito menos para velar pelos interesses de investidores minoritários. Meras figuras decorativas, destituídos de vero poder decisório, quando muito se prestam a homologar decisões impostas pelos controladores.*” (LUCENA, José Waldecy. v. 2, Op. cit., p. 283).

sendo certo que estruturas ineficientes ou que retirem capacidade de participação das minorias – quando for de interesse destas tal participação – serão evidentemente precificadas com imediatos reflexos no custo de capital da própria companhia.

No que diz respeito à alocação de poderes entre os diversos órgãos da companhia, como dito, a disciplina das sociedades por ações é também marcada por importante rigidez, prescrevendo diversas competências privativas à assembleia geral e aos órgãos de administração, fora dos poderes de regramento privado pelos estatutos.<sup>724</sup>

A Lei nº 6.404/76 atribui supremacia hierárquica<sup>725</sup> à assembleia geral no âmbito da organização da companhia, atribuindo a esse órgão competência decisória privativa e indelegável<sup>726</sup> em relação a um conjunto extenso de matérias – algumas das quais, em certa medida, associadas à administração da sociedade –, bem como poderes para decidir sobre todos os negócios relativos ao objeto da companhia e para orientar os administradores.<sup>727</sup>

---

<sup>724</sup> A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “As atribuições dos órgãos da companhia são definidas pela lei: (a) o artigo 122 enumera os atos que são de competência privativa da Assembleia Geral; (b) o Conselho de Administração é órgão de deliberação colegiada (art. 138, § 1º) e sua competência é estabelecida no artigo 142; (c) a representação da companhia compete privativamente aos diretores (art. 138, § 1º), admitindo a Lei que o estatuto e o Conselho de Administração (observado que a respeito do que dispuser o estatuto) fixem as atribuições dos diretores (art. 144); e (d) a competência do Conselho Fiscal é estabelecida no artigo 163. Salvo, portanto, em relação às poucas matérias em que a lei expressamente admite a regulação pelo estatuto, o regime legal da organização da companhia é constituído de normas cogentes: a competência privativa da Assembleia Geral não pode ser exercida por outros órgãos; as atribuições e poderes conferidos pela lei aos órgãos da administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto (art. 139); e a função de membro do Conselho Fiscal é indelegável (art. 161, § 7º).” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. Estrutura da Companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.) (2009) Op. cit., p. 803).

<sup>725</sup> A esse respeito, sobre a organização dos vários órgãos que compõem a companhia, F. Comparato afirma: “No entanto, se cada um desses órgãos básicos é dotado de poder próprio, eles não se colocam no mesmo nível, mas organizam-se hierarquicamente. No modelo legal, é, incontestavelmente, a assembleia geral o órgão primário, ou imediato, que investe os demais, elegendo os seus membros e podendo demiti-los (Lei nº 6.404, art. 122, II). Nesse sentido estritamente jurídico, nem sempre coincidente com a realidade econômica, ela é, sem dúvida, o poder supremo da companhia, como diz o Código das Obrigações Suíço (art. 689), ou o órgão supremo, como preferiu declarar a Lei Geral mexicana de sociedades mercantis (art. 178).” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. Op. cit., p. 31). A esse respeito, afirmam também A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira: “Segundo o modelo da lei brasileira, o poder político na companhia – no sentido do poder supremo de qualquer unidade de organização social, que compreende o de alocar ou distribuir poder dentro dessa unidade – cabe à Assembleia Geral, e os órgãos administrativos não têm a autonomia que lhes é reconhecida nas leis alemãs, italianas e francesas em decorrência da denteição legal taxativa das atribuições da Assembleia Geral. Assim, na interpretação e aplicação da lei brasileira não cabe invocar a doutrina desses países sobre relações entre Assembleia Geral e os administradores, ou a autonomia destes, porque o modelo brasileiro de companhia tem diferenças importantes em relação ao comentado por aquela doutrina. Vale destacar, além disso, que a legitimidade dos acionistas para exercerem o poder político na companhia funda-se no fato de que são os únicos que contribuem para a formação do capital social da companhia e, conseqüentemente, sofrem a perda desse capital em caso de acumulação de prejuízos.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. Estrutura da Companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.) (2009) Op. cit., p. 806).

<sup>726</sup> Cf. artigo 122 da Lei nº 6.404/76.

<sup>727</sup> Cf. artigo 121 da Lei nº 6.404/76. A esse respeito, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “Na interpretação e aplicação da lei brasileira, não cabe questionar se a Assembleia Geral pode orientar o

Essa preponderância atribuída à assembleia geral na lógica da disciplina societária brasileira – inclusive no que diz respeito a assuntos ligados à gestão dos negócios,<sup>728</sup> em orientação bastante diversa, como visto, da lei alemã – está, em grande medida, associada às funções atribuídas ao acionista controlador em sua sistemática,<sup>729</sup> identificado como a figura do empresário responsável pelo comando dos negócios sociais, e justifica-se, da mesma forma, pelo fato de serem os sócios aqueles que estão expostos de maneira mais contundente ao sucesso ou insucesso desses negócios.<sup>730</sup>

Consequentemente, a competência dos demais órgãos da companhia – especialmente o conselho de administração e a diretoria – em relação à condução dos negócios sociais se apresenta, na dinâmica da Lei nº 6.404/76 – de forma residual, uma vez que condicionados por tal superioridade hierárquica da assembleia, sendo que tais órgãos não estão tampouco autorizados a proceder à limitação dos poderes daquele conclave.<sup>731</sup>

---

*funcionamento dos órgãos administrativo nem afirmar que o administrador da companhia é “autônomo” no exercício de suas funções, no sentido de que ao exercer as suas atribuições está submetido exclusivamente às normas da lei e não tem o dever de observar a orientação recebida dos ocupantes dos cargos a que está subordinado na estrutura hierárquica da companhia. A tarefa do intérprete da Lei há de ser resolver os conflitos, aparentes ou reais, entre o poder da Assembleia Geral e os deveres legais do administrador – distinguindo entre os aspectos de legalidade e conveniência das deliberações da Assembléia. (...) Ressalvada a hipótese de ordem manifestamente ilegal, a prevalência do princípio da estrutura hierarquizada é fundamental para o funcionamento eficiente tanto da companhia quanto da sua empresa, e o interesse geral na eficiência do modelo de companhia como forma de organização da grande empresa requer essa prevalência, pois não há estrutura hierarquizada que funcione com eficiência se o ocupante de um papel subordinado puder descumprir as ordens de quem tem competência para orientar sua ação.”* (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. Estrutura da Companhia (2009). Op. cit., p. 806-807).

<sup>728</sup> Cf. artigo 116 da Lei nº 6.404/76. A esse respeito, R. Tepedino afirma: “*Releva salientar que, não obstante a nitidez ofuscante da regra do seu artigo 121, a LSA, ao definir o conteúdo do poder de controle, qualifica-o não apenas como a capacidade de determinar as deliberações da Assembleia Geral e eleger os administradores da sociedade, mas também a ‘dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia’ (art. 116, “b”). Ora, se, ao menos no plano jurídico e formal, o poder do controlador é exercido através da dominação da Assembléia, não pode haver dúvida de que ela está autorizada a comandar toda a atividade social e orientar o funcionamento dos órgãos da administração, com ou sem a presença do acionista majoritário.*” (TEPEDINO, Ricardo. Assembleia Geral. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.) (2009) Op. cit., p. 881)

<sup>729</sup> Cf. artigo 116 da Lei nº 6.404/76.

<sup>730</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. Estrutura da Companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.) (2009) Op. cit., p. 806.

<sup>731</sup> A esse respeito, R. Tepedino afirma: “*Outro aspecto a ser considerado na hermenêutica da lei tem natureza teleológica. O Conselho de Administração, repudiado pelo diploma de 1940, não foi introduzido na lei vigente para apurar os poderes da Assembléia, amesquinhando-lhe a supremacia, mas sim como um órgão intermediário entre ela e a Diretoria, dando agilidade à orientação e supervisão das atividades desta última, papel que um órgão de reuniões esporádicas e atécnico pode não cumprir com eficiência e agilidade exigidas pela empresa moderna. Há, por derradeiro, um argumento de ordem lógica: constituiria afronta ao bom senso que pudessem órgãos administrativos arrostar a Assembléia, que congrega, ao cabo das contas, os donos da companhia. Fixadas essas premissas, toma-se irrecusável reconhecer que nas matérias referentes à condução dos negócios sociais, a competência dos órgãos administrativos (o Conselho de Administração, quando houver, e hierarquicamente abaixo dele, a Diretoria) é residual em relação à competência da Assembléia. Assim, malgrado as disposições do artigo 142, que enumera as atribuições do Conselho de Administração, não pode esse órgão fixar orientação geral dos negócios da companhia em desacordo com as instruções*

Todavia, não obstante os propósitos que motivam tal dinâmica, a inflexibilidade nessa seara pode, também, em determinados casos, ser problemática, diante da impossibilidade de delegar certas matérias aos órgãos de administração.

Como dito, as competências privativas da assembleia elencadas ao longo da Lei nº 6.404/76 são, a princípio, indelegáveis a outros órgãos da companhia, exceto quando tal delegação é expressamente autorizada na própria lei.<sup>732</sup>

Significa dizer que os instituidores da sociedade por ações (no momento de sua formação) ou seus acionistas, ainda que em prol da eficiência e simplificação de sua gestão, não estão autorizados a atribuir, mediante norma estatutária por eles fixadas, tais competências aos administradores.<sup>733</sup>

Tal princípio, da mesma forma, impossibilita a avocação, por esse colegiado – ou por qualquer outro órgão da companhia – das competências privativas fixadas em lei referentes aos demais órgãos societários.<sup>734</sup> É justamente o que estabelece a lei ao determinar, como mencionado, que nenhuma das atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração podem ser outorgados a quaisquer outros órgãos.<sup>735</sup>

Esse panorama de rigidez organizativa no tocante à estrutura administrativa e

---

*emanadas da Assembléia (inciso I); nem autorizar a venda de ativos que esse órgão mandou conservar no patrimônio (inciso VIII), ou determinar à Diretoria que celebre contrato que deliberação assemblear tenha rejeitado (inciso VI), mesmo que o estatuto lhe cometa essa tarefa.”* (TEPEDINO, Ricardo. Assembleia Geral. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.) (2009) Op. cit., p. 881).

<sup>732</sup> A esse respeito, R. Tepedino afirma: “*Além dos amplos poderes conferidos nos termos do artigo 121 da LSA, o art. 122 enumera as matérias de competência privativa da Assembléia Geral. Cuida-se de norma cogente, pelo que os estatutos não podem cometer a outros órgãos sociais a deliberação sobre os temas arrolados no dispositivo em foco.*” (TEPEDINO, Ricardo. Assembleia Geral. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (org.) (2009) Op. cit., p. 883).

<sup>733</sup> Essa rigidez, tradicionalmente associada à natureza orgânica da sociedade por ações, é fruto de certa influência de determinados princípios de direito público na organização da sociedade por ações, de modo a garantir o adequado controle da legitimidade do exercício da competência dos órgãos que a compõem. A esse respeito, N. Eizirik afirma: “*A distribuição e a separação de competências pelos diversos órgãos da companhia visam assegurar o seu normal funcionamento e a tornar exequível o controle da legalidade dos seus atos. O direito societário absorveu o princípio da indelegabilidade de poderes do direito constitucional, com o objetivo justamente de implementar no âmbito das sociedades anônimas, os pesos e contrapesos que permitem instituir o controle da legitimidade do exercício de competência de seus órgãos. Esse princípio impede que um órgão assumas as competências e atribuições de outro.*” (EIZIRIK, Nelson (2015, v. 2). Op. cit., p. 310).

<sup>734</sup> A esse respeito, afirma M. Carvalhosa: “*As prerrogativas legais dos administradores constituem um poder, entendido este, no sentido amplo, como a atuação do agente na esfera jurídica alheia. Suas atribuições constituem, outrossim, poderes, no sentido estrito, porque se configuram como direito de dispor dos bens alheios como prerrogativa própria e não delegada. São próprios, pois advêm da lei e não delegados por qualquer outro órgão societário. Esses poderes exclusivos não podem ser avocados sequer pela assembleia geral, que representa a vontade soberana da companhia. Isto porque os poderes dos órgãos de administração não são delegados por ela, assembleia geral, mas advêm diretamente da lei. (...) A assembleia geral é soberana nos estritos limites da lei societária, que, dividindo as competências dos diversos órgãos, não permite que ela, a assembleia geral, exerça funções de administração.*” (Cf. CARVALHOSA, Modesto (2008 v. 3). Op. cit., p. 42).

<sup>735</sup> Cf. artigo 139 da Lei nº 6.404/76.

decisória das sociedades por ações brasileiras – inclusive em comparação com outras jurisdições – também acaba por limitar a construção de determinados arranjos customizados que, no caso concreto, poderiam atender aos anseios de empreendedores e investidores, promovendo um engessamento que, como dito, pode não se justificar em função do estágio evolutivo da empresa, de seu ramo de negócios ou em decorrência dos mecanismos por ela utilizados para captar recursos por meio daquele mercado.

### 3.5.5 Regime de destinação de resultados

O terceiro elemento relevante no que toca à conformação dos arranjos econômicos subjacentes à relação de investimento – e que, por isso, é importante sob a ótica do processo de formação de capital por meio do mercado primário de valores mobiliários – diz respeito ao regime de destinação dos resultados da sociedade.

Como já mencionado, no bojo das relações entre empreendedores e investidores, é natural que se busque, a partir dos interesses de cada um e das natureza e especificidades do empreendimento em si, um equilíbrio no que se refere à distribuição dos direitos políticos e econômicos, que pode inclusive diferir em função do estágio de desenvolvimento da empresa, de seu ramo de atividade ou em função do sucesso ou insucesso de seus negócios. Tal alocação está bastante associada, como visto, àqueles instrumentos por meio dos quais a separação e distribuição de poderes decisórios e direito ao recebimento dos resultados da companhia pode ser efetivada, especialmente no concernente aos atributos que, por via estatutária, podem ser embutidos a diversas espécies e classes de ações.

Todavia, é também importante, nesse contexto, especificamente em relação ao que toca a alocação dos proventos econômicos advindos da atividade da empresa, o regime ao qual a sociedade está submetida para efetivar a distribuição de seus resultados. E diante da impossibilidade de se exaurir, *ex-ante*, todas as alternativas de arranjos que podem ser particularmente de interesse dos envolvidos na relação de investimento nesse campo, é essencial que a disciplina societária confira a necessária maleabilidade, viabilizando as soluções privadas por parte de tais agentes.<sup>736</sup>

A autonomia privada, todavia, encontra aqui um limite bastante claro e justificado, associado ao interesse dos credores sociais.

---

<sup>736</sup> A esse respeito, M. Eisenberg afirma: “*Because mandatory rules generally should not regulate the content of transactions, distributional rules should generally be enabling, except as required to protect the interests of creditors.*” (EISENBERG Melvin A (1989). Op. cit., p. 1481).

Nesse sentido, a parcela cogente do regime de destinação de resultados ao qual uma sociedade empresária está sujeita advém da necessidade de se estabelecer determinadas salvaguardas quanto à capacidade de os sócios serem os beneficiários imediatos dos resultados da sociedade em prejuízo dos credores sociais, especialmente considerando-se o regime de limitação de responsabilidade dos primeiros.

Por essa razão, a prioridade do credor em relação aos sócios no que diz respeito à distribuições de resultado<sup>737</sup> – tutelada por meio da disciplina do capital social e sua intangibilidade, a partir de um conjunto de regras que autorizam a distribuição de dividendos apenas à conta de lucros ou de reservas e exigência a formação obrigatória de determinadas reservas antes que se proceda tal distribuição<sup>738</sup> – é tradicionalmente objeto de regras que não podem ser derogadas pelos instituidores da sociedades, ou pelos sócios supervenientes.

Entretanto, resguardadas as devidas proteções aos credores sociais, deveria haver

---

<sup>737</sup> A esse respeito, B. Manning e J. Hanks Jr. afirmam: “*Thus, the corporation does not have “limited liability” for its debt and obligations -it is liable for all of them. As in the case of any debtor, the creditors of the corporation have a claim to the assets of the corporation that is prior to the corporation’s own claim as “owner”. Consequently, the creditors’ claim to the corporate assets is also prior to the claim of the investors in the enterprise – the shareholders. And the creditors’ claim extends to all the assets of the debtor corporation. If necessary, the entire assets of the corporation must be devoted to payment of creditors of the corporation, even though nothing is left for the corporation or, a ‘fortiori’, the shareholders. Furthermore, as in the case of almost all debtors, the creditors of the corporation must, in the usual course, find their payment from the pool of assets that belong to the debtor corporation. If the assets of the corporation are insufficient to pay the claims, then, in the absence of some separate guaranty, a creditor can no more expect to pursue assets beyond the debtor corporation’s assets than a creditor of an individual can expect that payment of a debt owned by that individual can be extracted from some other individual.*” (MANNING, Bayless; HANKS JR.; James J. *Legal Capital*. 4<sup>th</sup> ed. New York: Foundation Press, 2013, p. 19).

<sup>738</sup> Ademais, como explica B. Manning e J. Hanks Jr, a prioridade do credor em relação aos sócios no tocante aos ativos da empresa não significa que qualquer distribuição aos últimos pode ocorrer apenas após a satisfação de todas as dívidas, mas sim que tais distribuições não podem, em última instância, prejudicar a capacidade da empresa de satisfazer tais débitos. E é justamente isso que se garante a partir das regras cogentes que determinam em que condições tais distribuições podem ser feitas: “*The shareholder is willing to agree to the “priority” of the creditors interest claim and claim for principal payment on maturity. That does not imply, however, that the shareholder is willing to wait until the creditors have been paid in full. The shareholder will usually insist that if, as hoped, the enterprise makes a profit and/or generates positive cash (and perhaps even if it does not), the shareholders will receive some return on (or of) their investment from time to time, regardless of the fact that there are “prior” creditor claims. Such periodic payments to shareholders are characterized as “dividends” and, in the usual and normal case of the healthy corporation, it is assumed that some assets, usually cash, will be regularly distributed by the corporation to the shareholders as dividends. (As we shall see, dividends are only one form of “distribution” to shareholders). Simple as this observation may be, its implications are far-reaching. If the law required that all creditors had to be paid off before any payment could be made to shareholders, and if shareholders received nothing until the ultimate liquidation of the enterprise when they would divide the remaining assets left after payment of all creditors – if, in other words, the terms “prior” and “before” were chronological as well as hierarchical – the creditor would not have to worry about assets being drained away into the hands of junior claimants and he would sleep better at night. But that arrangement would be wholly unacceptable to shareholders. Shareholders insist – and ultimately creditors must concede – that, during the life of the corporation’s claim, assets may be paid to investors, i.e., the shareholders, who hierarchically rank below – are junior to – the creditors. Thus, the questions for the law become: How much of the assets of the corporation may be distributed to shareholders, when and under what circumstances?” (MANNING, Bayless; HANKS JR.; James J. Op. cit., p. 19-20).*

flexibilidade com relação à destinação dos resultados, por assim dizer, distribuíveis, da companhia, haja vista suas necessidade de caixa, de financiamento, os projetos necessários à sua expansão, bem como os arranjos acordados entre empreendedores e investidores quanto a tal distribuição. Tratam-se, aqui, de decisões de natureza eminentemente negocial, sendo indesejável, portanto, excessiva intervenção legal nessa seara.

### 3.5.5.1 O regime norte-americano

Para além do regime que toca a proteção dos credores sociais, a disciplina societária norte-americana é flexível em relação ao regime de distribuição dos resultados da companhia, ressaltando a natureza negocial de tal de tipo de decisão, afeta essencialmente às finanças internas da companhia.<sup>739</sup> Assim, por lá, tal decisão compete à administração, limitada apenas a eventuais disposições constantes dos atos constitutivos e estatutos sociais a esse respeito.<sup>740</sup>

No mais, eventuais abusos perpetrados contra os acionistas em relação à retenção indevida dos resultados econômicos da companhia são, via de regra, avaliados na esfera judicial, sob a ótica da razoabilidade de tal decisão, no bojo da doutrina do *business judgment rule*.<sup>741</sup>

---

<sup>739</sup> Embora, como ressalta J. L. Bulhões Pedreira e A. Lamy Filho, alguns estados norte-americanos – com menos tradição e relevância em matéria de direito societário – contenham regras atinentes à distribuição obrigatória de dividendo, que, inclusive, serviram de inspiração para o regime instituído por aqui (Cf. LAMY FILHO. Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 163). A esse respeito, H. Ballantine afirma: “*In a few states the discretion of directors to withhold dividends has been limited by statute. In New Jersey there was formerly a provision requiring the distribution of the entire accumulated profits by the directors after the reservation by the shareholders of an amount sufficient for working capital. This legislative experiment with a more or less rigid statutory rule requiring the distribution of profits has not found favor except in a few states and has been abandoned in New Jersey. In Massachusetts it has been held that in a closely controlled family corporation a by-law was valid which provided that surplus should not be accumulated over a specified large sum sufficient to protect the interests of the corporation and its creditors, and that dividends should be paid out of net earnings so far as possible at a certain rate until surplus should be reduced to that amount. The discretion of the directors was correspondingly limited, in the absence of valid reasons why dividends should not be declared and paid regularly in accordance with the by-law. In the so-called mandatory payment non-cumulative type of preferred shares the shareholders is promised dividends in each year to the extent that they are earned in that year. The directors are therefore under a contractual duty to pay dividends to that extent.*” (BALLANTINE, Henry Winthrop. Op. cit., p. 555-556).

<sup>740</sup> Cf. *Delaware General Corporation Law*, § 170; *California Corporations Code*, §500; *New York Business Corporation Law*, § 510; *Model Business Corporation Act (2010)*, §6.40.

<sup>741</sup> Nesse sentido, H. Ballantine afirma: “*It is accordingly a well settled doctrine that whether or not dividends shall be paid, and the amount of the distribution at any time, is primarily to be determined in the honest discretion of the directors. The mere fact that a corporation reports a substantial surplus or large profits out of which a dividend might lawfully be declared is not of itself sufficient ground to compel the directors to make a dividend. They have a wide discretion to use the corporate resources to expand the business, to increase executive compensation by bonuses and profit sharing contracts and to establish various reserves if they consider it to the interests of the corporation to do so.(...) In most cases where dividends have been compelled, it was shown that the directors had withheld distribution by reason of adverse interest or were guilty of willful*



### 3.5.5.2 O regime europeu

Abordagem semelhante prevalece no Reino Unido, onde o *Companies Act* de 2006 também confere liberdade estatutária quando a tomada de decisão em relação à distribuição dos resultados da companhia, inclusive no que diz respeito à fixação da competência para tanto, entre acionistas ou administradores.<sup>742</sup>

Na França, o *Code de commerce* também não contempla qualquer regra dispendo sobre a distribuição mandatória da parcela do lucro, concedendo liberdade decisória aos acionistas a esse respeito,<sup>743</sup> observado o previsto no estatuto social, que poderá limitar tal

---

*abuse of their discretionary powers or wrongful purpose or bad faith. The authority of the directors is usually said to be absolute as long as they act in the exercise of an honest judgment. According to dicta in some cases, however, something more in the way of fairness and sound judgment may be required of directors than the exercise and the absence of fraudulent motives. If the refusal to make a distribution of profits is shown to be clearly unjust even though no fraud or intent to wrong the shareholders appears, some courts have indicated that relief should be given and that the minority shareholders need not wait indefinitely while profits are needlessly accumulated.”* (BALLANTINE, Henry Winthrop. Op. cit., p. 552-554).

<sup>742</sup> A esse respeito, P. Davies e S. Worthington afirmam: “*Whether the company chooses to make the maximum distribution permitted by the distribution rules is, in most circumstances, a matter for it. Where a company has substantial distributable profits, it will often not pay them all out to the shareholders but will keep some for re-investment. The legal rules have their bite where the company does in fact hold enough cash to pay a dividend but the rules to be discussed in this chapter prevent a distribution at the level the company would otherwise desire. (...) However, there may also be shareholder/board conflicts over the level of distributions, managers perhaps preferring to re-invest surplus cash in the business, the shareholders preferring cash in hand. The respective roles of the board and the shareholders in determining the level of dividend are left to be determined in the articles of association (subject, of course, to the constraints imposed by the creditor protection rules). The model articles for private and public companies limited by shares require both a recommendation from the board and shareholder approval for a dividend, but with the shareholders not permitted to approve a level of dividend above that recommended by the directors. In effect, this is a mutual veto arrangement. If the articles, unusually, say absolutely nothing about the mechanism for determining dividends, then on normal principles that decision would rest with the shareholders alone. There is no apparent reason why the articles should not give the dividend decision entirely to the directors, though it is rare to do so (except in relation to interim dividends). It is thought that it would require very clear words to produce that result, ie. the court would be unlikely to deduce exclusive director control over dividends from a general grant of management powers to the board, since dividends are as much an investment as a management matter.*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 297-298). Sobre a expectativa em relação ao recebimento de dividendos por parte dos acionistas das companhias abertas inglesas, B. Hannigan afirma: “*For listed public companies, a failure to maintain an appropriate level of dividend pay-out each year can have an adverse effect on the company’s share price and may expose the company to potential takeover bids. It is also likely to be unpopular with the company’s institutional investors. Such market pressure for dividend payments is often criticized as contributing to the ‘short-termism’ problem in British companies. The argument is that it gives management to concentrate excessively on short-term strategies designed than on long-term planning which would be to the advantage of the company and the economy.*” (HANNIGAN, Brenda. *Company Law*. 3rd ed. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 509).

<sup>743</sup> Nesse sentido, M. Cozian, A. Viandier e F. Deboissy afirmam: “*Si l’existence de bénéfices est une condition préalable, ce n’est pas une condition suffisante; les actionnaires ne toucheront de dividendes qu’autant que l’assemblée, statuant à la simple majorité, en aura ainsi décidé. Il lui est loisible en effet, par mesure de prudence, de laisser les bénéfices en réserve de façon à assurer l’autofinancement de la société (c’est une forme d’épargne forcée pour les actionnaires). Cette liberté d’affectation des résultats peut cependant être limitée par les statuts. Ils peuvent par exemple décider que tous les bénéfices disponibles, après dotation de la réserve légale, seront distribués chaque année sous forme de dividendes ; de telles clauses sont peu fréquentes, mais licites ; en revanche, serait nulle la clause qui interdirait, pendant toute la durée de la société, toute*

discricionarietà.<sup>744</sup>

Na Itália, o *Codice civile* também prevê liberdade quanto à decisão acerca da destinação dos resultados da companhia, sem exigir nenhum tipo de distribuição obrigatória periódica, respeitadas eventuais disposições estatutárias a esse respeito.<sup>745</sup>

Também na Alemanha, a *AktG* não contém previsão sobre distribuição obrigatória de dividendos,<sup>746</sup> atribuindo a decisão a esse respeito à assembleia geral,<sup>747</sup> ressalvadas algumas hipóteses de retenção de lucro por decisão do conselho de supervisão.<sup>748</sup>

---

*distribution de bénéfices, car elle contredirait la vocation même de la société, qui est le partage des profits. (...) La politique financière suivie (distribution de dividendes ou mise en réserve) varie selon les sociétés ; le cas échéant, les minoritaires qui s'estiment lésés peuvent entamer un contentieux pour abus de majorité au motif d'une mise en réserve systématique des bénéfices réalisés (V. supra, n° 414)."* (Cf. COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. Op. cit., p. 397).

<sup>744</sup> Cf. Code de commerce, article L232-12.

<sup>745</sup> *Codice Civile*, art. 2433. A esse respeito, G. Campobasso afirma: "Nella società per azioni la periodica distribuzione degli utili è perciò rimessa all'apprezzamento discrezionale dell'assemblea. L'interesse del gruppo di comando al reinvestimento degli utili nell'attività sociale (autofinanziamento) è così chiaramente privilegiato rispetto all'interesse del singolo socio alla distribuzione annuale degli utili ed alla remunerazione periodica del capitale investito. Né l'assemblea è tenuta a motivare la mancata distribuzione annuale degli utili ai soci. La discrezionalità della maggioranza nella destinazione degli utili ad autofinanziamento trova tuttavia temperamento nel più volte richiamato principio generale di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto di società. Principio che peraltro consente di affermare solo una generica regola di ripartizione periodica degli utili durante la vita della società e di sanzionare con l'annullabilità della delibera solo i comportamenti platealmente abusivi del gruppo di comando: mancata distribuzione di utili per più esercizi ispirata dal solo fine di indurre i soci di minoranza a disfarsi delle azioni." (CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 484).

<sup>746</sup> Sobre o fenômeno do autofinanciamento das sociedades por ações na Alemanha, F. Kübler afirma: "La sociedad anónima puede obtener la financiación a largo plazo en la cuantía necesaria para la expansión de su actividad empresarial de la siguiente forma: a) Mediante la retención del beneficio obtenido. Esta autofinanciación ofrece algunos problemas desde el punto de vista de política económica, puesto que suprime la posibilidad de que los accionistas puedan decidir sobre la reinversión de los rendimientos de su capital, y al mismo tiempo sustrae la estrategia empresarial de inversión al control del mercado de capitales. En parte por esta razón, el consejo de administración y el de vigilancia solo están facultados para destinar un máximo determinado del beneficio anual a reservas (§ 58 II; cfr. el apartado II 1). Si se practica esta autofinanciación sistemáticamente durante un largo plazo, el valor nominal de las acciones y el valor de su cotización en la bolsa se distancian cada vez más. Ello puede tener consecuencias negativas para la imagen de la sociedad, como cuando el valor nominal de una acción se encuentra por debajo de la cuantía de la participación en el beneficio anual correspondiente a dicha acción. Además, si el valor de cotización en bolsa es muy superior al valor nominal, ello puede perjudicar su circulabilidad, al no ser de interés para los pequeños inversores." (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 356-357).

<sup>747</sup> Cf. *AktG*, §174.

<sup>748</sup> A esse respeito, F. Kübler afirma: "El § 174 establece la competencia de la junta general para adoptar el acuerdo sobre la aplicación del resultado. Los límites a esta facultad son los siguientes: la junta general está vinculada al resultado que arrojen las cuentas anuales, previamente aprobadas (§ 174 I 2), de modo que el acuerdo sobre la aplicación del beneficio no puede modificarlas (§ 174 III). Además, la ya mencionada facultad que el § 58 II concede al consejo de administración y al de vigilancia, que permite poder destinar hasta la mitad del beneficio a otras reservas de libre disposición incluso en contra de la voluntad de los accionistas, supone un límite adicional al margen decisorio de la junta general." (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 307).

### 3.5.5.3 O regime brasileiro

Nessa seara, a Lei nº 6.404/76 contempla disciplina bastante particular, associada à distribuição obrigatória de parcela dos resultados aos acionistas – o dividendo mínimo obrigatório<sup>749</sup> –, que não deixa de representar um limitador à autonomia privada nessa área.

Se, por um lado, a instituição, por meio de normas de natureza cogente, de limites máximos à distribuição dos resultados da companhia guardam relação com a tutela dos credores sociais, o estabelecimento de um montante mínimo a ser obrigatoriamente distribuído aos sócios tem por objetivo coibir eventuais abusos de controladores e administradores em relação à partilha dos resultados da sociedade,<sup>750</sup> sobretudo em função dos conflitos de agência que podem advir no contexto da tomada dessa decisão.<sup>751</sup>

---

<sup>749</sup> Cf. artigo 202, *caput*, da Lei nº 6.404/76.

<sup>750</sup> Cf. ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo Obrigatório nas Sociedades por Ações Brasileiras*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 56.

<sup>751</sup> A tensão sobre a decisão de reinvestimento do lucro da sociedade como forma de financiamento de suas atividades e a distribuição de tais recursos aos acionistas, a título de dividendos, é, há longa data, debatida na literatura e na jurisprudência. Acerca do tema, L. Leães afirma: “*A primeira vista, parece que o destino dos lucros remanescentes constitui assunto interno das empresas, descabendo qualquer intervenção do poder público. No entanto, à proporção em que, como a acumulação de lucros e seu contínuo reinvestimento, se opera a transferência do investimento da esfera do indivíduo para a das sociedades, propiciando a concentração mais densa da poupança no setor empresarial, não pode o poder público, tanto por motivos econômicos como fiscais, alhear-se do rumo que esses lucros possam tomar.*” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito do Acionista ao Dividendo*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1969, p. 21-22). Sobre a matéria, é célebre o precedente jurisprudencial norte-americano *Dodge v. Ford Motor Co.* (204 Mich. 459, 170 N. W. 688 (Mich. 1919), julgado pela Suprema Corte do Estado de Michigan em 7 de fevereiro de 1919, que obrigou a Ford Motors a declarar dividendos após seu controlador, Henry Ford, instituir uma política de financiamento da atividade da empresa essencialmente fincada na utilização de seus lucros, com o objetivo de baratear os carros a serem vendidos. (Cf. EISENBERG, Melvin A.; COX; James D. Op. cit., p. 253-255). Ademais, a literatura reconhece, também, que a tomada de decisão acerca da destinação dos resultados da empresa, entre a alternativa do reinvestimento e da distribuição de dividendos, está, muitas vezes, inserida no âmbito dos conflitos de agência que marcam a relação entre controladores, administradores e acionistas da companhia, que podem levar à aplicação ineficiente dos lucros não distribuídos. Em boa síntese acerca de tal visão, R. La Porta; F. Silanes e A. Shleifer afirmam: “*Economists have proposed a number of explanations of the dividend puzzle. (...) According to these theories, unless profits are paid out to shareholders, they may be diverted by the insiders for personal use or committed to unprofitable projects that provide private benefits for the insiders. As a consequence, outside shareholders have a preference for dividends over retained earnings. Theories differ on how outside shareholders actually get firms to disgorge cash. The key point, however, is that failure to disgorge cash leads to its diversion or waste, which is detrimental to outside shareholders' interest.*” (LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez; SHLEIFER, Andrei. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*. New York: American Finance Association, v. 55, 2000, p. 1-2). A esse respeito, F. Easterbrook afirma: “*The investors, with diversified portfolios of stocks, will be concerned only about any non-diversifiable risk with respect to any one firm's ventures. Managers, though, have a substantial part of their personal wealth tied up in their firms. If the firms do poorly or, worse, go bankrupt, the managers will lose their jobs and any wealth tied up in their firms' stock. Managers therefore will be concerned about total risk, and their personal risk aversion will magnify this concern. The risk-averse managers may choose projects that are safe but have a lower expected return than riskier ventures. Shareholders have the opposite preference. Riskier ventures enrich shareholders at the expense of creditors (because shareholders do not pay any of the gains to bondholders, yet bondholders bear part of the risk of failure), and shareholders would want managers to behave as risk preferrers. Of course, creditors recognize this and try to control it in advance through bond indentures and other instruments; they also adjust the rate of interest they demand. Debt-holders assume that given the limits set by their contracts, shareholders prefer*

O inédito regime do dividendo mínimo obrigatório contemplado na Lei nº 6.404/76 foi introduzido com o objetivo declarado de frear o autofinanciamento das companhias abertas,<sup>752</sup> fenômeno bastante comum à época da vigência do Decreto Lei nº 2.627/40, que deixava completamente a cargo do estatuto ou da assembleia geral a decisão acerca da distribuição dos resultados da companhia.<sup>753</sup>

A instituição do dividendo mínimo obrigatório foi considerada, inclusive, medida importante ao desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários, por supostamente tornar mais atrativa a aplicação em ações, ressaltando a sua natureza de investimento de renda variável.<sup>754</sup>

E justamente por reconhecer que a distribuição de resultados é matéria que diz respeito às finanças internas da companhia e impacta de modo substancialmente diverso as companhias, a depender de seu estágio de desenvolvimento, ramo de atividade e estrutura

---

*to take the maximum advantage. But the question is not whether the riskiness of projects can be controlled through indentures or other legal devices. It is, rather, whether costs of control (including the costs of control and residual agency costs) can be reduced by a method that includes dividends.”* (EASTERBROOK, Frank. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 74, n. 4, 1984, p. 653).

<sup>752</sup> A esse respeito, ver LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Op. cit., p. 17-25.

<sup>753</sup> Sobre tal panorama no regime anterior, E. Teixeira e J. A. Guerreiro afirmam: “No regime do Decreto-lei revogado, a ocorrência de lucros, de per si, embora criasse a expectativa do dividendo, não era suficiente para determinar, em todos os casos, sua necessária distribuição. Se é verdade que o dividendo se tornava devido, definido e percentualmente quantificado no estatuto, não é menos verdade que sua efetiva declaração não se dava nas hipóteses em que o estatuto remetia à resolução da Assembléia a atribuição de deliberar sobre a partilha ou não dos lucros do exercício. Nesse particular, não raras vezes sujeitaram-se as minorias acionárias ao arbítrio da maioria, sendo necessário o recurso ao Judiciário para conter os abusos. O instituto do dividendo obrigatório, consagrado no art. 202 da lei, tem por objetivo remediar essa situação, tornando praticamente automática a distribuição de pelos menos parte do lucro. Com essa criação do diploma de 1976, que tantos debates suscitou, adquire novos contornos o direito essencial do acionista, de participar dos lucros sociais, passando a expectativa do dividendo a depender menos da administração ou da maioria.” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Op. cit., p. 589). Da mesma forma, ressalta M. Carvalhosa, sob o regime do Decreto-lei 2.627/40: “Consagrou-se o entendimento de que, havendo lucro, deveria a companhia distribuí-lo. O quantum, porém, dependia do arbítrio da assembleia geral, desde que fosse omissivo o estatuto. Em conseqüência, na lei de 1940 era da exclusiva e absoluta competência da assembleia geral decidir sobre a matéria, se não estivesse ela regulada nos estatutos sociais. Não havia, por um lado, qualquer limite à discricionariedade dos acionistas majoritários. Também não existia qualquer amparo legal aos minoritários, que, desse modo, deveriam submeter-se à decisão daqueles no tocante à parcela de lucros passível de distribuição como dividendo em dinheiro. Não obstante, sempre foi obedecido o costume de que, havendo lucro, algum dividendo deveria ser distribuído. A Lei n. 6.404, de 1976, na espécie, estabeleceu regime de distribuição de dividendos que alterou em substância o sistema adotado pelo Decreto-Lei n. 2.627, de 1940. Em primeiro lugar, constrangeu a companhia a fixar em seus estatutos um dividendo mínimo, sob pena de, não o fazendo, prevalecer a regra legal de distribuição obrigatória do equivalente à metade do lucro líquido. Retirou, portanto, da assembleia geral competência para decidir sobre o quantum a ser distribuído aos acionistas, no caso de omissão estatutária.” (CARVALHOSA, Modesto (2009, v. 3). Op. cit., p. 847).

<sup>754</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). Op. cit., p. 159.

de capital,<sup>755</sup> a Lei nº 6.404/76 buscou conferir certa flexibilidade no tocante à definição do percentual a ser distribuído, anualmente, a título de dividendo mínimo obrigatório.

Nesse sentido, o regime instituído deixa a cargo do estatuto social a definição de tal parcela do lucro e os critérios para sua apuração, desde que fixados de maneira pormenorizada e que não deixem os acionistas ao arbítrio do controlador ou dos órgãos da administração em relação à distribuição dos proventos econômicos da companhia.<sup>756</sup>

Todavia, a lei tratou de expressamente regular a matéria no caso de omissão estatutária, definindo, nessa hipótese, a distribuição obrigatória de metade do lucro líquido do exercício, diminuído da importância destinada à reserva legal e para contingências, ou acrescido dos recursos provenientes da reversão desta última.<sup>757</sup> E foi além, estabelecendo que na hipótese de instituição de tal regramento em estatuto social outrora omissivo no tratamento da matéria, o dividendo mínimo obrigatório não poderá ser fixado em montante inferior a vinte e cinco por cento do lucro líquido, ajustado da forma acima descrita.<sup>758</sup>

Ademais, as hipóteses de retenção ou diminuição do dividendo mínimo obrigatório em um determinado exercício, em relação às companhias abertas, são absolutamente excepcionais no regime da lei, associadas a situações de grande crise financeira na empresa e que impõem, em contrapartida, grandes ônus aos órgãos de administração da sociedade.<sup>759</sup>

Além disso, embora a lei autorize que o pagamento do dividendo mínimo obrigatório de um determinado exercício seja limitado ao lucro efetivamente realizado naquele período (desde que a diferença fique registrada como reserva de lucros a realizar),<sup>760</sup> tal situação pode fazer, na prática, com que todo o lucro efetivamente realizado no exercício seja obrigatoriamente utilizado para o pagamento de tal dividendo.<sup>761</sup>

---

<sup>755</sup> Conforme constou expressamente da Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76. “*A idéia da obrigatoriedade legal de dividendo mínimo tem sido objeto de amplo debate nos últimos anos, depois que se evidenciou a necessidade de se restaurar a ação como título de renda variável, através do qual o acionista participa dos lucros na companhia. Não obstante, é difícil generalizar preceitos e estendê-los a companhias com estruturas diversas de capitalização, nível de rentabilidade e estágio de desenvolvimento diferentes. Daí o Projeto fugir a posições radicais, procurando medida justa para o dividendo obrigatório, protegendo o acionista até o limite em que, no seu próprio interesse, e de toda a comunidade, seja compatível com a necessidade de preservar a sobrevivência da empresa.*” (Cf. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/leis/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em 12 maio 2015).

<sup>756</sup> Cf. artigo 202, §1º da Lei nº 6.404/76.

<sup>757</sup> Cf. artigo 202, *caput*, da Lei nº 6.404/76.

<sup>758</sup> Cf. artigo 202, §2º da Lei nº 6.404/76.

<sup>759</sup> Cf. artigo 202, §§3º e 4º da Lei nº 6.404/76.

<sup>760</sup> Cf. artigo 202, II, da Lei nº 6.404/76.

<sup>761</sup> A limitação nessa seara foi, em sua origem, foi prevista em lei justamente com o intuito de preservar as finanças da companhia, conforme constata a Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76: “*A reserva de lucros a realizar é regulada no Projeto a fim de que o dividendo obrigatório possa ser fixado como porcentagem do*

Adicionalmente, cumpre destacar que a reforma introduzida pela Lei nº 10.303/01 institui o regime de distribuição compulsória do saldo de lucros do exercício que não receber destinação específica,<sup>762</sup> retirando também o poder decisório da assembleia geral com relação à aplicação desse saldo.<sup>763</sup>

---

*lucro do exercício sem risco de criar problemas financeiros para a companhia.”* (Cf. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976.* Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/leis/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 12 maio de 2015). A esse respeito, J. L. Bulhões Pedreira esclarece: “*A lei de sociedades por ações regula a reserva de lucros a realizar (art. 197) como instrumento para evitar que a companhia tenha que recorrer a empréstimos para pagar o dividendo obrigatório. A companhia obrigada (de acordo com a lei ou o estatuto) a declarar dividendo obrigatório pode limitar o pagamento ao montante dos lucros realizados e constituir reserva de lucros a realizar com a parte dos lucros não realizados que exceder das demais reservas formadas. No exercício em que os lucros forem realizados, a reserva será revertida e os lucros serão computados na determinação do dividendo obrigatório.*” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia.* Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 430). Isso se faz necessário uma vez que pode haver diferença entre o lucro contabilizado e os recursos que efetivamente ingressam na companhia, como destaca E. Teixeira e J. A. Guerreiro afirmam: “*A indisponibilidade dos lucros a realizar, que justifica e recomenda a constituição da reserva em questão, resulta da própria natureza desses resultados, os quais, embora computados no exercício, somente se tornarão passíveis de efetiva distribuição a partir do momento de sua concretização, ou, em outras palavras, a partir de sua realização futura. (...) Com efeito, na sistemática da lei, existem resultados positivos do exercício que não significam ingressos efetivos de numerário no patrimônio social e que, portanto, não devem ser considerados para a distribuição de dividendos.*” (TEIXEIRA. Egberto Lacerda; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Op. cit., p. 580-581). Imbuída dessa preocupação com as finanças da companhia, a redação original do artigo 202 da Lei nº 6.404/76 permitia que todo o lucro não realizado que ultrapassasse o valor destinado à formação das demais reservas fosse deduzido do montante do dividendo mínimo obrigatório do exercício, que, portanto, poderia ser calculado em função da quantidade de recursos que efetivamente ingressaram na companhia. Todavia, tal dinâmica foi alterada pela Lei nº 10.303/01, que modificou o artigo 202 da Lei nº 6.404/76, passando a prever a limitação do dividendo mínimo obrigatório à toda parcela realizada do lucro do exercício, de modo que essa última deverá ser, caso necessário, integralmente consumida para o pagamento de tal dividendo. Sobre as razões de tal alteração, M. Carvalhosa e N. Eizirik afirmam: “*Pelo sistema legal anterior, todo o lucro financeiramente não realizado, que ultrapassasse o total incluído na formação das demais reservas (arts. 193 a 196), poderia ser deduzido do lucro líquido do exercício para a apuração do lucro líquido ajustado, base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório. Nesse sentido, a redação original do art. 202 da Lei das S/A estabelecia que, para apuração do dividendo obrigatório, o lucro líquido do exercício deveria ser diminuído dos “lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva”. Em outras palavras, apurava-se, primeiramente, a parcela dos lucros do exercício não realizados financeiramente, destinando tal parcela à reserva de lucros a realizar, e, em seguida, calculava-se o valor dos dividendos obrigatórios, deduzindo de sua base de cálculo (lucro líquido ajustado) todo o montante que havia sido transferido para a referida reserva. No entanto, tal procedimento permitia a existência de situações em que o valor do dividendo obrigatório era diminuído, pela constituição da reserva de lucros a realizar, apesar de a companhia possuir lucros financeiramente realizados em montante suficiente para o pagamento do dividendo obrigatório que seria devido caso sua base de cálculo não houvesse sido previamente reduzida. Para corrigir tal situação, a nova redação do art. 197 determina que somente podem ser destinados à reserva de lucros a realizar os valores correspondentes ao montante do dividendo obrigatório que exceder a parcela realizada do lucro líquido do exercício. Ou seja, deve-se apurar, em primeiro lugar, o valor do dividendo mínimo obrigatório, sem que de sua base de cálculo seja previamente deduzido o montante dos lucros não realizados financeiramente. Nesse sentido, foi alterada a redação do art. 202 da Lei Societária, para excluir da composição do valor do lucro líquido ajustado a quantia correspondente aos lucros não realizados. Apenas se o valor do dividendo obrigatório for superior à parcela realizada dos lucros, isto é, à parcela de que a companhia efetivamente dispõe financeiramente, é que poderá ser constituída a reserva de lucros a realizar.*” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Op. cit., p. 357-358).

<sup>762</sup> Cf. artigo 202, §6º da Lei nº 6.404/76.

<sup>763</sup> A esse respeito, M. Carvalhosa e N. Eizirik afirmam: “*Tal dispositivo impede a reiterada prática por parte das companhias de reter lucros injustificadamente, sob a conta usualmente denominada “lucros acumulados”. No entendimento da CVM, como a lei societária não previa a existência de tal conta, a parcela do lucro do*

A despeito da estratégia utilizada pelo legislador – de estabelecer maior liberdade na pactuação inicial entre os acionistas acerca do montante do dividendo mínimo obrigatório e regular de modo especial a repactuação a esse respeito – ter por objetivo justamente atenuar os efeitos da inflexibilidade em relação ao regramento da matéria, a ingerência legislativa em questão atinente à maneira como as finanças da companhia são geridas e aplicadas em seu cotidiano – ainda que sob a bandeira da tutela da proteção do investidor quanto a potenciais abusos – não deixa de representar uma severa intromissão, que acaba por colocar em segundo plano eventuais especificidades que podem subsistir, em concreto, na realidade da companhia – especialmente em função de seu estágio evolutivo ou ramo de atividade –, bem como por mitigar o espaço conferido à autonomia privada nesse contexto.

Marcante, também, portanto, o fato de a disciplina societária brasileira impor um regramento bastante rígido em relação ao regime de destinação de resultados, para além das regras de proteção aos credores sociais, estabelecimento, por meio de normas cogentes, a distribuição anual obrigatória de parcela do lucro auferido pela companhia em cada exercício social.

### 3.6 FORMAÇÃO DE CAPITAL POR MEIO DE ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS ALTERNATIVAS

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

---

*exercício que excedesse o dividendo obrigatório e não pudesse ser enquadrada em nenhuma das destinações previstas nos arts. 193 a 197 da Lei das S/A (reserva legal, reservas estatutárias, reservas para contingências, retenção de lucros prevista em orçamento de capital aprovado em assembléia geral e reserva de lucros a realizar) deveria ser distribuída aos acionistas a título de dividendo. Entretanto, grande número de companhias distribuía aos acionistas apenas o dividendo obrigatório, ainda que as reservas previstas na lei e no estatuto social não absorvessem todo o montante do lucro do exercício, retendo o excesso na referida conta de “lucros acumulados”. Assim, o dispositivo ora comentado veio consagrar o referido entendimento da CVM, obrigando as companhias a distribuírem, como dividendo, todo o lucro que exceder às retenções legalmente previstas. Como se verifica, trata-se de norma que visa a reforçar o direito do acionista de receber dividendos, na medida em que toda e qualquer retenção de lucros terá de ser adequadamente justificada na assembléia geral ordinária. Em vista disso, as sociedades que não pretendam se ver obrigadas a distribuir integralmente o lucro do exercício, o que, em muitos casos, pode levar a sua descapitalização, em detrimento dos próprios minoritários, terão de criar, em seus estatutos, reservas de lucros, na forma prevista no art. 194 da Lei das S/A, bem como elaborar, com mais regularidade, orçamentos de capital que permitam a retenção de lucros.” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Op. cit., p. 363-364).*

de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

Evidente que tal circunstância pode impactar sociedades empresárias de diversos portes, estágios de desenvolvimento e ramos de atividade, em função da dificuldade de, no caso concreto, modelar a estrutura jurídica da sociedade à luz de suas particularidades e dos interesses mútuos de empreendedores e investidores.

Entretanto, tal dificuldade é potencialmente maior para as empresas nascentes, iniciantes e emergentes, em relação às quais os custos diretos e indiretos e a inflexibilidade decorrente daquela rigidez estrutural são potencialmente mais prejudiciais.

Como mencionado, a Lei nº 6.404/76 adotou por pressuposto que o financiamento por meio do mercado de valores mobiliários seria vocacionado à macroempresa, em estágio avançado de desenvolvimento, de grande porte financeiro e que o faria por meio do emprego de amplo apelo à poupança popular (incluída, aqui, a massa de investidores comuns, pessoas físicas, sem sofisticação em matéria financeira) em busca de vultuosos volumes de recursos.

Embora mesmo para esse perfil de companhia, como visto, a imposição de excessiva rigidez estrutural como precondição à utilização do mercado de valores mobiliários (em certo desprestígio à efetiva capacidade dos agentes econômicos negociarem os arranjos que melhor lhe convém, em temor aos potenciais abusos que podem ser perpetrados nesse contexto de maior liberdade) seja injustificada, isso é ainda mais flagrante em se tratando de empresas de menor porte ou em estágios evolutivos menos avançados, como é o caso das empresas nascentes, iniciantes e emergentes.

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

Nesse sentido, de modo a completar a análise sob os impactos da dimensão societária ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, é necessário avaliar as alternativas existentes quanto ao emprego, para tanto, de outras formas societárias, dotadas de maior flexibilidade e espaço para a construção de arranjos customizados.

### 3.6.1 *O regime norte-americano*

Para além da inerente flexibilidade que marca a disciplina societária norte-americana aplicável às *corporations* e pela amplitude de alternativas quanto à escolha de um modelo societário decorrente da multiplicidade de legislações estaduais, é de se destacar, também,



que a regulamentação do mercado de valores mobiliários daquele país não impõe qualquer tipo de discriminação em relação à utilização de seus instrumentos para a formação de capital em função da forma societária utilizada.<sup>764</sup>

O *Securities Act* de 1933 (que disciplina os processos de oferta pública de valores mobiliários) e o *Securities and Exchange Act* de 1934 (que disciplina a negociação de valores mobiliários em mercados secundários) centram-se na noção de *security*, de modo que quaisquer emissores (*issuers*)<sup>765</sup> de tais títulos são objeto de tal regramento.

O regulador norte-americano tampouco discrimina os emissores de valores mobiliários em função do tipo societário que adotam, autorizando, portanto, a utilização desse mercado e a captação de recursos por meio de seus mecanismos por empresas organizadas sob diversas formas societárias.<sup>766</sup>

---

<sup>764</sup> A esse respeito, L. Ribstein afirma: “*The federal securities laws do not explicitly apply to particular business forms. Instead, they regulate all firms whose interests fit within the broad definition of a "security."* This limits firms' ability to avoid federal regulation of corporate governance simply by choosing their standard form or state of incorporation. Thus, the federal securities laws clearly apply to at least some partnerships and limited liability companies, particularly if they have centralized management and are publicly traded.” (RIBSTEIN, Larry. “Why Corporations”. *Berkeley Business Law Journal*. Berkeley University: Berkeley, v. 1, 2004, p. 218).

<sup>765</sup> A esse respeito, a *Section 2(4)* do *Securities Act* de 1933 contempla uma definição bastante abrangente de emissor de valores mobiliários (*issuer*): “*The term "issuer" means every person who issues or proposes to issue any security; except that with respect to certificates of deposit, voting-trust certificates, or collateral-trust certificates, or with respect to certificates of interest or shares in an unincorporated investment trust not having a board of directors (or persons performing similar functions) or of the fixed, restricted management, or unit type, the term "issuer" means the person or persons performing the acts and assuming the duties of depositor or manager pursuant to the provisions of the trust or other agreement or instrument under which such securities are issued; except that in the case of an unincorporated association which provides by its articles for limited liability of any or all of its members, or in the case of a trust, committee, or other legal entity, the trustees or members thereof shall not be individually liable as issuers of any security issued by the association, trust, committee, or other legal entity; except that with respect to equipment-trust certificates or like securities, the term "issuer" means the person by whom the equipment or property is or is to be used; and except that with respect to fractional undivided interests in oil, gas, or other mineral rights, the term "issuer" means the owner of any such right or of any interest in such right (whether whole or fractional) who creates fractional interests therein for the purpose of public offering.*”

<sup>766</sup> A esse respeito, a *Regulation C* da *SEC*, que regulamenta o procedimento geral de registro de ofertas públicas apresenta a seguinte definição de *equity securities*: “*The term equity security means any stock or similar security, certificate of interest or participation in any profit sharing agreement, preorganization certificate or subscription, transferable share, voting trust certificate or certificate of deposit for an equity security, limited partnership interest, interest in a joint venture, or certificate of interest in a business trust; any security future on any such security; or any security convertible, with or without consideration into such a security, or carrying any warrant or right to subscribe to or purchase such a security; or any such warrant or right; or any put, call, straddle, or other option or privilege of buying such a security from or selling such a security to another without being bound to do so.*” (Cf. 17 CFR § 230.800). Não obstante, tal flexibilidade impõem alguns desafios de aplicação e interpretação normativa, uma vez que a regulamentação editada pela *SEC* e as regras editadas pelas bolsas de valores, ao adentrar na seara da governança interna dos emissores de valores mobiliários, tradicionalmente o faz em referência aos órgãos típicos que compõem as *corporations*. A esse respeito, L. Ribstein afirma: “*As federal law reaches beyond disclosure into the details of governance, it becomes increasingly sensitive to variations among forms in governance rules. This may not be a problem for regulating corporate governance because the inflexibility and standardization of the corporate form lets regulators reach most firms simply by identifying the formal device being regulated, such as the board of*

Dessa forma, embora as *corporations* constituam a principal forma utilizada pelas empresas que pretendem fazer uso dos mecanismos de captação de recursos típicos do mercado de valores mobiliários, especialmente no contexto das ofertas públicas que envolvem amplo apelo à poupança popular e listagem em bolsas de valores nacionais,<sup>767</sup> é absolutamente comum que sociedades empresárias organizadas sob outras formas societárias – especialmente *limited partnership*<sup>768</sup> e *limited liability companies*<sup>769</sup> – façam

---

*directors. However, as discussed above, regulating across business forms presents special problems. There are recent examples indicating these problems of expanding federal securities regulation into control of internal governance. First, what if a firm does not have a board of directors? The SEC ultimately exempted such firms from the audit committee requirement if their activities are "limited to passively owning or holding (as well as administering and distributing amounts in respect of) securities, rights, collateral or other assets on behalf of or for the benefit of the holders of the listed securities." Second, how do strict rules regarding director independence apply to partnerships where the relevant board is that of the corporate general partner or manager that is a closely held corporation? In this situation the directors are inherently not independent of the shareholders who control the corporate partner and appoint its directors. The SEC ultimately recognized this when it dropped the rule that a director would be an "affiliated person" if it is the "designee" of an affiliate." (RIBSTEIN, Larry. Op. cit., p. 220). A esse respeito, chama também atenção o fato de o *Listed Company Manual* da *New York Stock Exchange* trazer determinados dispositivos expressamente destinados a tratar tal dificuldade. É o caso do disposto em sua *Section 303A.00 – Corporate Governance Standards*: “Due to their unique attributes, limited partnerships and companies in bankruptcy proceedings are not required to comply with the requirements of Sections 303A.01, 303A.04 or 303A.05. However, all limited partnerships (at the general partner level) and companies in bankruptcy proceedings must comply with the remaining provisions of Section 303A.”*

<sup>767</sup> A escolha pela forma da *corporation* pode estar associada também a questões fiscais. Embora outras formas societárias – como as *limited liability companies* – gozem de tratamento fiscal diferenciado, quaisquer empresas cuja participação societária seja negociável em um mercado de valores mobiliários estabelecido (*established securities market*) é tratada, para fins fiscais, como uma *corporation*. A esse respeito, J. Bankman afirma: “Given that fact, why would any enterprise adopt the corporate form? One (sufficient) answer is that under current law, organizations whose ownership interests are numerous enough to be traded on an established securities market or readily tradable on a secondary market are treated as corporations for tax purposes, even if they are structured as partnerships under state law. Some investments, such as large-scale manufacturing concerns, must raise equity capital from numerous sources. The equity interests in these enterprises will inevitably be traded on an established market; hence these enterprises will be treated as corporations for tax purposes and subject to an additional level of tax.” (BANKMAN, Joseph. “The Structure of Silicon Valley Start-ups. *UCLA Law Review*. University of California: Los Angeles, v. 41, 1993-1994, p. 1757).

<sup>768</sup> A *limited partnership* é tipo societário semelhante à sociedade em comandita, que conta com *general partners* – responsável pela gestão da sociedade e sujeito a responsabilidade ilimitada – e *limited partners* – que não participam da gestão da sociedade e estão sujeitos a responsabilidade limitada ao montante por eles aportado no negócio. A esse respeito, M. Eisenberg e J. Cox afirmam: “Unlike general partnerships, limited partnerships are basically creatures of statute, although they have nonstatutory historical antecedents, RULPA §101 defines a limited partnerships as ‘a partnership formed by two or more persons under the laws of this State and having one or more general partners and one or more limited partners.’ (...)” (EISENBERG, Melvin A.; COX; James D. *An Introduction to Agency, Partnerships, and LLCs*. 6ª ed. New York: Foundation Press, 2012, p. 145). Acerca das características da *limited partnership*, F. Reyes afirma: “Segundo HOWELL, trata-se de uma companhia ‘formada por duas ou mais pessoas, de tal forma que existe pelo menos um sócio gestor (‘general partner’) e outro comanditário (‘limited partner’). Os gestores, essencialmente administram a empresa social como o fariam os sócios de uma companhia de pessoas (‘partnership’). Os outros sócios, por sua vez, são meros investidores. Estes últimos não têm maior ingerência na operação básica do negócio e sua responsabilidade usualmente se limita ao montante de seu investimento na sociedade.” (REYES, Francisco. Op. cit., p. 143).

<sup>769</sup> A *limited liability company* é um tipo societário híbrido e flexível, com características semelhantes à sociedade limitada (embora, por aqui, a flexibilidade tenha sido fortemente retirada com o advento do Código

uso de mecanismos alternativos de captação de recursos, como as ofertas restritas ou limitadas de valores mobiliários (destinadas justamente a incentivar a captação de recursos, por meio do mercado de valores mobiliários, por empresas em estágios menos avançados de desenvolvimento),<sup>770</sup> inclusive por intermédio de oferta de títulos representativos de participação societária.<sup>771</sup>

---

Civil), uma vez que seus sócios dispõem de responsabilidade limitada. A esse respeito, M. Eisenberg e J. Cox afirmam: “*Limited liability companies (LLCs) are noncorporate entities that are created under statutes that combine elements of corporation and partnership law. As under corporation law, the owners (“members”) of LLCs have limited liability. As under partnership law, an LLC has great freedom to structure its internal governance by agreement. Like a corporation, an LLC is an entity, so that it can, for example, hold property and sue and be sued in its own name. LLCs come in two flavors: member-managed LLCs, which are managed by their members, and manager-managed LLCs, which are managed by managers who may or may not be members.*” (EISENBERG, Melvin A.; COX, James D. (2012). Op. cit., p. 182).

<sup>770</sup> A esse respeito, importante destacar que parte significativa das ofertas realizadas em respaldo da *Regulation D* (dispensadas de registro perante a *SEC*) – cujo regramento será abordado no item 4.3.3 a seguir – são realizadas por *limited partnerships* ou *limited liability companies*. O *Form D* (formulário que deve obrigatoriamente ser arquivado junto ao regulador após tais transações), da forma como aprovado pela *SEC*, exige que o emissor informe seu tipo societário, dentre as seguintes categorias: *corporation, limited partnership, limited liability company, general partnership, business trust* e *other (specify)* (Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/forms/formd.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2016). Da mesma forma, é possível também verificar que tais entidades também utilizam o mecanismo especial de realização de ofertas públicas de valores mobiliários instituído pelo *Jobs Act*, por meio da alteração da *Regulation A* (que ficou conhecido como “*mini-public offer*” ou *Regulation A+*), cujo objetivo é justamente fomentar a utilização do mercado de valores mobiliários por empresas pequenas e médias – que também será detalhado no item 4.3.3 do presente trabalho. Igualmente, o *Form 1-A* (formulário que deve obrigatoriamente ser arquivado junto ao regulador após tais transações), conforme aprovado pela *SEC*, prevê expressamente a possibilidade de tais ofertas serem realizadas por entidades organizadas sobre formas societárias diversas da *corporation* indicando, inclusive, procedimentos especiais a serem observados quanto à elaboração das informações a serem divulgadas nesses casos: “*For offerings of limited partnership or limited liability company interests, an issuer must comply with the Commission’s interpretive views on substantive disclosure requirements set forth in Securities Act Release No. 6900 (June 17, 1991).*” (Disponível em: <<https://www.sec.gov/about/forms/form1-a.pdf>>. Acesso em: 15 out. 2016).

<sup>771</sup> A jurisprudência norte-americana tende a reconhecer a participação societária em *limited partnerships* e *limited liability companies* que não sejam administradas coletivamente pelos próprios sócios como *securities*, uma vez que se enquadram na definição de *security* desenvolvida no precedente *SEC v. W. J. Howey*. Acerca do investimento em *limited partnership*, M. Steinberg afirma: “*The judicial analysis of whether partnership interests fall within the definition of a security has proceeded along the lines of whether a partnership interest is an “investment contract.” Because state law governing the operation of limited partnerships traditionally prohibited limited partners from performing significant managerial functions, courts usually held that these interests met the ‘Howey’ requirement that profits be derived essentially from the efforts of others. Analysis often focused upon both the terms of the partnership agreement and on the actual extent of managerial participation by the limited partners. (...) In sum, interests in a limited partnership generally are securities because limited partners ordinarily rely on the general partners to exercise the essential entrepreneur or managerial efforts. However, in situations where limited partners have the capability to exert meaningful efforts, the Howey investment contract test may not be met.*” (STEINBERG, Marc I. *Securities Regulation*. 6<sup>th</sup> ed. San Francisco: Lexis Nexis, 2013, p. 48-49). Sobre a utilização de tais veículos no bojo do mercado de capitais norte-americano, L. Loss et al. afirmam: “*Publicly held limited partnerships whose interests are listed on an exchange or quoted in Nasdaq (before Nasdaq itself became an exchange) have been termed ‘master limited partnerships’. The use of large, publicly registered limited partnership has been a capital raising technique primarily in the real estate and oil and gas industries for some years. Their popularity has been fueled at times (1) by their listing or over-the-counter quotation, and (2) in earlier periods, by the change in comparative tax rates between corporations and individuals effected by the Tax Reform Act of 1986 (on top of the older partnership tax advantages).*” (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Fundamentals of Securities Regulation*. 6<sup>th</sup> ed. New York: Wolters Kluwer, 2011, p. 383). Em relação às *limited liability*

### 3.6.2 O regime europeu

O regime europeu também apresenta – embora em menor escala quando comparado à disciplina norte-americana – algumas alternativas interessantes em relação à utilização do mercado de valores mobiliários para promover a formação de capital de sociedades organizadas sob formas societárias diversas da sociedade por ações.

Inicialmente cumpre relembrar, como visto, que a disciplina societária europeia tradicionalmente condiciona a aquisição do *status* de companhia aberta – e, conseqüentemente, a atração de um rol mais rígido de regras estruturais e de obrigações periódicas e eventuais – à admissão à negociação de valores mobiliários em um mercado regulado.

Dessa forma, cria-se um interessante espaço para as empresas, ainda que organizadas sob a forma de sociedades por ações, utilizarem o mercado de valores mobiliários por meio de mecanismos alternativos, sem que isso implique a incidência do regime próprio tradicionalmente aplicável às companhias abertas.<sup>772</sup>

---

*companies*, tal caracterização depende de sua estrutura organizativa. A esse respeito, M. Steinberg afirma: “*An issue not yet fully resolved is whether interests in a limited liability company (LLC) are securities. An LLC, a creature of statute, is a flexible form of noncorporate business organization that, like a partnership, allows a planner to choose pass-through taxation (without classification as an S corporation). The Internal Revenue Service (IRS) recognizes LLCs as partnerships for tax purposes, thus legitimizing the LLC’s pass-through tax structure. Thus, the LLC avoids double taxation and corporate formalities and allows a pass-through of income and loss to its members for tax purposes. Further, LLC investors (referred to as members) may take an unrestricted role in management without sacrificing limited liability. The Howey investment contract test applies to determine whether LLC interests are securities. It may be argued that LLC interests are not investment contracts because most of the state statutes vest management power in the LLC members. This power arguably signifies that LLC members are not relying essentially on the efforts of others. Under this approach, LLC interests are similar to interests in a general partnership and, therefore, ordinarily are not investment contracts. Nonetheless, depending on the provisions contained in the LLC operating documents and the surrounding circumstances (such as the subject member’s degree of influence and the expertise required to operate the business), application of the Williamson factors may result in the LLC interests satisfying the Howey test.*” (STEINBERG, Marc I. Op. cit., p. 53-54). No mesmo sentido, S. Choi e A. Pritchard afirmam: “*As a recent innovation, LLC interests are not found in the statutory definition list, so courts have turned to the investment contract analysis to answer the question. The closest available analogy is the dividing line between general and limited partnership, with ‘member-managed’ LLCs likely to be aligned with general partnerships and ‘manager-managed’ LLCs lining up with limited partnership.*” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C. *Securities Regulation*. Foundation Press: New York, 2015, p. 147). Em boa síntese sobre essa diferenciação, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*The above discussion of stock, partnership interest, and LLC interest illustrates how associational form may affect the question of whether a given investment involves a security. Keying application of the securities to the form of business association selected gives rise to an important, and controversial, private ordering opportunity. If corporate stock, limited partnership interests, and interests in manager-managed LLCs generally are securities, while general partnership interests and interests in member-managed LLCs generally are not securities, promoters may control application of the securities act through the expedient of choosing one form of association over another.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. *Securities Regulation: Cases and Materials*. 7ª ed., New York: Aspen Publishers, 2013, p. 63).

<sup>772</sup> Destaca-se, inclusive, nessa seara, o regime italiano, que, como visto, criou uma modalidade intermediária de sociedade por ações, as companhias com dispersão acionária, situadas entre a companhia fechada e a companhia com ações admitidas à negociação em mercados regulados.

Em relação especificamente à possibilidade de acesso ao mercado de valores mobiliários por sociedades organizadas sob outras formas societárias, cumpre destacar, primeiramente, que tanto a *Directive 2003/71/EC*, conforme alterada pela *Directive 2010/73/EU* (conhecida como *Prospectus Directive*), que traz o regramento das ofertas de distribuição de valores mobiliários, como a *MiFID* (e sua sucessora, *MiFID II*) não discriminam os emissores que podem acessar o mercado de valores mobiliários em função do tipo societário que adotam,<sup>773</sup> incorporando, à definição de valor mobiliário (*transferable security*)<sup>774</sup> instrumentos que representem participação em sociedades organizadas de maneira diversa das sociedades por ações.

Todavia, a despeito da flexibilidade acima apontada no âmbito das regras comunitárias, algumas restrições são impostas pelas legislações locais de alguns países, especialmente em relação à possibilidade de realização de ofertas públicas, com amplo esforço de distribuição, envolvendo títulos representativos de participação societária em sociedade organizada de forma diversa de uma companhia.

Nesse sentido, por exemplo, no Reino Unido, o *Companies Act* estabelece expressamente que apenas as *public limited companies* podem realizar operações envolvendo ofertas públicas de títulos representativos de participação societárias, bem como de debêntures, sendo vedada a sua realização por *private limited companies*.<sup>775</sup>

Na França, da mesma forma, as *société à responsabilité limitée* não estão autorizadas a realizar ofertas públicas de valores mobiliários.<sup>776</sup>

Contudo, o *Code de commerce* autoriza expressamente que tais sociedades emitam determinados títulos representativos de dívida (*obligations nominatives*), desde que a operação não envolva uma oferta pública<sup>777</sup> (podendo, entretanto, utilizar os mecanismos alternativos de ofertas previstos na regulamentação).<sup>778</sup>

Ademais, a disciplina societária francesa destaca-se pela existência, desde 1994, de um regime simplificado de organização da sociedade por ações, que constitui inclusive um tipo societário autônomo, a *société par actions simplifiée*, festejado por sua grande flexibilidade organizativa, inclusive em comparação com a *société à responsabilité*

---

<sup>773</sup> Cf. *Directive 2003/71/EC*, article 2(1)(h).

<sup>774</sup> Cf. *Directive 2003/71/EC*, article 2(1)(a), (b) e (c) e *Directive 2014/65/EU*, article 4(1)(44) (que reproduz, em essência, a atual redação do MiFID).

<sup>775</sup> Cf. *Companies Act 2006*, §255.

<sup>776</sup> Cf. *Code de commerce*, article L241-2.

<sup>777</sup> Cf. *Code de commerce*, article L223-11.

<sup>778</sup> Conforme será detalhado no item 4.3.3 a seguir.

*limitée*.<sup>779</sup>

Adotando a espinha dorsal da disciplina da *société par actions*, o *Code de commerce*, ao regular o funcionamento da *société par actions simplifiée*, deixa a cargo de seus instituidores, por meio de previsão estatutária, a fixação de sua estrutura interna de organização, especialmente no que diz respeito à definição de sua estrutura decisória e administrativa.<sup>780</sup>

Embora quando concebida a *société par actions simplifiée* o legislador francês tenha optado por não permitir que tal tipo societário captasse recursos por meio do mercado de valores mobiliários, tal restrição vem sendo flexibilizada, justamente com o intuito de viabilizar a formação de capital das sociedades empresárias de menor porte.

Dessa forma, embora o *Code de commerce* vede, em relação a *société par actions simplifiée*, a realização de ofertas públicas de valores mobiliários ou a sua admissão à negociação em mercados regulados, o texto legislativo foi modificado em 2014, pela *Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014*, de modo a permitir que tais sociedades realizem

---

<sup>779</sup> A esse respeito, M. Cozian, A. Viandier e F. Deboissy afirmam: “*Les utilisateurs de la SA se plaignent du manque de souplesse de cette forme sociale, rigidité très gênante notamment dans les opérations d’investissement en commun et de filiale commune (joint venture). Faute de pouvoir modeler à leur guise les statuts de la société en raison de verrous institués par le législateur, par exemple en matière de majorités, les parties étaient condamnées à déroger aux statuts qu’elles avaient elles-mêmes rédigés par des protocoles ou pactes adjoints dont la solidité juridique était parfois incertaine. Pour remédier à ces inconvénients, le législateur a institué en 1994 une nouvelle forme sociale : la société par actions simplifiée ou SAS. L’idée maîtresse est d’offrir aux utilisateurs une forme d’organisation de l’entreprise, dont l’essentiel des règles de fonctionnement procéderait de la convention des parties, la réglementation de la SA étant applicable pour le surplus. Elle est assimilée sur le plan fiscal à la société anonyme (CGI, art. 1655 quinquies) et relève de l’impôt sur es sociétés, sauf option pour l’impôt sur le revenu (V. supra, n°s 59 et s.). La souplesse de cette forme sociale a été renforcée à plusieurs reprises. Résultat : les SAS ont aujourd’hui dépassé en nombre les SA et représentent près de 4 % du total de toutes les sociétés (V. supra, n° 7).*” (Cf. COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. Op. cit., p. 488). Da mesma forma, M. Andenas e F. Wooldridge afirmam: “*The new entity was devised to overcome certain rigidities in French law governing the SA and the SARL (société à responsabilité limitée –private limited liability company) which could not always be overcome by the use of special provisions in the company’s articles, or by means of the provisions of shareholders agreements, which were sometimes of doubtful validity.*” (ADRENAS, Mads; WOOLDRIDGE, Frank. *European Company Law*. Cambridge University Press: Cambridge. Kindle Edition, 2009, loc. 6462). Sobre a relevância e atratividade da *société par actions simplifiée* no contexto societário francês, especialmente em função da liberdade contratual subjacente a tal tipo societário, J. MacCahery et al. afirmam: “*Recent data concerning the use of the French société par actions simplifiée (SAS), a limited liability vehicle that is considered to be the most flexible company form in France which allows parties to freely contract into an optimal decision-making arrangement. indicates that not only tax. but also contractual flexibility is a main driver for business form selection. (...) Clearly. this runs against commentators expectations that tax considerations predominately explain entity selection. Obviously. the driving force behind SAS is the freedom of contract which enables firms, in an incomplete contracting world, to adapt to changing market circumstances and increased global competition.*” (MCCAHERY, Joseph A.; VERMEULEN, Erik P. M.; HISATAKE, Massato; SAITO, Jun. “*The New Company Law: What Matters in an Innovative Economy*”. In: MCCAHERY, Joseph A.; TIMMERMAN, Levinus; VERMEULEN, Erik P. M. *Private Company Law Reform – International and European Perspectives*. Hague: T.M.C. Asser Press, 2009, p. 114).

<sup>780</sup> Cf. *Code de commerce*, article L227-1 e article L227-5.

determinados tipos de ofertas restritas de valores mobiliários.<sup>781</sup>

Adicionalmente tais sociedade podem também realizar ofertas públicas no contexto de operações de *crowdfunding*.<sup>782</sup> Nessa hipótese, entretanto, o *Code de commerce* impõe a aplicação de determinados dispositivos aplicáveis às *société par actions*,<sup>783</sup> inclusive no que diz respeito ao funcionamento da assembleia geral,<sup>784</sup> à regulação do direito de voto e a vedação à criação de classes de ações com voto plural (exceto na hipótese das chamadas “ações de lealdade” acima descritas).<sup>785</sup>

Na Itália, por sua vez, se verificam caminhos que viabilizam algum tipo de acesso ao mercado de valores mobiliários por parte de sociedades constituídas como *società a responsabilità limitata*.

Embora o *Codice Civile* vede a oferta ao público de participação societária em tais sociedades,<sup>786</sup> as mesmas estão autorizadas expressamente a realizar ofertas restritas de títulos representativos de dívida (*titoli di debito*),<sup>787</sup> ainda que tal alternativa seja considerada ainda limitada por parte da literatura.<sup>788</sup> Ademais, por lá essas sociedades podem também realizar operações de *crowdfunding*, desde que se enquadrem na definição de *start-up innovativa*, constante da *Legge 17 dicembre 2012, n. 221*,<sup>789</sup> ou de *piccole e medie imprese*

---

<sup>781</sup> Cf. *Code de commerce*, article L227-2.

<sup>782</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L411-2, I bis.

<sup>783</sup> Cf. *Code de commerce*, article L227-2-1.

<sup>784</sup> Cf. *Code de commerce*, articles L. 225-96, L. 225-98 e L. 225-105.

<sup>785</sup> Cf. *Code de commerce*, articles L. 225-122.

<sup>786</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2468.

<sup>787</sup> Cf. *Codice Civile*, art. 2483.

<sup>788</sup> A esse respeito, G. Campobasso afirma: “Con l’attuale disciplina è infine caduto il divieto per le società a responsabilità limitata di emettere obbligazioni. O meglio, l’atto costitutivo può prevedere l’emissione di «titoli di debito» (art. 2483), peraltro sottratti alla disciplina propria delle obbligazioni di società per azioni (15.1.) ma soggetti alla disciplina secondaria del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (del. Cicr, 19-7-2005, n. 1058). A differenza delle obbligazioni, l’emissione di titoli di debito è consentita solo se prevista nell’atto costitutivo. Ed è l’atto costitutivo a stabilire se la competenza ad emettere titoli di debito spetta ai soci o agli amministratori «determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie». La decisione di emissione fissa le condizioni del prestito e le modalità di rimborso ed è iscritta nel registro delle imprese. Può anche prevedere che condizioni e modalità di rimborso possano essere modificate con il consenso della maggioranza dei possessori dei titoli.” (CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 562). Nesse sentido, também F. Sabato afirma: “Alla società a responsabilità limitata tale ricorso è esplicitamente precluso, in particolare dall’art. 2468, ai sensi del quale, come si è già riferito, le quote di partecipazione “non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari”, e non possono essere qualitativamente diverse le une dalle altre, salva la possibilità di diritti particolari dei soci: l’unico strumento alternativo e ben limitato, come vedremo tra un momento, sono i titoli di debito, al di fuori dei quali esiste soltanto il mercato dei capitali ordinario (cioè quello al quale può ricorrere qualsiasi imprenditore, e, così, banche, fornitori, dipendenti, ecc.). (...) E questo il prezzo che la società a responsabilità limitata paga per l’autonomia statutaria della quale beneficia: autonomia statutaria vs. ricorso al mercato dei capitali.” (DI SABATO, Franco. Op. cit., p. 532).

<sup>789</sup> Cf. *Legge 17 dicembre 2012, n.221*, art. 25.

(PMI) innovative, constante da decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3.<sup>790</sup>

Na Alemanha, as sociedade limitadas (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (*GmbH*)) também não podem acessar amplamente o mercado de valores mobiliários.<sup>791</sup>

Por lá, todavia, determinados investimentos em ativos ou produtos financeiros que não se enquadram na definição de valores mobiliários contida no *WpPG* estão sujeitos ao regramento previsto no *Vermögensanlagengesetz – VermAnlG*. Se enquadram nessa categoria, por exemplo, investimentos em uma sociedade em comandita (*Kommanditgesellschaft – KG*)<sup>792</sup>.

---

<sup>790</sup> Cf. Decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, art. 4.

<sup>791</sup> A esse respeito, F. Kübler afirma: “La sociedad de responsabilidad limitada no está concebida como una gran sociedad abierta, sino como forma organizatoria para la pequeña y mediana empresa con necesidades de financiación moderadas y un número limitado de socios. Por ello, sus disposiciones tienen como uno de los objetivos principales la protección de los acreedores -al igual que la sociedad anónima—, pero no —a diferencia de está— la protección de los inversores; la fundación es mucho más sencilla y no está sometida a controles tan rigurosos. Para la adopción de los acuerdos de la sociedad no se requiere la asistencia de los socios ni la documentación notarial; tampoco se prescribe imperativamente la existencia de un consejo de vigilancia. b) La renuncia a la protección de los inversores (y a garantizar el funcionamiento del mercado de capitales) se compensa dificultando la circulación de las participaciones. (...)c) La exclusión de la sociedad de responsabilidad limitada del mercado de capital es hace que su regulación sea mucho mas sencilla en comparación con la de la sociedad anónima. La contraposición de los intereses de los socios y los acreedores es el aspecto que domina la normativa de la sociedad de responsabilidad limitada, y la GmbHG contiene una serie de normas imperativas para la protección de estos últimos (cfr. más abajo el apartado II 2). A diferencia de lo dispuesto en el § 23 V AktG, en la GmbHG se parte del carácter dispositivo de sus normas, salvo que se disponga otra cosa. Este principio se aplica especialmente en el ámbito de las relaciones internas, cuya flexibilidad acerca a la sociedad de responsabilidad limitada a las sociedades personalistas y le otorga un cierto carácter individualista, al menos por regla general.” (KÜBLER, Friedrich. Op. cit., p. 374-375).

<sup>792</sup> Embora tal modalidade tenha causado preocupações em função de desvirtuamentos e operações fraudulentas que se utilizaram desse modelo. Tal modelo, via de regra, se conforma por meio de estrutura jurídica em que o sócio comanditado é uma sociedade limitada (*GmbH*). A esse respeito, F. Kübler afirma: “El régimen de las sociedades personalistas está pensado para aquellas agrupaciones de personas que cuentan con un número de miembros relativamente reducido y controlable, quienes normalmente han negociado sobre la regulación de los distintos intereses en juego antes de la fundación de la sociedad. Ello se refleja luego en el contrato de sociedad resultante que constituye la regulación equilibrada de los intereses en juego, que el ordenamiento jurídico respeta al renunciar casi totalmente a regular con carácter imperativo la estructura de las relaciones internas de las sociedades personalistas. Sin embargo, el fenómeno de la sociedad comanditaria abierta al público o de capital disperso se desvía considerablemente del tipo legal. En efecto, el contrato de sociedad se configura por parte de un pequeño grupo de fundadores o promotores (la mayoría de las veces en la forma de *SL* y *da.*, *S.* en comandita; cfr. *infra* el epígrafe 21) ofreciendo a un número indeterminado de personas la posibilidad de incorporarse a la sociedad en calidad de socios comanditarios bajo las condiciones fijadas con carácter definitivo en el contrato de sociedad. A continuación se ofrece la adquisición pública de las participaciones a los potenciales inversores. La experiencia de los últimos años muestra que esta forma de inversión presenta un riesgo considerable. Por ello, la jurisprudencia – cuya línea actual comienza con la sentencia contenida en *BGH NJW 1973, 1604-*, ha pasado a establecer reglas especiales para el régimen de la sociedad comanditaria abierta al público.” E, sobre as preocupações advindas de tal modelo, afirma: “(...) algún sector de la doctrina exige que se regulen mediante normas especiales imperativas, entre otros aspectos, el control de la fundación, la contabilidad y la creación de un consejo de vigilancia. Algunas de estas medidas parecen adecuadas para paliar algunas situaciones graves de abuso, presentando al tiempo considerables problemas de delimitación y posibilidades de fraude de ley. En cambio, no parece aconsejable desde el punto de vista de política económica reducir aún más el ámbito de aplicación del Derecho de sociedades anónimas, que responde a las necesidades del mercado de capitales, por medio de la fijación de formas alternativas de sociedades de inversión que en cambio responden en mucha menor medida a dichas necesidades.” (KÜBLER,



### 3.6.3 O regime brasileiro

Conforme mencionado, a Lei n° 6.385/76<sup>793</sup> não restringe, *a priori*, os tipos societários que podem ser utilizados para captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários.

Tal realidade decorreu da introdução, na legislação, da noção genérica de valor mobiliário constante do artigo 2º, IX da lei, cuja emissão e oferta ao público independem da forma jurídica de que se revestem as entidades que o emitem.<sup>794</sup>

Logo após a edição da Medida Provisória n° 1.637-11/1998 (posteriormente convertida na Lei n° 10.198/2001), que introduziu, no ordenamento jurídico brasileiro, a noção de contrato de investimento coletivo, inspirada na definição norte-americana de *security* – e que posteriormente foi incorporada à Lei n° 6.385/76 por meio da Lei n° 10.303/2001 – a CVM editou a Instrução CVM n° 270/98, para disciplinar o registro dos emissores de tal valor mobiliário, exigindo, todavia, que se organizassem sob a forma de sociedade por ações.<sup>795</sup>

---

Friedrich. Op. cit., p. 479-485). Sobre a abrangência de tal regramento, J. P. Bussalbé afirma: “*The Capital Investment Act (Vermögensanlagegesetz – VermAnlG) defines the prospectus requirement for types of investment that are not securities within the meaning of the Securities Prospectus Act (Wertpapierprospektgesetz – WpPG) or investment funds within the meaning of the Investment Code (Kapitalanlagegesetzbuch – KAGB). (...) According to the VermAnlG, the prospectus requirement applies, for example, to public offerings by companies operating outside the financial sector, such as German limited partnerships in the renewable energy sector, or to the issuance of profit participation rights that do not provide for loss participation by investors, but that are subject to a qualified subordination clause that disadvantages investors.*” (BUSSALBÉ, Jean-Pierre. *Retail Investors Protection Act: Improved transparency on the unregulated capital market.* BaFin, 2015. Disponível em: <[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa\\_bj\\_1501\\_kleinanlegerschutzgesetz\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa_bj_1501_kleinanlegerschutzgesetz_en.html)>. Acesso em: 1 dez. 2016).

<sup>793</sup> Cf. Artigo 2º da Lei n° 6.385/76.

<sup>794</sup> Cf. CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Op. cit., p. 466-467. A inclusão de tal definição no ordenamento jurídico brasileiro foi motivada essencialmente por preocupações advindas de operações realizadas ao longo da década de 90 relativas a apelo ao público em geral para oferta de contratos de investimento coletivo para aplicação de recursos em engorda de boi, que resultou em prejuízos enormes para os respectivos investidores. A esse respeito, N. Parente afirma: “*O caso de fraude no Brasil utilizando contratos de investimento coletivo que ficou mais notório, no entanto, foi o das Fazendas Reunidas Boi Gordo, tendo causado perdas bilionárias a investidores. Inicialmente atuando como empresa agropecuária desde 1985, a empresa começou a lançar títulos na década de 1990 em que prometia ganhos elevados para recursos aplicados na engorda de bois e na criação de bezerras, atividade que rendia lucros muito menores do que os ofertados. Além disso, apesar de as operações serem claramente de distribuição pública de valores mobiliários, a empresa não tinha inicialmente registro de companhia aberta. A MedProv. 1.637/1998, convertida na Lei 10.198/2001, foi editada a fim de enquadrar os contratos de boi gordo como valor mobiliário e permitir a atuação da CVM no caso. A CVM regulamentou o tema dos contratos de investimento coletivo por meio da Instrução CVM 286/1998.*” (PARENTE, Norma. *Tratado de Direito Empresarial. V. 6 – Mercado de Capitais* (coord. Modesto Carvalhosa). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 232-233).

<sup>795</sup> Cf. Artigo 1º da Instrução CVM n° 270/1998. Tal exigência foi implementada de maneira reativa, diante dos acontecimentos envolvendo operações fraudulentas envolvendo a oferta de contratos de investimento coletivo. A esse respeito, A. O. Mattos Filho afirma: “*Com base no contido na Medida Provisória n.*

E a despeito da permissão legal constante da Lei nº 6.385/76 desde 2001, a possibilidade de captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários por sociedades constituídas sob formas societárias diversas da sociedade por ações foi introduzida de maneira bastante singela na regulamentação brasileira até aqui.

O primeiro movimento nesse sentido veio com a edição da Instrução CVM nº 400/03, que institui a inédita hipótese de dispensa automática de registro das ofertas públicas de valores mobiliários realizadas por empresas de pequeno porte e microempresas, conforme definidas em lei, que, todavia, foram pouco utilizadas ao longo dos anos.<sup>796</sup>

Todavia, para além da limitação em relação ao porte das empresas que podem se beneficiar de tal regime,<sup>797</sup> a rigidez estabelecida na Lei Complementar nº 123/06 em relação à qualificação como empresa de pequeno porte ou microempresa<sup>798</sup> retira parte da atratividade desse regime enquanto um efetivo facilitador do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

Essa possibilidade foi, posteriormente, ampliada, ainda de maneira tímida, com o advento da Instrução CVM nº 476/09.

Tal regra, ao instituir um regime regulatório especial para as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos de determinados valores mobiliários, passou a admitir a

---

*1.637/1998, a Comissão de Valores Mobiliários baixa a Instrução n. 270/1998, a qual, quase repetindo os termos da então medida provisória, estabelece que “Considera-se título ou contrato de investimento coletivo aquele gerador de direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”. Porém, utilizando-se da competência estabelecida no artigo 1º, § 3º, daquela lei e, provavelmente, buscando resolver só o problema surgido com a venda de valores mobiliários de participação emitidos tendo como ativo boi gordo, ela se autoimpôs um limite ao estabelecer no artigo 1º da Instrução n. 270/1998 que “Somente poderão emitir títulos ou contratos de investimento coletivo para distribuição pública as sociedades constituídas sob a forma de sociedade anônima”. Porém, como o comando de lei diz que a CVM poderá exigir a forma acionária, temos que, em se alterando o conteúdo da limitação imposta por ela mesma, outras formas de conglomeração de investimento poderão ser adotadas.” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. cit., v. 1, p. 177). Na sequência, foi editada a Instrução CVM nº 296/98, que dispõe sobre o registro de oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo.*

<sup>796</sup> Cf. artigo 5º, III da Instrução CVM nº 400/03. Tal dispensa, entretanto, passou a ser utilizada apenas recentemente, para viabilizar determinadas ofertas de contrato de investimento coletivo no bojo de operações de investimento participativo (*investment-based crowdfunding*), que serão abordadas no item 4.3.5 adiante.

<sup>797</sup> Cf. artigo 3º, I e II da Lei Complementar 123/06.

<sup>798</sup> Nesse sentido, o artigo 3º, §4º da Lei Complementar 123/06 exclui, por exemplo, do regime especial aplicável às empresas de pequeno porte e microempresas, independentemente de seu porte, além das sociedades por ações, quaisquer sociedades que (i) tenha como sócio pessoa jurídica; (ii) tenha como sócio pessoa física inscrita como empresário individual ou sócia de outra empresa de pequeno porte ou microempresa, desde que a receita bruta global de ambas ultrapasse o limite estabelecido no artigo 3º, II da Lei Complementar nº 123/06; (iii) cujo titular ou sócio participe com mais de 10% do capital de outra empresa que não se qualifique como empresa de pequeno porte ou microempresa, desde que a receita bruta global de ambas ultrapasse o limite estabelecido no artigo 3º, II da Lei Complementar nº 123/06; (iv) cujo sócio seja administrador de outra pessoa jurídica, desde que a receita bruta global de ambas ultrapasse o limite estabelecido no artigo 3º, II da Lei Complementar nº 123/06; (v) que participe do capital de outra pessoa jurídica.

possibilidade de ofertas dessa natureza serem feitas por entidades constituídas sob outras formas societárias, mas apenas para alguns valores mobiliários representativos de dívida,<sup>799</sup> especialmente notas comerciais,<sup>800</sup> cédulas de crédito bancário<sup>801</sup> e alguns valores mobiliários relativos ao agronegócio (certificados de direitos creditórios do agronegócio<sup>802</sup>, cédulas de produto rural<sup>803</sup> e *warrants* agropecuários).<sup>804</sup>

Os demais valores mobiliários que compõem o rol constante da Instrução CVM nº 476/09, acima descrito, dada sua natureza, apenas podem ser emitidos por sociedades por ações ou fundos de investimento.<sup>805</sup>

---

<sup>799</sup> Importante destacar que a CVM em um primeiro momento demonstrou hesitação em relação a possibilidade de admitir a oferta de valores mobiliários por emissores constituídos sob outras formas societárias, conforme Edital de Audiência Pública nº 05/2008: “*Como dito acima, o parágrafo 1º do art. 1º da Minuta estabelece uma lista taxativa dos valores mobiliários que poderão ser objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos, mas não traz uma lista equivalente que estabeleça a relação de emissores permitidos. Desta forma, em princípio, não só as sociedades por ações, mas também outros tipos societários, como as sociedades limitadas e cooperativas, poderiam oferecer ao público, mediante esforços restritos de distribuição, valores mobiliários de sua emissão. No entanto, a CVM cogita limitar a possibilidade de realização dessas ofertas às sociedades por ações, tendo em vista que a Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, contempla uma série de regras com as quais os agentes de mercado e investidores em geral já se acostumaram a contar depois de decorridos mais de 30 anos do início de sua vigência. A CVM gostaria de ouvir do mercado suas opiniões a respeito das vantagens e desvantagens de eventual limitação do alcance da Minuta às ofertas de valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas.*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Edital de Audiência Pública nº 05/2008*, p. 3, Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 29 ago. 2016). Entretanto, após a realização da audiência pública da norma, a autarquia optou por seguir em frente com tal proposta, conforme Relatório de Análise SDM – Audiência Pública nº 05/2008: “*Considerando as manifestações recebidas, a SDM não se convenceu da necessidade de restringir a possibilidade de realizar ofertas públicas distribuídas com esforços restritos a um ou mais tipos societários. (...) Inicialmente, deve-se notar que a Lei no 6.385, de 1976, em seu art. 2º, § 2o, sujeita os emissores de valores mobiliários ali referidos, bem como seus administradores e controladores, à mesma disciplina prevista para as companhias abertas. Portanto, na opinião da SDM, que se baseia na jurisprudência do colegiado da CVM, a forma de organização societária é irrelevante para se verificar a competência desta autarquia quanto à aplicação das penalidades estabelecidas no art. 11 da Lei no 6.385, de 1976.*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório de Análise SDM – Edital de Audiência Pública nº 05/2008*, p. 5. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 29 ago. 2016). Tal regime constitui uma das modalidades de formação semipública de capital e será detalhado no item 4.3.3 do presente trabalho.

<sup>800</sup> Cf. artigo 1º, §1º, I da Instrução CVM nº 476.

<sup>801</sup> Cf. artigo 1º, §1º, II da Instrução CVM nº 476.

<sup>802</sup> Cf. artigo 1º, §1º, VII da Instrução CVM nº 476.

<sup>803</sup> Cf. artigo 1º, §1º, VIII da Instrução CVM nº 476.

<sup>804</sup> Cf. artigo 1º, §1º, IX da Instrução CVM nº 476.

<sup>805</sup> Em relação à emissão de debêntures simples, a despeito de posicionamentos doutrinários (inclusive nosso) favoráveis, bem como do fato de inexistir vedação expressa em lei, o regulador e parte da doutrina não admitem a possibilidade de sociedades limitadas emitirem tais valores mobiliários, ainda que no contexto de ofertas distribuídas com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476/09. Acerca desta possibilidade, afirmamos: “*Não obstante a expressa possibilidade de a sociedade limitada ofertar algumas espécies de valores mobiliários à luz do regime instituído com a edição da Instrução CVM nº 476/09 tenha sido muito aclamada, principalmente com relação às notas comerciais (também conhecidas por commercial papers) e cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira, pouco se falou desde então sobre a possibilidade da sociedade limitada distribuir debêntures nos mesmos moldes. Seria contraditório aceitar que a sociedade limitada pode emitir e ofertar (com esforços restritos de colocação) notas comerciais, sem, contudo, poder fazê-lo com relação às debêntures, haja vista que quaisquer argumentos que poderiam ser utilizados para fundamentar a incompatibilidade de emissão e ofertas destas últimas com o*

---

*tipo societário da sociedade limitada seriam necessariamente aplicáveis às primeiras, haja vista as semelhanças, do ponto de vista de sua natureza jurídica e função econômica, entre as duas espécies de títulos.”* (PITTA, André Grünspon. A Possibilidade de Emissão de Debêntures por Sociedade Limitada Regida Supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações In: AZEVEDO, Luís Andre N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Sociedade Limitada Contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 528. No mesmo sentido, M. Veiga e E. Oioli afirmam: *“A maior controvérsia relacionada à emissão de valores mobiliários por sociedades limitadas diz respeito às debêntures. Tal valor mobiliário nada mais é do que um título que confere direito de crédito ao seu titular, contra a emissora, normalmente representado por uma obrigação de pagar determinada quantia em dinheiro em prazo e remuneração pré-acordados. Portanto, deveria ser vista como o que realmente é, e nada mais: um empréstimo tomado no mercado de capitais. Infelizmente, interpretações absolutamente equivocadas levam a crer que as limitadas não estariam autorizadas ou legitimadas a emitir debêntures, e talvez esta seja a maior prova de o que se pretende é rebaixar a limitada a ente de segunda classe. (...) Repise-se: uma debênture é mera dívida da sociedade que a emite, assim, como aquela oriunda do contrato de mútuo celebrado com instituição financeiras ou quaisquer outros credores. Nada mais. Portanto, se não há lei que proíba tal negócio jurídico, não há como se chegar a qualquer outra conclusão salvo aquela de que a sociedade limitada pode, sim, emitir tais títulos.”* (VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. As Sociedades Limitadas e o Mercado de Capitais. In: AZEVEDO, Luís Andre N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (2013). Op. cit., p. 650-652. Nesse sentido, também J. R. Amaral afirma: *“Ora, se as sociedades limitadas podem emitir nota comercial, que é um valor mobiliário previsto no artigo 2º, inciso VI, da Lei nº 6.385/76, não há como sustentar a tese de impossibilidade de emissão de debêntures por limitadas sob a alegação de que o rol dos valores mobiliários vincular-se-ia ao caráter institucional do emissor, restringindo o direito de criação e emissão apenas às entidades de natureza institucional. Trata-se de limitação a direito não prevista em lei e, portanto, em total afronta à disciplina constitucional.”* (AMARAL, José Romeu Garcia do. *Ensaio Sobre o Regime Jurídico das Debêntures*. São Paulo: Almedina, 2015, p. 172). Para uma ampla visão do debate sobre a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas, ver. AMARAL, José Romeu Garcia do. Op. cit., p. 155-184). Da mesma forma, V. H. de Mello Franco afirma que a possibilidade de “emissão de obrigações” por sociedades limitadas é uma questão em aberto: *“[n]o direito brasileiro a possibilidade parece remota, mas a lei não contém uma proibição expressa como faz a lei espanhola 2/95 em seu art. 9. Já tanto a Lei italiana (Código Civile – art. 2.483) admite-se a emissão de ‘titoli di debiti’ desde que previsto no ato constitutivo. O direito francês, igualmente, admite a emissão de obrigações (art. L223-11, 2ª alínea do Código de Comércio), ordenando seja aplicado, supletivamente, o que se dispõe para as sociedades anônimas. O direito belga vai mais longe e não só admite a emissão de obrigações, como, inclusive de partes beneficiárias. A par disto determina que estas obrigações, a par de nominativas, terão um valor mínimo nominal de 25 Euros (art. 243 do Código de Sociedades Belga), regulamentando, inclusive a assembleia dos obrigacionistas (art. 292 do Código de Sociedades belga). Resta ver como a doutrina verá a possibilidade perante o direito brasileiro”.* (FRANCO, Vera Helena de Mello. *Direito Empresarial I: O empresário e seus auxiliares, O estabelecimento empresarial, As Sociedades*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009, p. 244). Em sentido contrário, N. Eizirik afirma: *“De todos os tipos de sociedades, civis e comerciais, somente as sociedades anônimas e comanditas por ações (artigo 280 c/c artigo 283) podem emitir debêntures.”* (EIZIRIK, Nelson (2015, v. 1). Op. cit., p. 359). Em sentido semelhante, J. E. Tavares Borba afirma: *“Assim, uma série de institutos e de regras que são típicos da sociedade anônima afiguravam-se, como continuam a se afigurar, funcionalmente incompatíveis com a sociedade limitada. Esse era e é o caso de toda a matéria atinente a valores mobiliários, tais como ações, debêntures, partes beneficiárias, as quais, pela natureza de títulos-valores, a serem oferecidos à subscrição, não se coadunam com os fins e propósitos da sociedade limitada.”* (TAVARES BORBA, José Edwaldo. *Das Debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 28-29). Da mesma forma, afirma M. Carvalhosa, ao comentar a possibilidade de regência supletiva das sociedades limitadas pela Lei nº 6.404/76: *“Assim, exemplificativamente, não podem ser aplicadas às sociedades limitadas as regras da sociedade anônima atinentes à constituição da sociedade; à limitação de responsabilidade dos sócios; aos direitos e obrigações dos sócios entre si e para com a sociedade; à emissão de títulos estranhos ao capital social, tais como debêntures, partes beneficiárias e bônus de subscrição; à abertura do capital com apelo à poupança pública; à emissão de quotas sem valor nominal; à emissão de certificados de quotas; e à subsidiária integral.”* (CARVALHOSA, Modesto; AZEVEDO, Antonio Junqueira de (Coord.). *Comentários ao Código Civil: parte especial. Do Direito de Empresa. Da Sociedade Personificada – arts. 1052 a 1195*. São Paulo: Saraiva, vol. 13, 2003, p. 45). Tal entendimento foi agasalhado, inclusive, pela Junta Comercial do Estado de São Paulo, ao rejeitar o arquivamento de escritura de emissão de debêntures por sociedade limitada, nos seguintes termos: *“Destacou que, embora haja divergência na interpretação pela doutrina, somente há previsão no âmbito das Sociedades Anônimas, razão pela qual entende que deveria haver regulamentação da*

Na sequência, outras regras da CVM passaram também a admitir, de maneira episódica, a possibilidade de emissão e oferta de alguns tipos de valores mobiliários por entidades organizadas sob forma diversa da sociedade por ações.

Nesse sentido, a própria Instrução CVM nº 480/09, que regulamenta o registro de emissores perante a CVM, passou a prever expressamente a possibilidade de registro de sociedades limitadas, na hipótese de emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e cédulas de crédito bancário, bem como de cooperativas que emitam notas comerciais do agronegócio.<sup>806</sup>

Tal regra trouxe, ainda, um regime de dispensa do registro de emissor para empresas de pequeno porte e microempresas, conforme definidas em lei<sup>807</sup>, em harmonia com a dispensa já existente em relação às ofertas de valores mobiliários por esse tipo de emissor.

Posteriormente, a Instrução CVM nº 566/15, que instituiu um regime especial para as ofertas públicas de notas comerciais, passou a também contemplar as sociedades limitadas e as cooperativas em seu regime.<sup>808</sup> E atualmente, o regramento proposto pela CVM para o *investment-based crowdfunding* contempla também a hipótese de oferta de valores

---

*matéria pela CVM. O vogal Ademar Fogaça Pereira questionou se o ato não seria válido entre as partes envolvidas. O D. Procurador destacou que, no âmbito do registro do comércio, entende que não é passível de arquivamento, diante da ausência de previsão legal. O vogal Rogério Aleixo Pereira externou opinião acompanhando a D. Procuradoria.” (Ata da Sessão Plenária da JUCESP no 47/2012 (ordinária), de 26 de junho de 2012, p. 6, apud AMARAL, José Romeu Garcia do. Op. cit., p. 164). No mesmo sentido manifestou-se a Procuradoria de Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro: “No caso, a Lei 6.404/76, ao prever a possibilidade de emissão de debêntures, foi expressa ao determinar que o título poderia ser emitido apenas pelas “companhias”, o que inclui exclusivamente as “sociedades anônimas” e as em “comandita por ações”. Eis o teor do dispositivo raiz sobre que embasa a emissão de debêntures: (...) Não há, portanto, dúvida de que a lei apenas atribuiu legitimação para a emissão de debêntures às sociedades anônimas e às em comandita por ações. De forma mais ampla, pode-se afirmar que a emissão valores mobiliários é atributo exclusivo das companhias, uma vez que apenas esses tipos societários, dada à sua natureza institucional, teriam permissão para emitir ações, debêntures, bônus de subscrição, opções de compras, etc. A emissão de valores mobiliários por sociedade limitada, portanto, iria de encontro à proporia estrutura e natureza da sociedade limitada, que, sendo contratual, não comportaria, em regra, a emissão de valores mobiliários.” (Parecer emitido nos autos do processo nº 07-2012/232000-0. Disponível em: <<http://www.jucerja.rj.gov.br/Instituicao/procuradoria/pdf/0720122320000.pdf>>. Acesso em: 13 out. 2016). Essa parece ser, também, a opinião da Comissão de Valores Mobiliário, conforme registrado no Relatório de Análise SDM – Audiência Pública SDM nº 01/2014 – Processo CVM nº RJ-2013-5756: “A CVM entende que sociedades limitadas podem realizar ofertas com esforços restritos dos valores mobiliários que legalmente puderem emitir e que estiverem listados na Instrução CVM nº 476, de 2009. A referida instrução rege a oferta, não a emissão. Por exemplo, sociedades limitadas não podem emitir debêntures, uma vez que as debêntures são disciplinadas na Lei nº 6.404, de 1976, aplicável às sociedades anônimas. Ademais, o regime societário das limitadas (por exemplo, regras informacionais e direitos) não é coerente com a emissão desses valores mobiliários.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM – Audiência Pública SDM nº 01/2014 – Processo CVM nº RJ-2013-5756, p. 39-40. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 out. 2016).*

<sup>806</sup> Cf. artigo 33 da Instrução CVM nº 480/09.

<sup>807</sup> Cf. artigo 7º, IV e 5 da Instrução CVM nº 480/09.

<sup>808</sup> Cf. artigo 2º da Instrução CVM n. 566/15.

mobiliários por sociedade limitadas, vedando, todavia, a oferta das respectivas quotas.<sup>809</sup>

Para além dessas ainda restritas alternativas, a sociedade por ações permanece sendo a principal forma societária que goza de acesso amplo ao mercado primário de valores mobiliários,<sup>810</sup> sendo o único tipo societário autorizado a utilizá-lo de maneira mais efetiva para a formação do capital necessário à consecução da atividade empresária que constitui seu objeto,<sup>811</sup> o que, por si só, já representa uma importante limitação, ao menos para as empresas em estágios menos evoluídos de desenvolvimento, haja vista a rigidez estrutural que marca a disciplina das sociedades por ações.

A partir das considerações acima, seria intuitivo propor, como mecanismo de fomento ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, especialmente por parte de empresas em estágios menos desenvolvidos, uma postura mais liberalizante por parte do regulador, em relação à autorização para que sociedades organizadas sob outras formas jurídicas pudessem emitir e ofertar uma gama maior de valores mobiliários – inclusive representativos de participação societária – fazendo, portanto, maior uso da prerrogativa atribuída à CVM nos termos do artigo 2º, §§ 2º e 3º da Lei nº 6.385/76.

Tal iniciativa, não obstante salutar, esbarraria, no entanto, em um outro tipo de problema, associado à ausência de outros tipos societários aptos a prover a utilização eficiente do mercado de valores mobiliários, inclusive em função de sua inflexibilidade organizacional, como é o caso das sociedades limitadas – que em vários aspectos se equipara,

---

<sup>809</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016. Tal proposta será detalhada no item 4.3.5 adiante.

<sup>810</sup> Cf. artigo 1º. da Instrução CVM n. 480/09.

<sup>811</sup> Para além de histórica identidade das sociedades por ações com o mercado de valores mobiliários, não se pode negar que a estrutura normativa desse tipo societário e do mercado de valores mobiliários guarda íntima interconexão, em função da relação de complementariedade que existe entre a Lei nº 6.385/76 e a Lei nº 6.404/76. Nesse sentido é a observação de G. Cordoniz et al., ao comentar o disposto no §3º, I do artigo 2º da Lei nº 6.385/76, sobre a razão de ser da prerrogativa concedida à CVM de exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima: “*Uma explicação razoável poderia decorrer do fato de estarem amalgamadas as previsões e os sistemas das Leis nº 6.404/76 e 6.385/76, em virtude de serem as sociedades anônimas o tipo societário por excelência concebido para permitir o financiamento de atividades empresariais via acesso ao mercado de capitais, cuja estrutura foi desenvolvida para viabilizar aos empresários a captação de recursos nesse mercado, com a fundamental limitação da responsabilidade pessoal dos acionistas. (...) Os outros tipos societários, tal como regulados hodiernamente, não possuem a mesma estabilidade das sociedades anônimas, o que não se coaduna com a complexidade e os usuais mecanismos de controle dos agentes atuantes no mercado de valores mobiliários. Assim, também a efetividade das normas estabelecidas pela Lei nº 6.385/76 e demais regulamentos criados pela CVM encontra na Lei nº 6.404/76 uma aliada, justificando a preferência pelas sociedades anônimas enquanto emissora de valores mobiliários.*” (CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Mariana. Comentários ao artigo 2º da Lei nº 6.385/76. In: PATELLA, Laura; CORDONIZ, Gabriela (coord). Op. cit., p. 89-90).

ou até mesmo supera, nesse quesito, a disciplina das sociedades por ações.

Conforme anteriormente mencionado, a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários – ainda que mediante o emprego de mecanismos alternativos – é facilitada a partir de três atributos da sociedade empresária: (i) personalidade jurídica e a autonomia patrimonial dela decorrente;<sup>812</sup> (ii) limitação da responsabilidade dos sócios, ou pelo menos daqueles que não participam da gestão dos negócios sociais; e (iii) a possibilidade de transferência das participação societárias – especialmente na hipótese de a formação de capital ocorrer por meio da oferta de valores mobiliários que as representam.<sup>813</sup>

Sob essa ótica, seria intuitivo assumir que, além das sociedades por ações, outro tipo previsto no modelo de tipicidade fechada que marca a disciplina societária brasileira teoricamente apto a suportar o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários é a sociedade limitada, uma vez que também dotada das características acima mencionadas.

E a possibilidade de viabilizar mecanismos mais efetivos de formação de capital por meio das sociedades limitadas depende, como visto, apenas da ação do regulador, pavimentando, por exemplo, a possibilidade de emissão e oferta, ainda que restrita, de uma gama maior de valores mobiliários por sociedades constituídas sob tal tipo (inclusive representativos de participação societária, uma vez que suas quotas são enquadráveis na definição de valor mobiliário constante do artigo 2º, IX da Lei nº 6.385/76),<sup>814</sup> bem como

---

<sup>812</sup> Cumpre ressaltar, aqui, a situação especial das *partnerships* norte-americanas (incluídas, aqui, as *limited partnerships* anteriormente mencionadas). Como visto, tais tipos societários são utilizados no bojo do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, não obstante a controvérsia acerca da natureza de tais formas organizativas (no que diz respeito a existência ou não de personalidade jurídica e autonomia patrimonial). Isso porque o regime de tais tipos societários tradicionalmente dispunha de diversos dos atributos similares àqueles de que dispõem os tipos societários personificados, a despeito de muitas vezes serem classificados como formas societárias não personificadas. A esse respeito, M. Eisenberg e J. Cox afirmam: “*The predominant although not exclusive view under the common law as that a partnership was not an entity but merely an aggregate of its members – or, as it was sometimes put, that a partnership was no more a legal entity than was a friendship. (...) Having adopted the aggregate theory in principle, in practice the UPA deals with a number of specific issues (such as the ownership of partnership property) as if a partnership is an entity. For many purposes, this approach works pretty well. Generally speaking, however, the entity theory of partnership works much better than the aggregate theory.*” (EISENBERG, Melvin A.; COX; James D. (2012). Op. cit., p. 41). Todavia, cumpre destacar a tendência recente de considerar as *partnerships* como dotadas de personalidade jurídica, especialmente a partir do advento do *Revised Uniform Partnership Act (RUPA)*, que reconhece expressamente tal atributo, conforme destacam M. Eisenberg e J. Cox: “*By conferring entity status on partnerships, RUPA was able to drastically simplify many partnership rules, such as those dealing with partnership property and partnership litigation.*” (EISENBERG, Melvin A.; COX; James D. (2012). Op. cit., p. 42).

<sup>813</sup> Conforme item 3.3.2 acima.

<sup>814</sup> A esse respeito, M. Veiga e E. Oioli afirmam: “*Veja-se o exemplo das quotas de uma limitada: não estão especificamente elencadas no artigo 2º da Lei nº 6.385/76, mas servem como instrumento de captação de recursos; se fossem objeto de oferta pública, seriam consideradas contratos de investimento coletivo, onde se encaixam todos os demais títulos não especificamente previstos nos outros incisos do referido artigo 2º, e,*

mecanismos que facilitem sua circulação.<sup>815</sup>

Todavia, a estrutura legal desse tipo societário, conforme profundamente alterada a partir da vigência da Lei nº 10.404/02, também se apresenta injustificadamente rígida, o que diminui sua utilidade para tal finalidade.

As sociedades limitadas (e os tipos análogos existentes em outras jurisdições) são tradicionalmente festejadas pela sua natureza híbrida, mesclando elementos típicos das sociedades de pessoas – e, supostamente, a flexibilidade organizativa a elas inerentes – e das sociedades por ações, especialmente a limitação da responsabilidade de seus sócios,<sup>816</sup>

---

*portando, valores mobiliários. A distribuição privada ou com esforços restritos de tais títulos tomaria muito mais fácil, rápida e barata a captação de recursos para 'start-ups', e existiria um poderoso instrumento jurídico de incentivo para o surgimento de tais sociedades no Brasil.”* (VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. Op. cit., p. 649).

<sup>815</sup> A imposição de limitações à circulação dos valores mobiliários objeto de ofertas restritas, limitadas ou dispensadas de registro perante o regulador é um elemento marcante desse tipo de operação, conforme será explorado no item 4.3.4 a seguir. Não obstante a natureza contratual da sociedade limitada e o regime de cessão de suas participações societárias previsto no Código Civil, seria possível conceber, por exemplo, mecanismos de circulação viabilizados por meio de certificados de depósito de valores mobiliários (artigo 2º, III da Lei nº 6.385/76), por meio dos quais um agente emissor de certificados (autorizado a exercer tal atividade nos termos do Capítulo V da Instrução CVM nº 543/13) figuraria como titular das quotas no respectivo contrato social e, em contrapartida, emitiria tais certificados, passíveis de circulação, em favor dos investidores. Nesse sentido, também sugere M. Veiga e E. Oioli: “*Poder-se-ia argumentar que, por questão prática, as limitadas não deveriam emitir publicamente suas quotas pela clara dificuldade de se dar livre circulação, já que o artigo 1.003 do Código Civil determina que “cessão total ou parcial de quota, sem a correspondente modificação do contrato social com o consentimento dos demais sócios, não terá eficácia quanto a estes e à sociedade”. Note-se, primeiramente, que o artigo 1.057 determina que o contrato social poderá determinar a livre transferência de quotas sem necessidade de autorização dos sócios. Ademais, mesmo que livremente transferíveis, as quotas não precisam necessariamente circular, o que torna absolutamente despicienda qualquer alteração de contrato social. Enfatize-se, novamente, que o que se defende neste trabalho não é a utilização da limitada como ente listado em bolsa (que, de fato, não seria o mais adequado), mas que se permita o seu acesso, principalmente das 'start-ups', ao mercado de 'venture capital', que é o setor do mercado de capitais onde são financiadas as novas empresas. Em segundo lugar, e pelo prazer do debate, mesmo que as quotas não venham a circular, outros títulos lastrados nas próprias quotas poderiam fazê-lo, como os chamados 'units', que passariam a ser livremente negociadas.*” (VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. Op. cit., p. 649-650). Outra alternativa possível para viabilizar tal circulação poderia envolver, por exemplo, a mecânica de depósito centralizado, nos termos constantes da Lei nº 12.810/13 e da Instrução CVM nº 541/13, por meio do qual as quotas seriam transferidas para a titularidade fiduciária de um depositário central, que, por sua vez, seria responsável pelo controle e transferência dos valores mobiliários. Ambas as alternativas poderiam ser, inclusive, adotadas de maneira combinada, por meio do depósito centralizado de certificados de depósito de valores mobiliários representativos de tais quotas.

<sup>816</sup> A respeito de tal natureza, afirma W. Ferreira: “*Os comercialistas do começo do século, entre os quais MARGUIERI, êste notadamente, diante do tipo societário criado pelos alemães, viram na sociedade de reponsabilidade limitada tipo híbrido, resultante do cruzamento da sociedade anônima com a sociedade em nome coletivo, conciliando o elemento pessoal, mercê da firma, com as vantagens da limitação de responsabilidade de todos os sócios.*” (FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Sociedades Mercantis*. 5ª ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Editora Nacional de Direito, v. 3 – Sociedades por Quotas de Responsabilidade Limitada, 1958, p. 651). Da mesma forma, M. Carvalhosa: “*Como referido, desde que surgiram, na legislação alemã, as sociedades limitadas passaram a ocupar um posto intermediário, preenchendo uma lacuna existente entre as sociedades de pessoas, em que a responsabilidade dos sócios era ilimitada, e as sociedades de capitais (sociedades anônimas), em que essa responsabilidade era limitada, mas que dependiam de autorização governamental para funcionar e envolviam um alto custo em razão de seu formalismo. Surgiram as limitadas como um tipo de sociedade que tinha a vantagem da limitação de responsabilidade de seus sócios, mas sem*



servindo como instrumento para organização da empresa que não deseja submeter-se à rigidez estrutural das companhias, aquelas de menor porte.<sup>817</sup>

Entretanto, chama a atenção algumas opções do legislador em relação ao regime proposto para a sociedade limitada no âmbito da Lei nº 10.406/02 (Código Civil), em substituição ao que vigorava anteriormente, sob a vigência do Decreto-lei nº 3.708/19.

Preliminarmente, cumpre destacar a opção do legislador em eleger a disciplina da sociedade simples como regime geral sob o qual a disciplina da sociedade limitada é estruturada, que certamente não é a que melhor se adequa às particularidades inerentes ao exercício da atividade empresarial.<sup>818</sup>

---

*os rigores formais da anônima, e, nesse sentido, mais maleável.”* (CARVALHOSA, Modesto; AZEVEDO, Antonio Junqueira de (coord.). *Comentários ao Código Civil: parte especial. Do Direito de Empresa. Da Sociedade Personificada – arts. 1052 a 1195.* São Paulo: Saraiva, v. 13, 2003, p. 33). A esse respeito, também S. Marcondes destaca: *“A sociedade limitada não é produto, como ocorre geralmente na matéria econômica e comercial, de uma experiência que se foi sedimentando até regular-se o tipo legal. Ela foi criada diretamente na lei, por vontade espontânea do legislador, no caso, o legislador alemão, o qual quis estabelecer um tipo de sociedade em que houvesse limitação da responsabilidade de todos os sócios, sem precisar do mecanismo complexo da anômala, a fim de permitir o desenvolvimento de empresas que se dedicassem à exploração das conquistas territoriais da Alemanha, na África, após a Guerra Franco-Prussiana. A Lei é de 1891, modificada e corrigida em 1898. Nesta lei se inspirou o legislador português, e é desta filiação, da lei alemã e da lei portuguesa, que surge a lei brasileira, o Decreto n.º 3.708, de 1919. O objetivo do legislador alemão, ao criar essa espécie societária, foi instituir um tipo híbrido em que, considerada uma sociedade de pessoas – porque era pequeno o número de pessoas que confiavam em si, e umas nas outras, para os empreendimentos projetados – nela se conjugasse a limitação da responsabilidade de todos os sócios, dados os riscos a que estaria sujeita. Dai ela ter sido configurada como um tipo misto, de sociedade de pessoas e de sociedade de capitais.”* (MARCONDES, Sylvio. *Direito Mercantil e Atividade Negocial no Projeto de Código Civil*” In: MARCONDES, Sylvio. *Questões de Direito Mercantil.* São Paulo: Saraiva, 1977, p. 18). Para uma completa visão sobre a evolução do tipo societário, inclusive no direito estrangeiro, ver MARCONDES, Sylvio. *“Origem, Evolução e Conceituação das Sociedades de Responsabilidade Limitada”* In: MARCONDES, Sylvio. *Problemas de Direito Mercantil.* São Paulo: Max Limonad, 1970, p. 184-205).

<sup>817</sup> A esse respeito, M. Carvalhosa afirma: *“Entre nós, a grande flexibilidade dada a essa forma de sociedade pelo Decreto n. 3.708/ 19, em razão de sua extrema concisão, que deixava à autonomia privada ampla liberdade para a fixação da estrutura e das regras que regeriam a sociedade, fez com que esse tipo societário viesse a ser popularizado como forma, por excelência, da pequena e média empresa nacional, e, em geral, com poucos sócios. Mas a maleabilidade desse tipo societário propiciou que fosse, ainda, ajustada aos interesses também de grandes empresas, especialmente daquelas que, por algum motivo, desejavam fugir do formalismo, das publicações oficiais e dos rigores da sociedade anônima. A facilidade em sua constituição, a liberdade dos sócios na criação de sua estrutura administrativa e na regulação dos direitos dos sócios, tais como o de compra e venda de suas quotas, a desnecessidade de publicar oficialmente as demonstrações financeiras da companhia, aliados à limitação de responsabilidade inerente ao tipo societário, fizeram da limitada a forma societária preferida por inúmeras grandes empresas multinacionais instaladas no Brasil a partir dos anos 80, e mostrou-se especialmente eficiente na formação de ‘joint ventures’ entre sócios brasileiros e estrangeiros.”* (CARVALHOSA, Modesto (2003). *Op. cit.*, p. 33-34).

<sup>818</sup> Nesse sentido, M. Carvalhosa afirma: *“A opção do Código Civil de 2002, entretanto, é criticável; uma vez que, sendo a sociedade simples, em sua origem, no direito suíço e italiano, um modelo jurídico para as sociedades de responsabilidade solidária e não comerciais, não seriam suas regras as mais adequadas à regência supletiva das sociedades limitadas, que, conforme se verifica na prática, são sociedades comerciais por excelência, servindo, inclusive, em nossos dias, como modelo para a formação de grandes empresas industriais e comerciais e ‘joint ventures’.”* (CARVALHOSA, Modesto; AZEVEDO, Antônio Junqueira de (coord.). *Op. cit.*, p. 40). No mesmo sentido, FRANCO, Vera Helena de Mello. *“O triste fim das sociedades limitadas no Novo Código Civil”* In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.* São Paulo: Malheiros, nº. 123, 2001, p. 81 e ss. Não obstante o artigo 1.053, parágrafo único, do Código Civil

Adicionalmente, o regime imposto pelo Código Civil retirou importante parte do espaço deixado à autonomia privada na formação das sociedades limitadas, que tradicionalmente marca o tipo societário, inclusive em contraste ao regime anteriormente vigente por aqui.<sup>819</sup>

A nova disciplina legal do tipo societário imprimiu, em relação a certas matérias, rigidez que a equipara, ou até mesmo supera, àquela contemplada na disciplina das sociedades por ações,<sup>820</sup> inclusive em relação a algumas daquelas matérias importantes à configuração dos arranjos econômicos subjacentes às relações de investimento.

Nesse sentido, é notório que, em relação à possibilidade de alocação de direitos políticos e econômicos entre seus diversos sócios, a sociedade limitada dispõe de regime ainda mais rígido do que aquele constante da disciplina imposta pela Lei nº 6.404/76.

Inicialmente, cumpre destacar a incerteza que paira acerca da possibilidade de emissão de quotas preferenciais (sem direito a voto ou com restrição a esse direito, em contrapartida da outorga de vantagens econômicas) ou de quotas com direitos políticos especiais por essas sociedades.

A esse respeito, a ausência de disciplina expressa no Código Civil sobre a matéria vem sendo interpretada, na literatura e no âmbito das decisões administrativas tomadas pelo registro do comércio,<sup>821</sup> no sentido da impossibilidade de tal arranjo, inclusive em relação

---

admita a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade por ações, desde que previsto no contrato social, fato é que diversos dispositivos do Código Civil acerca da disciplina da sociedade limitada fazem menção expressa aos dispositivos que tratam da disciplina da sociedade simples, não cabendo, aqui, se falar em regência supletiva, como ensina A. A. Gonçalves Neto: “*Não é possível que uma regra da Lei do Anonimato venha a ser aplicada quando há tratamento específico da matéria nesses dispositivos legais. Ou seja, não pode a sociedade limitada, por exemplo, promover a convocação de assembleia geral, ou regular o Conselho Fiscal, nos moldes previstos na Lei nº 6.404/1976, quando diverso daqueles que estão previstos nos dispositivos do Código Civil. O caráter ‘supletivo’ das normas da antes referida lei não é ‘alternativo’ nem ‘substitutivo’ do regime próprio a que está sujeita a sociedade limitada.*” (GOLÇALVES NETO, Alfredo Assis. *Lições de Direito Societário*. 2ª ed. v. 1. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004, p. 191).

<sup>819</sup> Cf. PITTA, André Grünspan (2013b). Op. cit., p. 516.

<sup>820</sup> A esse respeito, W. Warde e R. M. Castro afirmam: “*Obcecados por domesticar a macroempresa, o Estado e o legislador brasileiros se olvidaram da pequena e da média empresa, submetendo-as, na ausência de melhor destino, ao regramento das grandes, senão a um arremedo dessa disciplina. Foi esse, aliás, o destino das nossas limitadas, sujeitas, com o advento da Lei n. 10.406/2002 (“Código Civil”), a inexplicáveis amarras e insuperáveis incoerências.*” (WARDE JR, Walfrido; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Regime Especial da Sociedade Anônima Simplificada*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 32). Da mesma forma, aponta V. H. de Mello Franco: “*Negar o perfil oscilante e maleável das limitadas, engessando-as sob o manto da lei acionária, não é o desejável. Mas também não é correto que, após ditar-lhe uma estrutura orgânica ao molde da sociedade anônima, pretenda-se abrandar a supressão da autonomia da vontade (própria das sociedades contratuais) levada a cabo, mediante o recurso à sociedade simples.*” (FRANCO, Vera Helena de Mello (2001). Op. cit., p. 85).

<sup>821</sup> Cf. itens 1.2.16.3 e 3.2.8.4 do Manual do Registro da Sociedade Limitada, aprovado pela Instrução Normativa DREI nº 26, de 10 de setembro de 2014.

às sociedades limitadas com regência supletiva na disciplina das sociedades por ações,<sup>822</sup> ao

---

<sup>822</sup> Nesse sentido, afirma A. A. Gonçalves: “O fato de o art. 1.053, parágrafo único, do CC, autorizar a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima não significa permissão para afastar o regime jurídico que lhe é próprio, como já observado anteriormente. Assim, embora alguns países as adotem e, no Brasil, as Juntas Comerciais de São Paulo e do Rio de Janeiro tenham-nas admitido na égide do Dec. 3.708/1919, não era nem é possível que a sociedade limitada possua ou emita quotas preferenciais, à semelhança das ações preferenciais, porque os direitos de sócio, definidos em toda inteireza nos arts. 1.052 e ss. do CC, não abrem espaço para sua adoção e não me parece que haja compatibilidade capaz de permitir a aplicação supletiva da Lei do Anonimato para a utilização dessa figura pela sociedade limitada. De fato, deve-se considerar, primeiramente, que a ação, diferentemente da quota, incorpora os direitos e obrigações relativos à sociedade que as emite, os quais aderem à ação, a igual do se dá com os direitos reais relativos às coisas móveis (direitos inerentes à coisa, que seguem a coisa, independentemente de quem dela possua o domínio), a ela integrando-se como ‘jus in re’; já a quota é indissociável do contrato ou ato constitutivo da sociedade e assegura, em caráter obrigacional, o direito ao exercício dos direitos de sócio. (...) A permissão de serem aquinhoados alguns sócios mais do que outros na percepção de dividendos, por exemplo, deve figurar no contrato social, visto que a quota não tem essa função. Em suma, não se materializando a quota social em um título, como se dá com a ação, não há como atribuir-lhe um privilégio, que, se suscetível de outorga, só poderia sê-lo à pessoa do sócio, no ato constitutivo da sociedade ou em alteração ulterior. Essa conclusão aproxima-se daquela sustentada por autores que defendem a emissão de quotas preferenciais nos limites que o Código Civil permite privilegiar o quotista, sem exclusão do direito de voto, parecendo-me, porém, desnecessária a distinção semântica para atribuir à quota uma designação que melhor ficaria com a figura de seu titular. A tudo acresce que o regime próprio das ações preferenciais oferece a alternativa de se dispensar ou restringir o direito de voto; na sociedade limitada o voto não pode ser excluído de sócio algum, nem é permitida a redução do exercício. Conclusão contrária afrontaria inúmeras disposições do Código Civil, que supõem a totalidade do capital como universo votante das deliberações sociais – o que se extrai do disposto em seus arts. 1.010, 1.072 e 1.076.” (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Quotas Sociais*. In: GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Tratado de Direito Empresarial. Vol 2 – Empresa Individual de Responsabilidade Limitada e Sociedade de Pessoas* (coord. Modesto Carvalhosa). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 451-452). No mesmo sentido, H. Verçosa: “Não nos parecia compatível a existência de quotas preferenciais nas antigas sociedades por quotas de responsabilidade limitada no Direito anterior, entendimento que se manteve na sistemática do NCC. (...) Quando se examinam os quóruns qualificados para aprovação de certas matérias em reunião ou na assembléia de sócios, nota-se clara incompatibilidade entre o sistema do NCC e a idéia da adoção de quotas preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito. Para este efeito, suponha-se uma sociedade limitada cujo contrato social expressamente adotou a Lei das S/A como fonte supletiva e, conseqüentemente, organizou a composição do capital social com 50% de quotas ordinárias e 50% de quotas preferenciais sem direito de voto. Como o art. 1.076 e seus incisos I e II exigem que a deliberação das matérias ali previstas, por sua ordem, seja aprovada por votos que representem três quartos, no mínimo, do capital social ou, ainda, mais da metade do capital social, estamos diante de um objeto jurídico impossível. Conforme se verifica, os quóruns de que se trata resultam de normas cogentes, o que impediria a adaptação do contrato social, para adequar-se ao regime de quotas preferenciais.” E prossegue, ainda, em relação à impossibilidade de adoção de quotas com voto plural: “No regime atual nota-se a omissão do NCC quanto ao voto plural nos artigos especialmente destinados à sociedade limitada. O tema do direito de voto, aliás, mereceu tratamento meramente marginal pelo novel legislador. Reportando-nos aos dispositivos concernentes à sociedade simples, que se aplicam subsidiariamente às limitadas, verifica-se que o princípio no qual se fundam é o do voto por cabeça, exigida a unanimidade dos sócios para mudança do capital social relativamente a todos os casos do art. 997, que representam as hipóteses mais importantes e mais comuns. Além disto, o art. 1.010, caput, estabelece o critério da contagem dos votos segundo o valor das quotas de cada sócio. Desta maneira, é inelutável concluir em favor da incompatibilidade do voto plural nas sociedades limitadas segundo o modelo adotado pelo NCC.” (VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial – v. 2: Teoria Geral das Sociedades – As Sociedades em Espécie do Código Civil*. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 399-404). Em posicionamento intermediário e diante da previsão expressa constante do artigo 1.007 do Código Civil, que autoriza disposição contratual determinando distribuição desproporcional dos lucros da sociedade, alguns autores admitem a possibilidade de criação de quotas preferenciais que estabeleçam vantagens econômicas, sem supressão ou restrição do direito de voto. Nesse sentido, R. Berger afirma, acerca da possibilidade de criação de quotas preferenciais: “Se as características forem apenas vantagens referentes ao recebimento de lucros, não haveria impedimento à criação de preferências e diferenciações entre as quotas. Porém, não seria possível retirar ou

contrário do entendimento que prevalecia no bojo da disciplina anterior, em que prevalecia entendimento favorável a tal modalidade de arranjo, quando devidamente regulado no respectivo contrato social.<sup>823</sup>

---

*restringir o direito de voto das quotas, ainda que elas possuam vantagens no recebimento de lucros. A matéria, como se vê, incluiu duas vertentes: a distribuição de lucros e o direito de voto.”* (BERGER, Renato. “Pequenas Respostas para Grandes Perguntas (Sociedades Limitadas)” In: AZEVEDO, Luís Andre N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (2013). Op. cit., p. 449). No mesmo sentido, D. C. de Salles afirma: “*O regime de 2002 reafirma o modelo anterior. Com efeito, desde 1919, cada sócio poderia participar de forma diferenciadas do capital social, por meio da integralização de quotas de mesmo valor unitário, ou de valores unitários distintos. A participação dos sócios era considerada em função do montante de capital detido por cada sócio, e não pelo número de cotas. A doutrina, alinhada com o espírito de preservação do legislador, manteve-se na defesa das quotas preferenciais. À luz do novo diploma, o principal argumento em favor dos privilégios reside no art. 1.007, que possibilita aos sócios distribuir os lucros e perdas de forma desproporcional, vedada, contudo, a exclusão da participação dos lucros e perdas. Por outro lado, a lei de 2002 repudiou a possibilidade de restringir o direito de voto de qualquer quotista, ao estabelecer, por meio do art. 1.072 combinado com o art. 1.010, que todos deverão participar das deliberações, tomadas por maioria de votos, segundo o valor das quotas de cada um.*” (SALLES, Denise Chachamovitz Leão de. “Das Quotas Preferenciais.” In: AZEVEDO, Luís Andre N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (2013). Op. cit., p. 540-541). Não obstante, existem posicionamentos também a favor da ampla autonomia em relação à criação de quotas preferenciais, inclusive no que diz respeito à supressão ou restrição do direito de voto. Nesse sentido, F. Müssnich e F. Peres afirmam: “*Antes da edição do Código Civil de 2002, a doutrina amplamente majoritária admitia a legalidade das quotas preferenciais, as quais se caracterizam por apresentar direitos adicionais de natureza econômica – como, por exemplo, preferências ou vantagens na distribuição dos lucros ou na hipótese de liquidação da sociedade – ou, eventualmente, de natureza política – eleição, em votação em separado, de um determinado número de administradores ou membros de um órgão gerencial ou fiscalizador previsto no contrato social, dentre outras possíveis prerrogativas –, muitas vezes em contrapartida à privação do direito de voto com relação a todas ou algumas deliberações sociais. Assim, em face da inexistência de norma expressa vedando tal prática, facultava-se aos sócios atribuir os direitos políticos e patrimoniais entre si da forma como preferissem, desde que devidamente refletido no respectivo contrato social, de forma a se evitar eventuais abusos ou discricionariedades da maioria social. O Código Civil de 2002 não inovou a esse respeito, mantendo o silêncio legislativo acerca da admissibilidade ou não das quotas preferenciais no direito brasileiro. Era de se esperar, portanto, que o entendimento doutrinário e jurisprudencial acerca do tema se mantivesse intocado. No entanto, surgiram algumas posições doutrinárias sustentando que, a partir da edição do novo diploma, não seriam admitidas quotas sem direito de voto. De acordo com essa corrente, o Código Civil, reconhecendo o caráter ‘intuitu personae’ das sociedades limitadas, ‘ao disciplinar a instalação e deliberação das reuniões ou assembleias gerais de sócios, sempre leva em consideração o ‘capital social’, não fazendo menção à expressão ‘capital votante’. Ocorre que o argumento, baseado meramente na literalidade da lei, não se sustenta em face de uma interpretação sistemática da disciplina das sociedades limitadas. Primeiramente, o direito de voto não é um direito essencial do sócio, podendo ser mitigado ou até mesmo eliminado em face de uma contrapartida de outra natureza, não se tratando de tema de ordem pública. Acrescente-se, ainda, o fato de que o artigo 1.007 do Código Civil de 2002, ao tratar das sociedades simples, dispõe expressamente que o contrato social pode estipular a distribuição desproporcional dos lucros entre os sócios, o que precisamente caracteriza uma das possíveis modalidades de quotas preferenciais.*” (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; PERES, Fábio Henrique, “Notas Acerca das Quotas no Direito Brasileiro”. In: AZEVEDO, Luís Andre N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (2013). Op. cit., p. 99-100). No mesmo sentido, MOTA, Fernando de Andrade. “Restrição do Direito de Voto na Sociedade Limitada” In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, nº 164-165, 2013, p. 124-137.

<sup>823</sup> Nesse sentido, avaliando o regime legal à época da vigência do Decreto-lei nº 3.708/19, TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada*. São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 153-154; MARTINS, Fran. *Sociedade por quotas no direito estrangeiro e brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1960, p. 636-637; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sociedade por quotas – Quotas preferenciais” In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 94, 1994, p. 128-34; CORRÊA, Osmar Brina. “Cotas preferenciais na sociedade por cotas de responsabilidade limitada” In: *Revista dos Tribunais*. vol. 664. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991, p. 34-36; PRADO, Viviane Muller.

Adicionalmente, a disciplina instituída pelo Código Civil prescreveu um regime cogente e absolutamente rígido – inclusive em comparação ao previsto na Lei nº 6.404/76 – de quóruns deliberativos, retirando, por completo, a autonomia privada nesse campo.

Tal circunstância, somada à impossibilidade de criação de quotas sem direito a voto, dificulta a possibilidade de convivência de múltiplos sócios no seio de sociedade constituída sob tal tipo sem que isso impacte no poder decisório dos controladores-empresendedores.<sup>824</sup>

Para além da incompleta adaptabilidade em relação a arranjos particulares no que diz respeito à alocação de direitos políticos e econômicos, à sociedade limitada, conforme configurada no Código Civil, foi também outorgada certa feição orgânica, claramente inspirada no modelo das sociedades por ações.<sup>825</sup>

---

“As quotas preferenciais no direito brasileiro” In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. V. 5. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999, p. 136-143. Era esse, também, o entendimento da Junta Comercial do Estado de São Paulo, nos termos do Parecer JUCESP nº 71/78 e do Parecer JUCESP nº 137/81 (Cf. Diário Oficial do Estado de São Paulo, 20.08.1981).

<sup>824</sup> A título de exemplo, ressalte-se que o Código Civil estabelece quórum de três quartos do capital social para quaisquer alterações ou contrato social e para aprovação de incorporação, fusão ou dissolução da sociedade (artigo 1.076, I). Estabelece, ainda, quórum de maioria absoluta do capital social para nomeação e destituição de administradores, bem como para fixação de sua remuneração (artigo 1.076, II). Tal rigidez, além de injustificada à luz da natureza de tal tipo societário, cria potenciais situações de impasse e de abuso de minoria. A esse respeito, J. Tavares Borba afirma: “*Agora, com o novo Código Civil, essa matéria passa por uma gigantesca revolução, uma vez que a liberdade contratual, que antes prevalecia, foi substituída por normas legais imperativas, que estabelecem maiorias especiais para diversas situações. Com isso, coarctam-se a autonomia da vontade, quebrando-se o principal mérito da sociedade limitada, que era a flexibilidade normativa. Cria-se, inclusive, uma situação de impasse para as sociedades existentes, que, ao se constituírem, fizeram-no no pressuposto de que, no silêncio do contrato, a maioria teria amplos poderes de decisão.*” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 9ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 2004, p. 123). No mesmo sentido, A. A. Gonçalves Neto afirma: “*Como se pode imaginar, não foi feliz o legislador de 2002 ao estatuir quóruns e maiorias distintas para deliberações as mais diversas. Muito melhor revelava-se nisso o regime anterior, que se contentava em fixar o princípio geral da maioria, deixando livre aos sócios ajustar, as suas conveniências, maiorias qualificadas para a aprovação de certas matérias que, na avaliação deles, parecessem mais relevantes. Ao empresário, que interessa tocar sua empresa, torna-se um martírio lidar com essas regras para saber qual o quórum ou qual a maioria a serem obtidos nas inúmeras deliberações que se lhes deparam ao longo da existência da sociedade. Esse quadro agrava-se levando em conta que quase todas essas disposições legais têm natureza cogente – o que significa que às partes não é lícito dispor diferentemente. De fato, aos sócios só é dado alterar, para mais ou para menos, os percentuais de muito poucas das deliberações constantes do rol acima elaborado, mais precisamente das indicadas nas letras a, b, c, l e s. E quando se tratar de maioria simples ou quórum mínimo, só pode haver ajuste para majorar. Em decorrência, a sociedade limitada perde a necessária mobilidade na tomada de deliberações.*” (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis (2016). Op. cit., p. 558).

<sup>825</sup> A esse respeito, V. H. de Mello Franco, comentando tal rigidez, afirma: “*Assim atuando esquece o peso da autonomia da vontade nas sociedades contratuais, engessando o contrato ao modelo das sociedades de capitais de que é paradigma a sociedade anônima. O mesmo comportamento revela-se quando disciplina, nas normas dos seus arts. 1.071 1.071, a competência deliberativa da reunião (ou assembleia ‘ex vi’ o disposto no seu art. 1.073 e ss.) dos sócios. Com isso, contradiz o perfil personalista que se supõe presente quando remete para o modelo das sociedades simples. A contradição, aliás, se mantém, quando na norma do seu art. 1.066, reporta-se ‘aos demais órgãos da sociedade’, afirmando a indelegabilidade de poderes entre eles (art. 1.070). Bom seria que se decidisse. Ou o modelo de base contratual (e os gerentes nada mais são do que mandatários dos sócios) ou é orgânico, situação em que o respeito à estrutura corporativa é de rigor, suprimindo-se as lacunas do regulamento específico pelo recurso às sociedades anônimas.*” (FRANCO, Vera Helena de Mello (2001). Op. cit., p. 85).

Daí advém, também, inexplicável rigidez em relação à sua estrutura decisória e administrativa, que contempla rol taxativo de competência deliberativa dos sócios<sup>826</sup> e procedimentos cogentes em relação ao processo de tomada de decisão, em reunião ou assembleia, a depender do número de sócios,<sup>827</sup> inclusive por meio da instituição de quóruns cogentes de instalação.<sup>828</sup>

A única concessão feita à flexibilidade no âmbito do regime da sociedade limitada em relação àqueles temas acima referidos diz respeito ao regime de destinação de resultados, diante da possibilidade de estipulação contratual de participação nos resultados da sociedade de maneira desproporcional à participação no capital social.<sup>829</sup>

Em suma, em termos de flexibilidade organizativa, a sociedade limitada, na forma como disciplinada pelo Código Civil, não representa uma alternativa plena no diz respeito ao favorecimento à formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, por exemplo, por parte de sociedades empresárias em estágios menos avançados de evolução, ainda que o regulador pretendesse ampliar o leque de instrumentos à disposição de tais tipos societários para a captação de recursos por meio desse mercado.

### 3.7 CONCLUSÕES PARCIAIS

A análise conduzida ao longo do presente capítulo indica que a disciplina societária brasileira contempla alguns potenciais empecilhos no que diz respeito às alternativas à disposição das sociedades empresárias brasileiras que desejam buscar a formação do capital necessário ao exercício de suas atividades por intermédio do mercado de valores mobiliários. Isso se verifica especialmente sob a perspectiva da rigidez organizacional que se impõe como condição para tanto, especialmente em relação à formatação de suas regras estruturais e distributivas, cujo conteúdo, como visto, pode ser fundamental para a conformação de determinados arranjos inerentes à relação de investimento que se estabelece entre empreendedores e investidores.

Por aqui, a organização sob a forma de sociedade por ações é, na prática, requisito para a utilização do mercado de valores mobiliários enquanto fonte de financiamento da atividade empresarial, haja vista que os instrumentos postos à disposição de sociedades organizadas sob outras formas societárias são pouco significativos, ainda que no contexto

---

<sup>826</sup> Cf. artigo 1.071 do Código Civil.

<sup>827</sup> Cf. artigo 1.072 do Código Civil.

<sup>828</sup> Cf. artigo 1.074 do Código Civil.

<sup>829</sup> Cf. artigo 1.007 do Código Civil.

de processos alternativos de captação de recurso, por meio de mecanismos de formação semipública de capital.

Ademais, como visto, mesmo que tal possibilidade fosse ampliada pelo regulador, mediante o alargamento do rol dos valores mobiliários passíveis de oferta por sociedades limitadas, a excessiva rigidez contemplada na disciplina societária desse tipo societário impede que o mesmo se apresente, sob a perspectiva do espaço conferido à autonomia privada na formatação da sociedade, como uma alternativa completa.

Além disso, a definição de companhia aberta constante da Lei nº 6.404/76 e da Lei nº 6.385/76 acaba por impedir a criação de um perímetro regulatório sob o qual seja possível viabilizar mecanismos alternativos de formação de capital sem que isso implique a atração da disciplina societária aplicável àquelas, ao contrário do que ocorre nos regimes norte-americanos e europeus.

Não obstante a inegável qualidade e valor do elaborado sistema legal instituído pela Lei nº 6.404/76, a disciplina das sociedades por ações, por aqui, é marcada por uma forte rigidez em relação a determinadas matérias relacionadas à alocação de direitos políticos e econômicos, estrutura decisória e administrativa e regime de destinação de resultados, que integram aquele conjunto de regras estruturais e distributivas em relação às quais uma maior autonomia privada seria bastante útil na configuração dos arranjos econômicos subjacentes às relações entre empreendedores e investidores e que se conformam no bojo do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

Tal realidade, sem dúvidas, é reflexo dos pressupostos subjacentes à elaboração de tal diploma legal, que adotou como premissa que apenas companhias em estágio avançado de desenvolvimento estariam aptas e dispostas a captar recursos publicamente por meio do mercado de valores mobiliários, assumindo, também, que tais operações tenderiam, tipicamente a envolver amplo apelo à poupança popular, montantes consideráveis de recursos e teriam por objeto um grupo heterogêneo de investidores – composto, inclusive, por parcela de investidores sem especialização ou sofisticação financeiras – e que apenas estariam adequadamente protegidos por meio da imposição de uma conjunto substancial de normas cogentes que, por um lado, previnem potenciais abusos praticados por controladores e administradores, mas, por outro, retiram importante grau de maleabilidade na configuração da sociedade.

Todavia, como visto, mesmo no contexto de operações com essas características, não se deve descreditar a capacidade de empreendedores e investidores negociarem efetivamente acerca de determinadas condições estruturais e organizacionais da companhia,

especialmente durante sua captação inicial de recursos, momento no qual escolhas ineficientes a esse respeito serão devidamente precificadas.<sup>830</sup>

Ademais, esses pressupostos acima descritos – que justificariam a rigidez imposta em relação a determinados aspectos da disciplina das sociedades por ações – não levam em consideração a possibilidade de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários por empresas em estágios menos desenvolvidos – como no caso de empresas nascentes, iniciantes e emergentes – em relação às quais os custos diretos e indiretos de derivados de tal rigidez e o potencial impacto em sua dinâmica de funcionamento são mais significativos.

Tais premissas tampouco reconhecem que o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários passou também por importantes transformações, sobretudo a partir do desenvolvimento de regimes especiais ou alternativos de captação de recursos – que serão explorados em maior detalhe a seguir –, que permitem que a interação das empresas com tal mercado se opere de modo gradual e faseado, por meio de ofertas de valores mobiliários que não envolvem aquele amplo apelo à poupança que tradicionalmente norteia o desenvolvimento da disciplina legal das companhias abertas.

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

Tal exercício deve ser feito à luz do espaço conferido à autonomia privada na formação dos arranjos econômicos subjacentes à relação de investimento, e que variam caso a caso, a depender, inclusive dos fatores acima apontados (e.g. porte da empresa, ramo de atuação, mecanismo de formação de capital utilizado etc.).

Nesse contexto, como visto, mesmo no bojo das típicas ofertas públicas de valores

---

<sup>830</sup> Nesse sentido, F. Easterbrook e D. Fischel complementam: “*The participants in the venture need to be able to establish the arrangement most conducive to prosperity, and outsiders are unlikely to be able to prescribe a mold for corporations as a whole or even a firm through time. The history of corporations has been that firms failing to adapt their governance structures are ground under by competition. The history of corporate law has been that states attempting to force all firms into a single mold are ground under as well. Corporations flee to find more open-ended statutes that permit adaptations. This is the reason for the drive toward enabling laws that control process but not structure.*” (EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. (1989). Op. cit., p. 1427).



mobiliários realizadas com amplo esforço de venda e a subsequentemente admissão à negociação de tais títulos em bolsas de valores, onde serão livremente negociados, o regime cogente imposto pela disciplina societária em relação a determinados aspectos relativos à alocação de direitos políticos e econômicos no âmbito das sociedade, à organização de sua estrutura decisória e administrativa e ao regime de destinação de resultados, pode impactar ou inviabilizar determinados arranjos econômicos que seriam, em determinadas situações, do interesse mútuo de empreendedores e investidores.

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

Os campos mais férteis a essa maior maleabilidade estrutural, conforme apresentado, desde que exercida no momento inicial de constituição ou de abertura de capital da companhia dizem respeito:

(i) em relação à alocação de direitos políticos e econômicos, a uma maior flexibilização em relação à emissão de ações sem direito a voto, na criação de classes de ações com direitos políticos e econômicos diferenciados, inclusive dotadas de voto plural, permitindo maior estabilidade do poder de controle, quando isso for desejável, inclusive em contrapartida de direitos econômicos diferenciados;

(ii) em relação à estrutura decisória e administrativa, a uma maior flexibilidade no desenho de sua organização interna, por meio da faculdade de se adotar uma estrutura administrativa dual ou unitária, de maior liberdade na definição de competências entre os diversos órgãos da companhia e na fixação dos quóruns deliberativos que regem seu funcionamento; e

(iii) em relação ao regime de destinação de resultados, a uma maior flexibilidade em relação à tomada decisão quanto à distribuição dos lucros sociais, naquilo que não se referir à proteção dos interesses de credores.

Adicionalmente, é também importante que se contemple maiores alternativas quanto

à possibilidade de utilização do mercado de valores mobiliários por sociedades empresárias organizadas sob outros tipos societários, dotados de menor rigidez estrutural e custo de manutenção, especialmente por parte de empresas nascentes, iniciantes ou emergentes e no contexto de processos de captação de recursos por meio do emprego de mecanismos alternativos, sujeitos a regimes regulatórios especiais.

Isso porque de pouco adiantará que a política regulatória do mercado de valores mobiliários se volte à instituição desses regimes especiais – que serão objeto de análise a seguir – enquanto a precondição para sua utilização for se organizar sob a forma de uma sociedade por ações sujeita à disciplina das companhias abertas – o que representa importante ônus, especialmente para as empresas de menor porte e em estágios menos avançados de desenvolvimento.

A imposição da utilização, nesse contexto, de tipo societário vocacionado à organização da grande empresa privada, conforme expressamente indicado na Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76, sujeita a uma estrutura complexa e marcada por uma grande quantidade de disposições cogentes, inflexibilidades organizativas e alto custo de manutenção, certamente não se coaduna com as necessidades de empresas nascentes, iniciantes e emergentes que pretendam recorrer ao mercado de valores mobiliários com o objetivo de captar os recursos necessários à sua expansão e desenvolvimento.<sup>831</sup>

A partir de então, e a à luz dos exemplos acima coletados no Direito norte-americano e europeu, faz necessário evoluir, por aqui, em relação a tais alternativas.

Tal evolução seria possível por meio do desenvolvimento de tipo societário mais flexível capaz de oferecer mecanismos, ainda que restritos, de acesso ao mercado de valores

---

<sup>831</sup> Em diagnóstico semelhante, A. O. Mattos Filho afirma: “*Como visto acima, o nosso mercado de distribuição pública de valores mobiliários se encontra – desde o início, é bem verdade – todo voltado para a capitalização da grande empresa. Tal situação tem sua raiz nas alterações ocorridas na Lei das Companhias, bem como na proposta de criação de uma autarquia federal destinada a regular e a incentivar o mercado de valores mobiliários brasileiro. A orientação dada pelo governo Geisel aos escolhidos para a apresentação do pré-projeto das hoje Leis n. 6.385/ 1976 e n. 6.404/ 1976 foi a de que o país deveria ter um sistema de capitalização que tivesse por finalidade carrear recursos, via mercado de capitais, para a grande empresa nacional, cabendo ao Estado fundear as companhias estatais e ao capital estrangeiro capitalizar suas próprias companhias. Ou seja, a intenção da legislação aprovada seguiu o modelo governamental, privilegiando a capitalização das grandes sociedades anônimas nacionais. Também como já acima apontado, o sistema financeiro que opera nas tarefas de colocação de valores mobiliários, bem como os investidores, se encontra aglomerado e interessado somente nos grandes investimentos e nas equivalentes colocações. Basta ver o insucesso do mercado de acesso, muito embora não falem empresas de médio e médio/grande porte que necessitariam do mercado para poderem crescer via emissão de papéis de renda variável ou renda fixa. Será inviável pensar que esse macrossistema, muito perto de se tornar um oligopólio da oferta e da demanda de valores mobiliários, possa se interessar por pequenas emissões e de pequenos valores, de baixo retorno sobre o custo de análise do investimento e da colocação.*” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. V. 2. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, p. 317).

mobiliários, como, por exemplo, por meio da reforma do regime das sociedades limitadas ou da criação de um regime simplificado de organização das sociedades por ações, à luz da experiência francesa.<sup>832</sup>

Ademais, nesse intuito, seria também salutar a instituição de um perímetro regulatório capaz de viabilizar a manutenção do *status* de companhia fechada por determinadas sociedades por ações que buscarem acesso ao mercado de valores mobiliários por meio de mecanismos alternativos e intermediários, à luz do que ocorre no mercado de valores mobiliários norte-americano e europeu, mediante alteração da definição de companhia aberta constante da Lei nº 6.404/76 e da Lei nº 6.385/76.

---

<sup>832</sup> Aliás, como já está em tramitação no congresso nacional, nos termos do Projeto de Lei nº 4.303/2012. Entretanto, não obstante o mérito de tal projeto, seu teor não parece se harmonizar completamente com as necessidades relativas ao acesso ao mercado de valores mobiliários, haja vista que o regime proposto (i) se limita a companhias com patrimônio inferior a R\$48 milhões; e (ii) contém regras de direito de retirada e de dissolução da companhia que não se coadunam com a perenidade que se espera de uma sociedade empresária que busque acesso ao mercado de valores mobiliários: “Art. 294 É facultado à companhia, cujo patrimônio líquido for inferior a R\$ 48.000.000,00 (quarenta e oito milhões de reais), constituir-se sob o regime especial da sociedade anônima simplificada – RE-SAS – ou a ele aderir a qualquer tempo. (...) Art. 294-H Qualquer dos acionistas pode retirar-se da companhia, mediante notificação à companhia, com antecedência mínima de 30 (trinta) dias, exceto se o estatuto contemplar restrições ao direito de retirada. §1º Os demais acionistas poderão, nos 30 (trinta) dias seguintes ao do recebimento da notificação, optar pela dissolução da companhia, em assembleia geral especialmente convocada, na qual o acionista retirante estará impedido de votar.” (Cf. Projeto de Lei nº 4.303/2012. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=553029>>. Acesso em: 16 out. 2016).

## 4 – ESTRUTURAS JURÍDICAS PARA CAPITALIZAÇÃO DAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS

### 4.1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Conforme discorrido ao longo do Capítulo 3 do presente trabalho, a disciplina societária e, em especial, os requisitos organizativos impostos como requisito ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, são absolutamente importantes no contexto da construção de uma arquitetura jurídico-regulatória apta a favorecer e suportar tal mecanismo de financiamento da atividade empresária de maneira eficiente e não discriminatória.

Outro relevante componente relativo ao regime jurídico que permeia tal processo, e cuja construção é igualmente fundamental a esse propósito, diz respeito ao regramento dos mecanismos de capitalização<sup>833</sup> das sociedades empresárias por meio do mercado de valores mobiliários, ou seja, a disciplina do processo de captação de recursos propriamente dito.

Dessa forma, é também fundamental avaliar determinados aspectos de tal regime, com o intuito de apurar em que medida são construídos de modo a favorecer o processo de formação de capital pelas sociedades empresárias.

A disciplina das operações que conformam o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários – especificamente aquelas que envolvem o processo de captação de recursos por meio de apelo à poupança popular – constitui, há longa data, um dos pontos nevrálgicos da regulação do mercado de valores mobiliários, em torno do qual, inclusive, tal regramento se consolidou e evoluiu ao longo do tempo; e cujos pressupostos foram cristalizados especialmente a partir da edição, nos Estados Unidos, do *Securities Act* de 1933.<sup>834</sup>

---

<sup>833</sup> A expressão capitalização, nesse contexto, é utilizada de maneira abrangente, em referência ao processo por meio do qual a empresa capta os recursos necessários ao exercício de sua atividade, e não em referência exclusivamente ao processo pelo qual ocorre a formação ou aumento do seu capital social.

<sup>834</sup> Os primeiros vestígios de regulação do mercado de valores mobiliários de que se têm notícia – que surgiram no Reino Unido – eram destinados precipuamente aos intermediários que criaram e atuavam em tal mercado: os corretores. Tais iniciativas, ligadas de maneira direta ao mercado secundário, tinham por objetivo justamente coibir abusos, desvios de condutas e práticas manipulativas perpetradas por tais profissionais, que passaram a ocorrer tão logo tal mercado passou a se desenvolver, sendo a mais significativa delas o *Bubble Act* de 1720. Sobre as origens da regulação do mercado de valores mobiliários, L. Loss et al. afirmam: “*A statute of Edward I, in 1285, authorized the Court of Aldermen to license brokers in the City of London, and there are records of a number of prosecutions against unlicensed brokers before the year 1300. Four centuries later, but still 80 years before the American Revolution, Parliament passed “[a]n act to restrain the number and ill practice of brokers and stock jobbers.*”” (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Op. cit. p. 1). Sobre a evolução desse regramento, P. Câmara afirma: “*O primeiro escândalo financeiro britânico de grande impacto*

Esse regramento – que inspirou grande parte da atual regulação do mercado de valores mobiliários ao redor do mundo – parte de um pressuposto bastante claro: o processo de oferta de qualquer bem, produto ou serviço destinado ao público<sup>835</sup> é sempre envolto de

---

*relacionou-se, no início do século XVII, com o negócio em torno das autorizações para a constituição de sociedades ('charters'), então muito custosas e envoltas em denso processo burocrático. A mais célebre viria a ser a South Sea Company, que tinha a seu cargo o monopólio de tráfego com os mares do Sul, a troca da assunção do serviço da dívida pública. (...) Para procurar pôr termo a esta situação viria a ser aprovado o 'Bubble Act' de 1720, destinado a combater bolhas ('bubbles') de especulação nos mercados, tornando ilícitas as empresas societárias de propósito fraudulento. A proteção dos investidores aparecia, então, como escopo legislativo, apenas desta maneira difusa e indirecta.*" (CÂMARA, Paulo. Op. cit., p. 36-37). Para uma detalhada avaliação da evolução da regulamentação do mercado de valores mobiliários no Reino Unido e nos Estados Unidos da América ao longo dos séculos XVII a XIX, ver BANNER, Stuart. Op. cit. A partir da metade do Século XIX, os desvios de conduta cometidos no âmbito do mercado primários – associados especialmente a sonegação ou dissimulação acerca das reais informações sobre os empreendimentos subjacentes às ofertas públicas de ações realizadas – passaram a atrair maior preocupação, originando, no Reino Unido e nos Estados Unidos, uma sequência de iniciativas regulatórias que culminaram com a edição do *Companies Act* britânico de 1844 (e do diploma de mesmo nome que o sucedeu em 1929) e, nos Estados Unidos, com a edição do *Securities Act* de 1933, na ressaca da grande depressão de 1929 e no contexto do programa recuperacional conhecido como *New Deal*, proposto pelo Presidente Franklin D. Roosevelt. Sobre a influência da legislação britânica na elaboração do *Securities Act* de 1933, L. Landis afirma: "*Our draft remained true to the conception voiced by the President in his message of March 29, 1933 to the Congress, namely that its requirements should be limited to full and fair disclosure of the nature of the security being offered and that there should be no authority to pass upon the investment quality of the security. This, of course, is the theory of the English Companies Act, but to the sanctions of that act we added the right of the Commission to suspend the registration of any security if inadequate compliance with the stated requirements for disclosure or misrepresentations of fact were found to exist in its registration statement.*" (LANDIS, James. *The legislative history of the securities act of 1933. The George Washington Law Review*. Washington: The George Washington University, v. 29, 1959-1960, p. 34). Sobre essa influência, e a orientação geral adotada no diploma norte-americano, L. Leães afirma: "*Ora, quando, nos primeiros anos 30, o Congresso examinava a legislação sobre 'securities', viu-se perante um conflito de filosofias. De um lado, os que defendiam uma mera lei contra fraudes, tomando como paradigma a New York's Martin Act, de 1921, de exclusivo cunho repressivo; de outro lado, os que postulavam por uma atuação preventiva, suasória e de vigilância da Administração Pública, além das formas de atuação repressiva. Outros, ainda, reclamavam uma disclosure law do gênero da English Companies Act, de 1929, que ficaria a meio caminho das orientações acima citadas. Prevaleceu, como se sabe, essa última orientação: as 'securities regulations' consagraram o sistema do disclosure, e seus defensores as proclamaram como uma antítese de um programa intervencionista na economia, posto que, segundo essa orientação, à Administração não caberia intervir no mercado, suprimindo e substituindo as forças que nele atuam, mas simplesmente supervisionar a informação necessária, cabendo aos agentes atuar livremente no mercado.*" (LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros (1982). Op. cit., p. 90).

<sup>835</sup> A esse respeito, O. Gomes enquadra a oferta ao público como categoria de proposta de contratar dirigida a pessoas incertas: "*A proposta é a firme declaração reptícia de vontade dirigida à pessoa com a qual pretende alguém celebrar um contrato, ou ao público. (...) A proposta pode ser indeterminada em alguns pontos. Ao proponente permite-se, por exemplo, deixar ao arbítrio do oblato a quantidade de mercadoria que lhe oferece ao preço unitário. Não é imprescindível, por outro lado, que seja feita a pessoa determinada. Admite-se seja determinável. O tipo por excelência de proposta 'ad incertam personam' é a oferta ao público. Alguns escritores consideram-na simples convite a fazer oferta, mas predomina o entendimento de que é proposta, se observados os requisitos de sua validade.*" (GOMES, Orlando. *Contratos*. 26ª ed. Atualizadores: Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 73-74). Sobre as diversas espécies de relações contratuais originadas a partir de oferta ao público, E. Roppo destaca: "*São numerosíssimas as relações contratuais da vida quotidiana que se constituem sobre a base de uma oferta ao público: são, assim, ofertas ao público, para nos limitarmos a alguns exemplos, a exposição de mercadorias – cujo preço esteja assinalado – nas montras de um estabelecimento ou nas prateleiras de um supermercado, ou a circulação de um táxi com a indicação "livre" ou a instalação de uma máquina para distribuição automática de cigarros mediante a inserção de moedas e assim por diante.*" (ROPPO, Enzo. *O contrato*. Tradução de Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 2009, p. 80).

um esforço de venda por parte do próprio provedor daquilo que é ofertado (ou daqueles por ele contratados para tanto) e, nesse cenário de pressão, existem fortes incentivos a se superestimar a qualidade e as virtudes daquilo que se está vendendo e subestimar (ou até mesmo omitir) os eventuais defeitos ou riscos.<sup>836</sup>

A regulação do processo de captação de recursos provenientes da poupança popular por sociedades empresárias, como é sabido, parte desse pressuposto, e assume, em grande medida, que as particularidades atinentes àquilo que efetivamente é ofertado nesse contexto – um valor mobiliário – maximizam a probabilidade de ocorrer o desvirtuamento acima descrito, exigindo, portanto, cuidado majorado,<sup>837</sup> especialmente em função da inexorável assimetria de informações que existe, nesse contexto, entre compradores e vendedores.<sup>838</sup>

Isso porque, no contexto de uma oferta de valores mobiliários destinada ao público em geral, a decisão de investimento é evidentemente formada em um cenário de efetiva pressão de venda, a partir das declarações daquele que está emitindo ou vendendo esses títulos e de seus agentes contratados para auxiliar em tal processo, existindo importantes incentivos ao fornecimento de uma visão distorcida ao destinatário da oferta (investidor), por exemplo, superestimando os potenciais retornos e subestimando os potenciais riscos.<sup>839</sup>

Nesse sentido, a regulação de tais operações tem por objetivo primordial (i) reverter esse cenário de assimetria informacional, exigindo a divulgação de um conjunto substancial de informações tidas como essenciais para a tomada da decisão de investimento; e (ii) regular de modo pormenorizado o processo de captação de recursos, a forma como a mesma é feita junto ao público investidor e a conduta daqueles que nele se engajam.<sup>840</sup>

A regulação da matéria, em sua origem, parte de determinados pressupostos cujo

---

<sup>836</sup> A esse respeito, L. Loss et al. afirmam: “*The Securities Act of 1933 did not spring full grown from the brow of a New Deal Zeus. It followed a generation of state regulation and several centuries of legislation in England. Indeed, the problems at which modern securities regulation is directed are as old as the cupidity of sellers and the gullibility of buyers.*” (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Op. cit., p. 1).

<sup>837</sup> A esse respeito, S. Banner afirma: “*After the crash of 1929 and the election of Roosevelt, Congress enacted the scheme of federal regulation that, with some modification, remains in effect today. The patterns of belief underlying that regulation, however, had been present in the United States, and in England before that, for more than two centuries. The belief that the sellers of securities were more likely to be deceitful than the sellers of other kinds of property, and that the sale of securities accordingly needed to be more closely supervised by government than the sale of other things, was widely held as early as the 1690s, and had never disappeared. The associated opinion that the securities market was unusually susceptible to domination by insiders, who could control prices by controlling the flow of information, was equally old. (...) It was a very old background of anti-market thought that gave rise to the idea that the securities market had to be more closely regulated than most other markets, and it was that idea in turn that gave rise to our current system of securities regulation.*” (BANNER, Stuart. Op. cit., p. 281-284).

<sup>838</sup> A esse respeito, ver PITTA, André Grünspan (2013a). Op. cit., p. 77-85.

<sup>839</sup> Cf. PITTA, André Grünspan (2013a). Op. cit., p. 82.

<sup>840</sup> Cf. STEINBERG, Marc I. Op. cit., p. 189.

entendimento é essencial para a avaliação da natureza dos seus requisitos – e, conseqüentemente, dos custos diretos e indiretos a eles associados – inerentes a tais operações. O principal deles é que os destinatários de tais operações são indeterminados e detêm, *a priori*, um conhecimento insuficiente sobre o investimento que está sendo a eles ofertado,<sup>841</sup> não reunindo, portanto, condições de negociar efetivamente pela divulgação das informações que seriam necessárias para uma tomada de decisão de investimento e que tampouco serão, em todos os casos, voluntariamente franqueadas pelos respectivos ofertantes.<sup>842</sup>

Nesse contexto, impõem-se a necessidade de divulgação obrigatória de um conteúdo informacional prescrito pelo próprio regulador<sup>843</sup> e de observância de determinados procedimentos e regras de conduta como requisitos prévios à realização de tais operações, bem como do cumprimento, a partir de então, de uma série de obrigações subsequentes, associadas, em grande medida, à prestação de informações periódicas e eventuais. Isso em adição, evidentemente, aos requisitos estruturais e organizativos apontados ao longo do Capítulo 3 do presente trabalho.

Inegável, portanto, que a realização de uma operação dessa natureza impõem, às

---

<sup>841</sup> A esse respeito, P. Câmara afirma: “*A maior dose informativa das ofertas públicas tem um paralelo com um preceito já analisado: o art. 312.º, n.º 2. É o preceito que regula os deveres de informação dos intermediários financeiros, determinando que o dever de informação é tanto maior intenso quanto menor for a informação a fornecer pelo cliente. A regra, pois, é da proporcionalidade inversa entre a densidade da informação a fornecer ao cliente e o grau de conhecimento e de experiência que este detém. Uma lógica de fundo similar atravessa o regime das ofertas públicas: como ponto de partida, o legislador supõe que os destinatários das ofertas públicas detêm um conhecimento insuficiente sobre o investimento que lhes é proposto e, por isso, para colmatar este presumido deficit informativo, há um lote importante de informação exigida. Aqui detecta-se, porém, uma diferença grande em relação ao critério de doseamento de informação a prestar por intermediário financeiro: enquanto que o grau de conhecimento é aferido em concreto face ao artigo 312.º (alicerçado no dever de conhecimento do cliente – ‘know your client’), para a distinção das ofertas públicas há uma avaliação em abstracto, por categorias de destinatários. Aqui o legislador intervém a priori, determinando em abstracto se os destinatários estão ou não posicionados para aceder a informação suficiente sobre aquela oferta. Se não for o caso, justificar-se-á a qualificação da oferta como pública, em aplicação dos critérios legais.*” (CÂMARA, Paulo. Op. cit., p. 577).

<sup>842</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 89-95. A respeito dos desincentivos à divulgação voluntária de informação nesse contexto, L. Loss et al. afirmam: “*Such rationalizations highlight a key point. Many firms disclosure practices, if not subject to mandatory rules, would be the product of both financial considerations and concerns about the firms’ competitive position. Because of concerns about the competition’s response to dissemination of material information, some firms presumably would prefer to suffer lower stock market prices or pay higher costs of capital, at least in the short run, rather than run the risk of inspiring additional or earlier entrants into their product markets (or takeover bidders). The balance between financial and competitive considerations would likely vary by firm based on such factors as the need for new capital, fear of new competition, and relative influence of corporate financial and operating executives. This suggests that some firms would adopt disclosure policies materially different from those employed in their industries in spite of the adverse inferences that financial theorists posit that investors might draw.*” (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Op. cit., p. 56-57).

<sup>843</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 162-163.

sociedades empresárias que pretendem a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, uma gama significativa de custos, diretos e indiretos, inclusive em virtude das obrigações informacionais decorrentes.<sup>844</sup>

Todavia, como dito anteriormente, os pressupostos acima elencados – que justificam os requisitos tipicamente aplicáveis a tais operações – nem sempre estarão presentes em toda e qualquer operação em que se busca a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários. Nesses casos, há de se avaliar em que medida se justifica a imposição de todos os ônus e custos decorrentes de todos aqueles requisitos que tradicionalmente regem os processos de ofertas públicas de valores mobiliários, bem como daqueles que são exigidos posteriormente à mesma.

Além disso – também como já afirmado – tais custos devem ser sopesados em função do estágio evolutivo da sociedade empresária, sobretudo no contexto de políticas regulatórias voltadas a fomentar o engajamento de empresas de menor porte em operações dessa natureza.<sup>845</sup>

Em suma, um regime regulatório balanceado há de exigir o cumprimento deste custoso procedimento apenas quando houver uma justificativa efetiva para sua imposição, considerando os custos decorrentes *vis-à-vis* a tutela por ele concedida.<sup>846</sup> E isso dependerá, basicamente, de determinados aspectos relacionados à sociedade empresária envolvida na transação (porte, ramo de atuação etc.) e aos mecanismos empregados em seu processo de captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários.<sup>847</sup>

---

<sup>844</sup> Cf. PITTA, Andre Grnspun (2013a). Op. cit., p. 171-173.

<sup>845</sup> A esse respeito, L Loss et al. destacam: “*A perennial conundrum of the securities laws is how to treat small businesses fairly. Historically, considerable evidence has demonstrated that a substantial proportion of securities fraud is committed by the promoters of new, speculative firms. To fully exempt small business from the reach of the securities laws would deprive investors of protection in some of the instances where investors need protection most. On the other hand, there is no question that when small firms issue new securities they pay a proportionately higher price for underwriting compensation (the primary expense), accounting, legal, and filing costs than larger businesses. For some small firms, the costs of a public securities distribution are prohibitive. Unless it is national policy to give the large business firms advantages over the small in capital formation, it is essential to create compensatory programs to stimulate the financing of small firms.*” (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Op. cit., p. 529). Da mesma forma, M. Steinberg afirma: “*Accordingly, the costs of having a “registered” offering under the Securities Act frequently will be substantial. For a start-up venture or a business in severe financial difficulty, the costs of a public offering normally will prove prohibitive. Moreover, it is next to impossible successfully to consummate a registered offering unless receptive investment bankers can be retained to underwrite the offering and the financial markets are favorable. These conditions are exacerbated in cases in which enterprises with little or no previous earnings history seek to “go public.”*” (STEINBERG, Marc I. Op. cit., p. 97).

<sup>846</sup> Cf. STEINBERG, Marc I. Op. cit., p. 95-96.

<sup>847</sup> Nesse sentido, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort, avaliando tais circunstâncias à luz do regime norte-americano, afirmam: “*Not every transfer of capital involving a security will activate the 1933 and 1934 Acts. In many types of transactions, the disclosure requirements of the securities acts may seem less than compelling when balanced against other considerations, such as the sophistication of a given set of purchasers, the actual*



A partir desse reconhecimento, surgem, no bojo do arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários, determinados regimes especiais – que, para os efeitos do presente trabalho, são referidos como mecanismos de formação semipública de capital – que dispensam ou simplificam diversos requisitos ligados à captação de recursos no mercado primário de valores mobiliários e às obrigações contínuas (periódicas e eventuais) decorrentes – especialmente aquelas de natureza informacional –, em função de alguns fatores, especialmente: (i) do porte e estágio de desenvolvimento do emissor; (ii) do volume financeiro objeto da oferta; (iii) da dispersão dos investidores objeto da oferta; e (iv) da especialização dos investidores objeto da oferta ou de sua relação prévia com a sociedade empresária emissora dos valores mobiliários envolvidos na transação.<sup>848</sup>

Esses regimes especiais são, por sua vez, também constituídos a partir de algumas premissas importantes, notadamente: (i) que o custo advindo do cumprimento das obrigações tradicionalmente impostas quando do processo de captação pública de recursos pode ser substancialmente maior para sociedades de menor porte ou em estágio inicial de desenvolvimento;<sup>849</sup> (ii) na hipótese de o processo de captação de recursos ocorrer por meio

---

*or theoretical likelihood of adequate state regulation, and the needs of the business to raise comparatively small amounts of capital without the burdens of registration.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 249).

<sup>848</sup> A esse respeito, S. Choi e A. Pitchard afirmam: “*Issuers, of course, face the direct cost of complying with the regulatory requirements. But public offering and public company status may also become a distraction for managements attempting to ensure compliance. Moreover, it forces the company to open its books and operations to outsiders. Significantly, many of these costs are fixe: They do not vary with the size of the offering or the company. Issuers selling a modest amount of securities may find that the high fixed costs of public offering process exceed its benefits. Second, the benefits of §5 and the public company provisions may vary depending on the type of investors sought in a offering. Offerings made solely to sophisticated investors who can assess the merits and risks of an investment without the assistance of regulatory protections have less need for mandatory disclosure, gun-jumping rules, and heightened civil liability. Based on this reasoning, the securities law take a functional approach to determining when an offering requires the protections under §5 and is therefore public.*” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C. *Securities Regulation: Essentials*. Aspen: New York, 2008, p. 300).

<sup>849</sup> Trata-se, inclusive, da justificativa para a existência de regimes especiais para as sociedades de menor porte em geral, considerando que os custos advindos da regulação tendem a ser relativamente fixos, onerando de maneira mais contundente, as empresas menores. Essa foi, inclusive, uma das conclusões do *Expert Group* instituído pela Comissão Europeia para avaliar modelos para reduzir os ônus regulatórios impostos as empresas pequenas e médias: “*Several reasons are responsible for the disproportionate distribution of regulatory costs. First, a large part of regulation results in costs that are fixed or do not change much with the size of a business. Filling in a form takes a certain amount of time, and it makes no difference that a larger business might have to fill in bigger figures than a smaller enterprise. Second, larger businesses can employ specialists to deal with regulatory obligations more efficiently. For larger businesses, investment in computerisation and rationalisation of regulatory obligations will often be worthwhile because of the larger number of cases to be dealt with. This too results in higher efficiency. Third, in small enterprises the entrepreneur himself will often be responsible for taking care of the regulatory obligations. This means that the most valuable resource of the small business will be occupied with tasks that do not directly contribute to the success of the enterprise.*” (EUROPEAN COMMISSION. *Report of the Expert Group: Models to Reduce The Disproportionate Regulatory Burden on SMEs*. Enterprise and Industry Directorate-General, 2007, p. 4. Disponível em:

de mecanismos alternativos, que envolvem um número reduzido de investidores, ou apenas investidores extremamente especializados, há menor necessidade de ingerência regulatória, inclusive em decorrência da real possibilidade de negociação e um efetivo processo de barganha com relação às condições da oferta e às informações consideradas importantes à realização do investimento.<sup>850</sup>

Ademais, o acesso, por parte das sociedades empresárias, a recursos provenientes do mercado de valores mobiliários pode ocorrer de outras formas que não envolvam a emissão e oferta direta de valores mobiliários a serem distribuídos, pública ou limitadamente, a um determinado grupo de investidores.

Isso porque a formação de capital utilizando-se de recursos provenientes de tal mercado pode, também, ocorrer por meio de operações que, sob a perspectiva da sociedade empresária, possuem natureza privada –envolvendo a subscrição de títulos representativos de participação societária ou dívida sem a utilização de qualquer mecanismo, amplo ou restrito, de apelo à poupança popular – por determinados investidores que, em verdade, constituem veículos coletivos de investimento, responsáveis pela gestão profissional de recursos captados junto a terceiros, inclusive por meio de mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários – como é o caso, por exemplo, de algumas modalidade de fundos de investimento.<sup>851</sup>

---

<<http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/10037/attachments/1/translations/en/renditions/>>. Acesso em: 23 out. 2016).

<sup>850</sup> Cf. PITTA, André Gtünspun (2013a). Op. cit. p. 364-365. A esse respeito, S. Choi e A. Pritchard afirmam: *“The rigorous protection afforded to investors in the public registration process results in some issuers simply choosing not to sell securities to investors, instead turning to alternative forms of financing or eschewing an otherwise profitable business venture. Public investors then lose the opportunity to invest in such companies. Moreover, not all investors require the same level of protection. Investors may benefit from mandatory disclosures if the investors are unable or unwilling to negotiate for disclosure on their own. If many investors stand in a similar position, collective action problems may undermine efforts to obtain information. Similarly, the gun-jumping rules benefit less sophisticated investors the most, as they are presumably more vulnerable to over-optimism and other biases that may lead them to focus on company advertising materials at the expense of hard financial facts. Sophisticated institutional investors purchasing securities through negotiated transactions with issuers require less protection; they can demand information from the issuer and have the expertise to evaluate that information.”* (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C. (2015). Op. cit., p. 550).

<sup>851</sup> Sobre as funções exercidas pelos fundos de investimento no âmbito do mercado de valores mobiliários, A. O. Mattos Filho afirma: *“O enorme sucesso desses mecanismos de captação de poupança popular mostrou uma significativa mudança no relacionamento entre o investidor inicial e o tomador final dos recursos. Isso porque, quando levamos em consideração as aplicações em ações ou debêntures, o relacionamento se dava, tradicionalmente, de forma direta entre o investidor e o investido. Assim, em uma emissão de ações, os subscritores dos papéis eram os seus tomadores finais. Com a criação dos fundos de investimento, estes passaram a representar um nível intermediário profissionalizado que atua entre o investidor inicial e o tomador final dos recursos. Ou seja, o subscritor de cotas em determinado fundo de investimento fornece os recursos financeiros para que sejam aplicados pelo gestor do fundo em imóveis, ações ou outro ativo que acompanha o objetivo de investimento do fundo. A partir desse momento o relacionamento com o ente investido se dá por intermédio do fundo aplicador, remanescendo a relação final constituída entre o fundo gestor e seus*

Tais mecanismos – que para os efeitos do presente trabalho serão referidos como mecanismos de formação privada de capital – são comuns, por exemplo, no contexto das operações de *venture capital* e *private equity*, que a despeito de envolverem a capitalização privada de sociedades empresárias, podem se estruturar por meio da formação de veículos de investimento geridos por terceiros altamente especializados que promovem a captação de recursos junto a investidores, por meio do mercado de valores mobiliários, com o intuito de vertê-los na formação de capital de determinadas sociedades empresárias por ele selecionadas, especialmente naquelas em estágios iniciais ou intermediários de desenvolvimento.<sup>852</sup>

Assim, o objetivo da análise que se pretende desenvolver daqui em diante é avaliar a estrutura regulatória que conforma os processos de formação privada, pública e semipública de capital por meio do mercado de valores mobiliários, a partir da premissa de que tais mecanismos devem ser desenhados de modo a viabilizá-los tais processos de maneira não discriminatória, adaptáveis, portanto, aos diversos tipos de sociedades empresárias, empenhadas no exercício das mais diversas atividades empresárias e, sobretudo, ao longo de seus variados estágios de evolução, o que é fundamental ao fortalecimento e desenvolvimento desse mercado.<sup>853</sup>

#### 4.2 MECANISMOS PARA FORMAÇÃO PRIVADA DE CAPITAL

A análise acima descrita será iniciada a partir dos mecanismos voltados a fomentar a formação privada de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

---

*cotistas investidores.*” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. V. 2. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, p. 343).

<sup>852</sup> A esse respeito, P. Gompers e J. Lerner afirmam: “*Venture capitalists represent one solution to financing these high-risk, potentially high-reward projects. (...) These individuals undertake a variety of roles. The first is maintaining relationship with investors – primarily institutions such as pension funds and university endowments, but also wealthy individuals – who provide them with capital. Venture capitalists typically raise their capital not on a continual basis, but rather through periodic funds. (...) Venture capitalists play a second role in the review of proposed investments, and the oversight of those selected for investment.*” (GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*. 2<sup>nd</sup> ed. Cambridge: The MIT Press, 2006, p. 7).

<sup>853</sup> A esse respeito, em análise do panorama regulatório norte-americano e das recentes reformas implementadas com o intuito de promover a formação de capital por parte de empresas de menor porte, afirma o ex-*Commissioner* da SEC, D. Gallagher: “*In pursuing these reforms, the SEC must think about its capital formation regime on a big picture level. For example, we need to ask whether our system of registration requirements and exemptions therefrom, as it has evolved over the past eight decades, provides companies with an end-to-end solution for accessing the capital markets. And by end-to-end, I mean that companies at any point in their lifespan should be able to access the capital markets.*” (GALLAGHER, Daniel M. *Whatever Happened to Promoting Small Business Capital Formation?*. US Securities and Exchange Commission, 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370542976550>>. Acesso em: 12 abr. 2015).

Como dito, a injeção de recursos oriundos do mercado de valores mobiliários em uma sociedade empresária não precisa ocorrer diretamente pelos poupadores de recurso, por meio da subscrição de títulos representativos de participação societária ou de dívida.

Isso pode ser feito, também, de maneira indireta, por meio de determinados veículos de investimento geridos profissionalmente por indivíduos altamente especializados que se ocupam justamente de captar e aplicar os recursos de terceiros, constituindo, portanto, uma categoria específica de investidores (conhecidos como investidores institucionais ou profissionais). É o caso, por exemplo, dos fundos de pensão, das entidades abertas de previdência complementar, dos regimes próprios de previdência social, dos fundos de investimento e entidades assemelhadas.

São esses tipos de investidores – que exercem tal função em benefício de terceiros que a eles entregam seus recursos<sup>854</sup> – inclusive, que respondem pela maior parte do volume

---

<sup>854</sup> A esse respeito R. Clark, ao avaliar o desenvolvimento do capitalismo norte-americano, faz alusão a quatro fases distintas: a primeira delas, centralizada na figura do empreendedor, a segunda, marcada pelo fenômeno da separação entre a propriedade e o controle da empresa e a terceira consubstanciada justamente na profissionalização da atividade de investimento, com a separação entre o provimento de capital e a atividade de investimento propriamente dita: “*The third stage of capitalism has been growing since the beginning of this century, and probably reached young adulthood in the 1960's. It is the age of the portfolio manager, and its characteristic institution is the institutional investor, or financial intermediary.*”<sup>8</sup> *As the second stage split entrepreneurship into ownership and control, and professionalized the latter, so the third stage split ownership into capital supplying and investment, and professionalized the investment function. (...) The increasing separation of the decision about how to invest from the decision to supply capital for investment is one of the most striking institutional developments in our century. Since 1900, the proportion of savings channeled through financial intermediaries has grown steadily, and about eighty cents of every dollar saved now finds its way to some intermediary.*” (CLARK, Robert. *The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Managements Treatises*. Harvard Law Review. Cambridge: Harvard University Press, 1981, v. 94, p. 564). A quarta fase, segundo o autor, seria marcada pela separação entre a decisão de poupar da função de prover capital, com a predominância, nessa seara, dos sindicatos e dos fundos de pensão por eles comandados: “*Just as the third stage split the capital ownership function into the decision to supply capital funds and active investment management, and professionalized the latter, so the fourth stage seems intent upon splitting capital supplying into the possession of beneficial claims and the decision to save, and professionalizing the savings-decision function. Today, decisions about whether and how much to save are increasingly being made by group representatives on behalf of a large number of group members, rather than by each individual whose present consumption is being deferred in favor of future consumption. (...) Today, the decision to save is only indirectly controlled by many of the workers who are to benefit from these plans (which can no longer accurately be described as "fringe" benefits), just as the decision to invest in particular financial claims is only rarely controlled by public suppliers of capital to financial intermediaries.*” (CLARK, Robert (1981). Op. cit., p. 566). Sobre o fenômeno da predominância dos investidores institucionais no mercado de valores mobiliários norte-americano, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*American society has evolved to the stage where retirement funds are provided through a pension plan, which like the weekly paycheck is a feature of the employee-employer relationship. Our tax laws favor this arrangement, and our society has come to expect such from socially responsible employers. Even the self-employed person's retirement depends on funds that are committed to either an insurance company or a mutual fund. Add to this the proliferation of consumer-oriented financial products, such as "cash management accounts," variable annuities, and universal life insurance investment programs, which further accelerate the flow of funds to financial institutions. Moreover, the mutual fund has replaced the savings account as the typical family's major source of savings. A further consideration is the economies of scale that are available for investment activities, which cause an ever-*

financeiro transacionado nos mercados de valores mobiliários.<sup>855</sup>

Tais investidores, que operam, *grosso modo*, como veículos de investimento coletivo – e, especialmente, os fundos de investimento – têm uma relevante função alocativa dentro do mercado de valores mobiliários, constituindo uma importante ferramenta de alocação da poupança popular, tanto no âmbito do mercado primário de valores mobiliários (ou seja, para o financiamento da atividade empresária) quanto em aquisições de valores mobiliários no mercado secundário, por meio da conjugação de recursos advindos de um grupo diversificado de investidores e geridos por terceiros altamente especializados.<sup>856</sup>

Nesse contexto, tais investidores participam normalmente das operações típicas do mercado de valores mobiliários – tanto no âmbito do mercado primário como do mercado secundário – sujeitos a determinados limites (em termos de exposição a determinados tipos de valores mobiliários ou a determinados tipos de emissores), nos termos da regulamentação aplicável.<sup>857</sup>

Todavia, tal estrutura de investimento pode, também, ser utilizada para promover operações de captação de recursos por meio dos mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários – e.g. ofertas públicas ou limitadas de valores mobiliários – com o objetivo de vertê-los em determinadas sociedades empresárias (em relação às quais passam a figurar como investidores), por meio de operações puramente privadas, com o intuito de, assim, financiar sua expansão e desenvolvimento, que, caso se verifique, resultará em retornos financeiros para aqueles que, indiretamente, proveram tais recursos.

Essa é a dinâmica típica das operações conhecida como *venture capital* e *private equity*, por meio das quais tradicionalmente se opera a formação de capital de empresas em

---

*increasing number of households to rely upon institutional intermediaries, rather than carrying out this activity themselves.”* (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 102).

<sup>855</sup> Sobre o aumento significativo da relevância desse tipo de investidor no mercado de valores mobiliários norte-americano ao longo dos anos, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*Fifty years ago, individuals held 90 percent of American equities. With the rise of institutional holdings, in 2009 institutional investors owned 50.6 percent of total U.S. equities (contrast this with their 1980 ownership interest, which stood at 28.4 percent or their 6.1 percent ownership interest in 1950). (...) A further characteristic of institutionalization is the concentrated share ownership in many large public corporations; in 2009 financial institutions owned 73 percent of the largest 1,000 U.S. corporations (albeit only 63.7 percent of the largest 50 companies).*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 102).

<sup>856</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 81.

<sup>857</sup> Não se pretende, no contexto do presente trabalho, dissecar os meandros atinentes ao funcionamento desses veículos de investimento, prescritos, em relação às entidades fechadas de previdência complementar, na Resolução CMN nº 3.792/09, em relação às entidades abertas de previdência complementar, na Resolução CMN nº 4.444/15, em relação aos regimes próprios de previdência social, na Resolução CMN nº 3922/10 e em relação aos fundos de investimento, genericamente, na Instrução CVM nº 555/14.

estágios menos avançados de desenvolvimento, em suas primeiras formas de contato, ainda que indireto, como o mercado de valores mobiliários.

#### 4.2.1 *Venture capital e private equity*

Conforme mencionado anteriormente, é natural que o próprio controlador-empREENDEDOR (ou pessoas muito próximas a ele) seja o responsável, no estágio inicial de desenvolvimento da empresa, por provê-la do capital necessário ao exercício da atividade que constitui seu objeto. Todavia, nem sempre ele disporá de recursos em magnitude para tanto, nem, tampouco, a geração de caixa do próprio negócio poderá ser suficiente para prover a empresa de tais recursos.

É absolutamente natural, portanto, que ainda nesse estágio inicial de desenvolvimento empresarial, o controlador-empREENDEDOR busque financiamento externo para a atividade por ele exercida, o que normalmente ocorre por meio da contratação de empréstimos.<sup>858</sup>

Todavia, a ausência de ativos que possam ser dados em garantia por tais dívidas<sup>859</sup> ou mesmo a falta de perspectiva de geração de resultados positivos por alguns anos – o que é absolutamente corriqueiro em se falando, por exemplo, de empresas nascentes ou iniciantes – pode dificultar ou até mesmo inviabilizar essa modalidade de financiamento, ao menos a um custo que se apresente viável.<sup>860</sup>

A captação pública de recursos diretamente por estas sociedades empresárias pode também se demonstrar algo bastante complexo, em função dos custos envolvidos nesse tipo de operação, ou mesmo da dificuldade que pode haver, por parte dos investidores, de avaliar corretamente determinados empreendimentos em estágio bastante inicial que se configuram como investimento de altíssimo risco, sem histórico financeiro ou ativos tangíveis,<sup>861</sup> ou mesmo por parte dos próprios emissores, em encontrar intermediários interessados em

---

<sup>858</sup> Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (2015). Op. cit., p. 17.

<sup>859</sup> Nesse sentido, A. Berger e G. Udell afirmam: “*Conventional wisdom argues that bank or commercial finance company lending would typically not be available to small businesses until they achieve a level of production where their balance sheets reflect substantial tangible business assets that might be pledged as collateral, such as accounts receivable, inventory, and equipment.*” (BERGER, Allen; UDELL, Gregory. *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. Journal of Banking & Finance*. Atlanta: Elsevier, vol. 22, 1998, p. 623-624).

<sup>860</sup> A esse respeito, P. Gompers e J. Lerner afirmam: “*Entrepreneurs have long had ideas that requires substantial capital to implement but lacked the funds to finance these projects themselves. While entrepreneurs have used bank loans or other sources of debt financings, start-up companies that lacked substantial tangible assets, expected several years of negative earnings, and had uncertainty prospects have often been forced to struggle to find alternatives.*” (GOMPERS, Paul; LERNER, Josh (2006). Op. cit., p. 6-7.

<sup>861</sup> Cf. GOMPERS, Paul; LERNER, Josh (2006). Op. cit., p. 3.

atuar em operações dessa natureza.

Entretanto, justamente pelo altíssimo potencial de retorno que pode advir desse tipo de empreendimento, é natural que se desenvolva um nicho de especialistas em identificar boas oportunidades de investimentos dessa natureza, reduzindo, inclusive, a assimetria de informações entre investidores e empresas em estágios iniciais ou intermediários de desenvolvimento.<sup>862</sup>

É justamente a isso que se prestam as chamadas atividades de *venture capital* e *private equity*,<sup>863</sup> cuja distinção reside, grosso modo, em função do perfil das sociedades empresárias investidas, de sua maturidade e de seu estágio de desenvolvimento.<sup>864</sup>

---

<sup>862</sup> A esse respeito, P. Gompers e J. Lerner afirmam: “*Specialized financial intermediaries, such as venture capital organizations, can alleviate these information gaps and thus allow firms to receive the financing that they cannot raise from other sources. The tools that venture capital firms have to address these information issues are to scrutinize firms intensively before providing capital and then to monitor them afterwards. The monitoring and information tools of venture capitalists include: meting out financing in discrete stages over time; syndicating investments with other venture capital firms; taking seats on a firm’s board of directors; and compensation arrangements including stock options. A number of studies have investigated how venture capitalists employ these tools.*” (GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. “The Venture Capital Revolution”. *Journal of Economic Perspectives*. Pittsburgh: American Economic Association, v. 15, 2011, p. 155.). A esse respeito, R. Gilson afirma: “*The venture capital market thus provides a unique link between finance and innovation, providing start-up and early stage firms – organizational forms particularly well-suited to innovation – with capital market access that is tailored to the special task of financing these high-risk, high-return activities.*” (GILSON, Ronald. *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*. *Stanford Law Review*. Stanford: Stanford University Press, v. 55, n. 4, 2003, p. 1068).

<sup>863</sup> Em resumida definição, W. Sahlman qualifica: “*By venture capital I mean a professionally managed pool of capital that is invested in equity-linked securities of private ventures at various stages in their development. Venture capitalists are actively involved in the management of the ventures they fund, typically becoming members of the board of directors and retaining important economic rights in addition to their ownership rights. The prevailing organizational form in the industry is the limited partnership, with the venture capitalists acting as general partners and the outside investors as limited partners.*” (SAHLMAN, William. “The structure and governance of venture-capital organizations”. *Journal of Financial Economics*. New York: Elsevier, v. 27, 1990, p. 473).

<sup>864</sup> Enquanto os investimentos de *venture capital* se caracterizam por serem realizados nos estágios iniciais da empresa, provendo-lhe de recursos, inclusive, para viabilizar o início de sua operação, os investimentos de *private equity* são tradicionalmente realizados em empresas já operacionais em estágios intermediários de evolução, que necessitam de recursos para a sua expansão. Em boa síntese dessa distinção, T. M. Silva afirma: “*A literatura ressalta a importante diferença entre fundos de ‘private equity’ e fundos de ‘venture capital’.* A diferença consiste no estágio operacional no qual a empresa que recebe os investimentos se encontra. Gompers e Lerner caracterizam os investimentos de *venture capital* por trabalharem com empresas em início de operação e precisam de um aporte de capital para os primeiros passos operacionais. (...) Os investimentos de ‘Private Equity’, por sua vez, investem em empresas já atuantes no mercado que, no entanto, precisam de um aporte financeiro para a consolidação em um nicho de mercado ou abertura de capital em bolsa de valores.” (SILVA, Thiago Mascarenhas de Souza. *O Controle Societário nas Companhias com Investimento de Fundos de Private Equity Listadas na BM&FBOVESPA*. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2010, p. 45). Ademais, os investimentos em *venture capital* e *private equity* podem ser divididos em subcategorias, também em função da etapa em que o investimento é realizado (e.g investimento-anjo (*angel investment*), capital semente (*seed capital*), estágio inicial (*early stage*), estágio avançado (*late stage*), etc.). Para uma abrangente visão dessas etapas, ver LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Peres. “Investimentos *venture capital* e *private equity*: considerações práticas e jurídicas”. In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas – aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas-Gen, 2016, p. 274-280).

Evidente que tais especialistas poderiam investir recursos próprios na formação de capital dessas sociedades. Entretanto, não é dessa maneira que tal indústria se organiza. Em contrário, o que ocorre é justamente a realização de operações de captação de recursos encabeçadas por tais especialistas, utilizando-se, para tanto, de veículos de investimento constituídos para esse fim e por eles geridos, com o objetivo de, subsequentemente, vertê-los a determinadas sociedades empresárias por eles identificadas em função de seu potencial de crescimento.

E, na hipótese acima descrita, o retorno desse investimento resultará justamente da expansão e crescimento da empresa investida, para o qual o gestor do veículo contribuirá a partir de sua *expertise*, e será realizado no momento em que ocorrer o desinvestimento do veículo, de acordo com as estratégias negociadas no momento de seu ingresso e sujeitas ao sucesso ou insucesso do empreendimento – que tradicionalmente envolvem a abertura de capital da sociedade investida, ou a sua venda para outra sociedade empresária.

As operações típicas de *venture capital* e *private equity* não se limitam, contanto, ao fornecimento de capital financeiro às sociedades empresárias, embutindo, também, aportes de *know-how*, associados à contribuição, em termos de *expertise*, que os gestores de tais veículos conferem aos empreendedores no que diz respeito a aspectos operacionais e financeiros do negócio investido.<sup>865</sup>

Sob essa perspectiva, as operações de *venture capital* e *private equity* embutem arranjos contratuais em dois níveis distintos: entre o administrador de recursos e

---

<sup>865</sup> A esse respeito, T. M. Silva afirma: “Os fundos de PE/VC são acionistas que investem muito mais do que apenas recursos financeiros. Eles utilizam a sua alta expertise em gestão para agregar valor às empresas com uma influência direta na política estratégica de crescimento empresarial.” (SILVA, Thiago Mascarenhas de Souza. Op. cit., p. 13). Nesse sentido, sobre a atuação dos *venture capitalists*, M. Gorman e W. Sahlman afirmam: “*Venture capitalists find new investment opportunities and appear to add them at the rate of two per person per year. They spend better than half of their time monitoring approximately nine investments for which they are personally responsible. Of these, five were companies they helped found and on whose board of directors they serve. They visit their companies relatively frequently, though for reasonably short periods each time. All told, a venture capitalist will spend 80 hours a year on-site with a company on whose board he or she serves. Frequent telephone conversations fill the gaps between visits and amount to an additional 30 hours per year. In addition, the venture capitalist works on the company’s behalf by attracting new investors, evaluating strategy against new conditions, and interviewing/recruiting new management candidates. When venture-backed companies fail, the venture capitalist sometimes is led to dismiss current management and seek new leadership. Venture capitalists find overwhelmingly that the cause of venture failure, when it occurs, lies with senior management; among nonmanagerial causes, they cite product development failures in half the cases.*” (GORMAN, Michael; SAHLMAN, William. “What do Venture Capitalists Do?”. *Journal of Business Venturing*. New York: Elsevier, v. 4, 1989, p. 241-242). No mesmo sentido, C. Lobo e G. Potenza afirmam: “(...) os investidores PE/VC sempre buscarão influenciar a administração da companhia investida, por meio de presença no conselho de administração. Isso se dá porque esses investidores não fornecem apenas capital para a companhia investida, mas também importante aconselhamento em questões financeiras, estratégicas e administrativas, com o objetivo de criar valor ao seu próprio investimento (chamado no jargão de mercado de *smart money*).” (LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Peres. Op. cit., p. 269).



investidores,<sup>866</sup> e entre o veículo de investimento e a sociedade empresária distinta.

Tais arranjos guardam, inclusive, consideráveis semelhanças entre si, uma vez que têm por objetivo principal estabelecer, nessas duas esferas – ou seja, no âmbito do veículo de investimento e no âmbito da empresa investida – aqueles elementos que tradicionalmente regem as relações de investimento: alocação de direitos políticos e econômicos, a definição da estrutura decisória e administrativa e a destinação dos resultados, conforme amplamente explorado ao longo do Capítulo 3 desse trabalho.<sup>867</sup>

Esses elementos, nesse contexto, são evidentemente adaptados à natureza do investimento que se perfaz no bojo desse tipo de operação, que envolve, por exemplo, a construção de uma mecânica específica em relação ao volume e periodicidade dos aportes financeiros a serem realizados, ao grau de influência que os gestores do veículo exerceram sobre os negócios da empresa investida, bem como às chamadas estratégias de saída, que contemplam os mecanismos de monetização do investimento realizado.<sup>868</sup>

Assim, natural reconhecer que tais operações – e, no limite, o desenvolvimento de uma indústria efetiva de *venture capital* e *private equity* – dependem, além dos investidores dispostos a aplicar seus recursos em tais negócios, dos intermediários especializados e de

---

<sup>866</sup> Em função de tal estrutural, essa relação está, também, sujeita a determinados custos de agência. A esse respeito, W. Sahlman afirma: “*Venture capitalists have many opportunities to take advantage of the people who invest with them. To a degree, the agency problem is exacerbated by the legal structure of limited partnerships, which prevents limited partners from playing a role in the management of the venture-capital partnership. Contracts are designed with several key provisions to protect the limited partners from the possibility that the venture capitalists will make decisions against their interests.*” (SAHLMAN, Wiliam. Op cit., p. 493-494)

<sup>867</sup> A esse respeito, O. Hart destaca, inclusive, que a relações que se estabelecem no bojo das operações de *venture capital* constituem um dos campos mais férteis de aplicação da teoria do contrato financeiro: “*Venture capitalists are private providers of equity capital for young growth-oriented firms (hightech start-ups). Although venture capitalists often represent several large rich individuals or institutions, they correspond quite well to the single investor of the Aghion-Bolton model. Similarly, the founder or founders of a start-up company can be represented without too much of a stretch by a single entrepreneur. The distinguishing feature of venture capital deals is that the major participants have a close relationship and are few in number.*” (HART, Oliver. Op. cit., p. 1088). Sobre tais arranjos típicos de tais operações e e suas características principais, W. Sahlman afirma: “*Venture-capital partnerships enter into contracts with both the outside investors who supply their funds and the entrepreneurial ventures in which they invest. The contracts share certain characteristics, notably: (1) staging the commitment of capital and preserving the option to abandon, (2) using compensation systems directly linked to value creation, (3) preserving ways to force management to distribute investment proceeds.*” (SAHLMAN, Wiliam. Op cit., p. 473).

<sup>868</sup> Em resumida síntese sobre o ciclo subjacente a tais investimentos, P. Gompers e J. Lerner afirmam: “*The venture capital cycle starts with raising a venture fund; proceeds through the investment in, monitoring of, and adding value to firms; continues as the venture capital firm exits successful deals and returns capital to its investors; and renews itself with the venture capitalist raising additional funds.*” (GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. (2011) Op. cit., p. 152). Não se pretende, no contexto do presente trabalho, entrar em detalhes acerca das particularidades que envolvem os arranjos e estratégias típicas das operações de *venture capital* e *private equity*, no que diz respeito às respectivas etapas de investimento, estratégias de governança e mecanismos de saída. A esse respeito, ver GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. (2011) Op. cit.; SAHLMAN, Wiliam. Op cit.; e GILSON, Ronald (2003b). Op. cit.

empreendimentos que lhes sejam atraentes,<sup>869</sup> também da possibilidade de construção de mecanismos contratuais aptos a conformarem de maneira eficiente os arranjos econômicos subjacentes às relações negociais que se estabelecem no contexto de tais operações – seja no âmbito do relacionamento entre os intermediários especializados e os provedores de recursos, seja no contexto da relação entre os respectivos veículos de investimento e as sociedades investidas.<sup>870</sup>

As operações de *venture capital* e *private equity*, além de serem essenciais ao financiamento de empresas nascentes, iniciantes e emergentes, contribuem, também, para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, haja vista que constituem a porta de entrada para tal mercado, criando um estoque natural de empresas que, posteriormente, terão vocação para diretamente acessar seus mecanismos e instrumentos, inclusive pelo fato de as estratégias de desinvestimento aplicadas no contexto dessas transações muitas vezes envolverem a abertura de capital e a listagem em bolsa das sociedades empresárias investidas.<sup>871</sup>

Por essa razão, é importante avaliar o arcabouço jurídico que conforme tais operações de formação privada de capital, que, como dito, utilizam-se, muitas vezes, de recursos oriundos do mercado de valores mobiliários.

#### 4.2.2 Estruturas jurídicas para operações de *venture capital* e *private equity*

Conforme acima mencionado, os arranjos econômicos subjacentes às operações de

---

<sup>869</sup> Nesse sentido, acerca das condições necessárias ao desenvolvimento de uma indústria de *venture capital*, R. Gilson afirma: “A *venture capital* market requires the simultaneous availability of three factors, the provision of any one of which is contingent on the availability of the other two. A *venture capital* market requires (1) entrepreneurs, (2) investors with the funds and the taste for high-risk, high-return investments, and (3) (as the discussion of U.S. *venture capital* contracting illustrates) a specialized financial intermediary to serve as the nexus of a set of sophisticated contracts.” (GILSON, Ronald (2003). Op. cit., p. 1093).

<sup>870</sup> Sobre a importância dos arranjos contratuais no desenvolvimento de indústria de *venture capital* norte-americana, R. Gilson afirma: “The central lesson to be learned from the U.S. *venture capital* market is that it is overwhelmingly the product of private ordering—an extremely effective contracting structure that covers the entire *venture capital* cycle, from initial investment in the VC fund, to the VC fund’s investment in a portfolio company, to the exit from the portfolio investment to allow the VC fund’s cash and noncash investment to be recycled.” (GILSON, Ronald (2003). Op. cit., p. 1093).

<sup>871</sup> Ressalta-se, ainda, que se trata, como apontado por B. Black e R. Gilson, de uma relação de mão dupla, pois, uma vez que as estratégias de monetização dos investimentos em *venture capital* e *private equity* muitas vezes estão associadas à abertura de capital da sociedade investida, o que depende, em certa medida, da existência de um mercado acionário capaz de viabilizar tal operação e a liquidez subsequentes das aludidas ações: “The United States has both an active *venture capital* industry and well-developed stock markets. Japan and Germany have neither. We argue here that this is no accident -- that *venture capital* can flourish especially -- and perhaps only -- if the *venture capitalist* can exit from a successful portfolio company through an initial public offering (IPO), which requires an active stock market.” (BLACK, Bernard; GILSON, Ronald. Does *venture capital* require an active stock market? *Journal of Applied Corporate Finance*. Wiley, 1999, p. 1. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=219174>>. Acesso em: 07 maio 2015.

*venture capital e private equity* – que viabilizam a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários e sua versão em sociedades empresárias por meio de operações privadas – se conformam em dois níveis distintos: no âmbito da sociedade investida, no qual o veículo do investimento figura como sócio, ao lado do controlador-empresendedor, e no âmbito do próprio veículo, que congregam os investidores que disponibilizaram seus recursos para a realização de tais operações, administrados por intermediários especializados.

Essencial, portanto, ressaltar que tais arranjos estarão, sob a ótica da empresa investida e da relação de investimento que se configura em seu âmbito, invariavelmente sujeitos àqueles elementos de rigidez estrutural decorrentes do regime societário a ela aplicável (e.g. da disciplina das sociedades por ações ou das sociedades limitadas) – objeto de análise no Capítulo 3 do presente trabalho – o que, como visto, pode representar determinados empecilhos em relação à modelagem de tais arranjos, no que diz respeito à alocação de direitos políticos e econômicos, definição da sua estrutura decisória e administrativa e destinação de resultados, conforme já abordado.<sup>872</sup>

Ademais, como será abordado em seguida, tais arranjos dependerão, também, da disciplina aplicável aos veículos de investimento estruturados para viabilizar tais operações, bem como do processo de captação de recursos pelo referido veículo de investimento junto aos investidores (que, via de regra, ocorrerá nos mesmos moldes em que ocorrem os processos de formação semipública e pública de capital, e que serão adiante explorados).

#### 4.2.2.1 O norte-americano

A estrutura jurídica tradicionalmente utilizada no mercado norte-americano no

---

<sup>872</sup> Em posicionamento contrário, C. Ribeiro, avaliando a disciplina constante da Lei nº 6.404/76 aplicável às companhias fechadas, considera que o regime societário brasileiro permite flexibilidade na conformação dos arranjos contratuais subjacentes às operações de *private equity*, inclusive em comparação aos arranjos que conformam tais operações no contexto norte-americano: “*The Brazilian corporate legislation for privately-held companies is flexible enough to allow the design of financial contracts with a structure similar to what is used in the United States and other developed countries. There are no relevant constraints on what the private parties can contract. Brazilian legislation normally sets only minimum standards in order to protect the minority investor, and to provide parties with freedom to contractually establish more protection. Even when legal or bureaucratic constraints exist, often parties have the possibility to contract around them, reaching the original objectives through other similar legal structures,*” (RIBEIRO, Cinthia Daniela Bertan. “Financial Contracting Choices in Brazil: Does the Brazilian Legal Environment Allow Private Equity Groups to Enter into Complex Contractual Arrangements with Brazilian Companies?”. *Law and Business Review of the Americas*. Dallas: Southern Methodist University, v. 13, 2007, p. 379-380). Tal posição, a nosso ver, não resiste a uma avaliação detalhada de tal disciplina e especialmente do regime cogente prevalecente em relação às matérias exploradas ao longo do Capítulo 3 do presente trabalho, inclusive em comparação com outras jurisdições.

contexto de operações de *venture capital* e *private equity* envolve a constituição de uma *limited partnership*, na qual os investidores figuram como *limited partners* – com responsabilidade limitada ao valor do investimento realizado – e os gestores do veículo, responsáveis pela seleção e pelo relacionamento com a sociedade investida, figuram como *general partners*,<sup>873</sup> provendo, na prática, contribuição financeira pouco representativa para o veículo.<sup>874</sup>

Tal estrutura confere, por lá, também, importante eficiência tributária a tais operações, uma vez que as *limited partnerships*, via de regra, não estão sujeitas a tributação sobre a renda, que incide diretamente em relação aos seus sócios (por meio do mecanismo denominado *pass-through* ou *flow-through*),<sup>875</sup> exceto, por exemplo, se as suas participações societárias forem negociadas em mercado.<sup>876</sup>

Nesse sentido, os arranjos entre *limited partners* e o *general partners*, bem como

---

<sup>873</sup> Não obstante os *general partners* estejam sujeitos a responsabilidade ilimitada, tal circunstância não apresenta riscos significativo, uma vez que os mesmos tradicionalmente se organizam sob a forma de sociedades dotadas de limitação de responsabilidade – impedindo, portanto, que eventuais obrigações da *limited partnership* afetem o patrimônio dos sócios das sociedades que figuram como *general partners*. Ademais, tal risco também é mitigado pelo fato de as *limited partnership* que se engajam em tais operações não contraírem qualquer tipo de dívida, tendo sua atuação limitada ao investimento na sociedade investida, que tradicionalmente também é revestida de limitação de responsabilidade. A esse respeito, W. Sahlman afirma: “*General partners, in contrast, bear unlimited liability, so they can conceivably lose much more than they commit in capital. The consequences of unlimited liability are minor, however, because venture-capital partnerships typically do not borrow, nor are they exposed to the risk of having liabilities in excess of assets.*” (SAHLMAN, William. Op cit., p. 490).

<sup>874</sup> Sobre a formatação de tal estrutura, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*Venture Capital (VC) firms typically are formed as limited partnerships; the general partner is a company made up of investment professional and operates successive limited partnerships and the limited partners are institutional investors. The general partner’s investment is rarely greater than 1 percent of the fund’s total capital. What it brings to the VC is its experience and talent to identify, nurture, and ultimately exit the startups in which the VC invests. The general partner receives a management fee, usually in the range of 2-2.5 percent of the capital managed, plus the “carried interest,” i.e., twenty percent of the profits ultimately realized when the partnership is liquidated. A ten-year life is common for the VC partnership.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 25).

<sup>875</sup> A esse respeito, W. Sahlman afirma: “*The limited-partnership organizational form has important tax and legal considerations. Limited-partnership income is not subject to corporate taxation; instead income is taxable to the individual partners. Also, partnerships can distribute securities without triggering immediate recognition of taxable income: the gain or loss on the underlying asset is recognized only when the asset is sold. To qualify for this form of tax treatment, partnerships must meet several conditions: (...)*” (SAHLMAN, William. Op cit., p. 490-491). Sobre tal modelo de tributação, M. Eisenberg e J. Cox afirmam: “*Under firm taxation, a business firm is taxable on its income. Accordingly, if the firm has income or expenses, or gains or losses, those items go into the firm’s taxable income, not into the taxable income of the firm’s owners. If the firm then makes distributions to its owners out of after-tax income, the owners ordinarily pay taxes on those distributions. This is sometimes referred to as “double taxation.” Under flow-through taxation, a firm is not subject to taxation. Instead, all of the firm’s income and expenses, and gains and losses, are taxable directly to the firm’s owners. Distributions are not taxed. There is no “double taxation” effect. If the firm has losses, the owners can utilize the losses to offset their income from other sources.*” (EISENBERG, Melvin A.; COX; James D. (2012) Op. cit., p. 160).

<sup>876</sup> Cf. EISENBERG, Melvin A.; COX; James D. (2012) Op. cit., p. 161.

entre a *limited partnership* e as sociedades investidas, estão, via de regra, sujeitos à liberdade contratual que marca a disciplina societária norte-americana,<sup>877</sup> conforme apresentado ao longo do Capítulo 3.

Ademais, tais veículos podem se utilizar de diversos mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários – especialmente das ofertas restritas e limitadas de valores mobiliários – para proceder à captação de recursos junto aos *limited partners*.<sup>878</sup>

#### 4.2.2.2 O regime europeu

Já na Europa, onde o fomento às operações de *venture capital* e *private equity* vem ganhando espaço, especialmente no contexto das medidas tomadas para incentivar o financiamento de empresas pequenas e médias,<sup>879</sup> não há um tratamento harmônico em

---

<sup>877</sup> Acerca de tais arranjos contratuais, no contexto das operações de *venture capital* nos Estados Unidos, R. Gilson afirma: “*All financial contracts respond to three central problems: uncertainty, information asymmetry, and opportunism in the form of agency costs. The special character of venture capital contracting is shaped by the fact that investing in early stage, high technology companies presents these problems in an extreme form. Precisely because the portfolio company is at an early stage, uncertainty concerning future performance is magnified. (...) The organizational and contractual structure of the U.S. venture capital market responds to this trio of problems. The effectiveness of the response serves to make the venture capital market feasible. Absent a workable response, the extremity of uncertainty, information asymmetry, and agency problems likely would raise the cost of external capital to a point of market failure, leading to a similar collapse in the formation of early stage, high technology companies. Because of the link between firm size and innovation, institutional and contractual techniques thus have an important influence on the successful commercialization of cutting-edge science.*” (GILSON, Ronald. (2003) Op. cit., p. 1076-1077).

<sup>878</sup> A esse respeito, V. Ivanov e S. Bauguess, analisando as ofertas de valores mobiliários realizadas nos Estados Unidos entre 2009 e 2012 sob respaldo da *Regulation D* – que contempla a isenção de registro da operação e do emissor perante a *SEC* –, atestaram que, nesse período, veículos de investimento qualificados como fundos de *venture capital* realizaram 680 operações, perfazendo USD 30 bilhões, enquanto veículos de investimento qualificados como fundos de *private equity* realizaram 1.550 operações, perfazendo USD 316 bilhões (Cf. IVANOV, Vlad; GULLAPALLI, Rachita; BAUGUESS, Scott. *Capital raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2014, 2015*, p. 1. Disponível em: <<https://www.sec.gov/dera/staff-papers/white-papers/unregistered-offering10-2015.pdf>>. Acesso em 29 out. 2016).

<sup>879</sup> Nesse sentido foi o *Communication from the Commission of 21 December 2007 to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds*: “*Venture capital has been identified as an important form of capital for SMEs which experience problems in accessing finance, in spite of their importance for continued economic growth. It presents considerable potential for the growth of innovative SMEs. Companies backed by venture capital tend towards considerable job creation and increased research and development. They contribute to economic growth and environmental sustainability, in the form of venture capital fund investments. However, venture capital markets are currently split along national lines throughout the European Union (EU), which adversely affects both fundraising and investment.*” (Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=URISERV%3A125099>>. Acesso em: 24 out. 2016).  
Cumpram ressaltar, ainda, os movimentos regulatórios existentes no âmbito da União Europeia em relação à regulamentação da atividade de administração profissional de recursos, inclusive no que diz respeito à gestão de veículos de *venture capital* e *private equity*, especialmente no contexto da *Directive 2011/61/EU – Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)*, que, após a crise financeira de 2008, instituiu um complexo sistema de supervisão em relação a gestores de determinados tipos de veículos de investimento coletivos, inclusive de *private equity* e *venture capital*. Nesse sentido, N. Maloney destaca: “*Private equity funds are subject to calibrated regulation in places across the AIFMD regime. But they are also subject to*

relação à estrutura jurídica dos veículos de investimento utilizados para tais operações, que varia de um país para outro.<sup>880</sup>

Nesse contexto, tais operações ocorrem, em alguns países, por meio de veículos semelhantes às *limited partnerships* – como é o caso do Reino Unido e da Alemanha<sup>881</sup> – ou por meio de veículos especiais – como é o caso da França e da Itália.<sup>882</sup> Ademais, buscou-se conferir tratamento mais brando a determinados veículos de *venture capital*, nos termos da *Regulation (EU) No. 345/2013*, com o objetivo de facilitar a captação de recursos junto a investidores residentes na União Europeia.<sup>883</sup>

Por lá, os veículos de *private equity* e *venture capital* podem também captar recursos por meio de ofertas públicas ou limitadas, de acordo com as previsões constantes da

---

*additional rules, primarily reflecting the European Parliament's hostility to the private equity industry, although private equity was addressed in the Commission's 2009 Proposal. The rules (Articles 26–30) apply to AIFMs managing one or more AIFs which acquire control (more than 50 per cent of the voting rights) of a non-listed company, and AIFMs co-operating with one or more other AIFMs on the basis of an agreement under which the AIFs managed by those AIFMs jointly acquire such control (Article 26(1) and (5)). Reflecting the current concern to promote SME investment across EU securities and markets regulation, the regime does not apply where the non-listed company is an SME. (...) As the AIFMD is primarily concerned with financial stability risk, its capturing of private equity funds was a source of significant controversy, and of trenchant opposition from the private equity and venture capital industry, from the outset.” (MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 3030-305).*

<sup>880</sup> Essa foi a conclusão do *Expert Group* formado pela Comissão Europeia para avaliar as barreiras existentes ao fomento de operações de *venture capital*, inclusive de natureza transfronteiriça, na União Europeia: “*Venture capital funds can be established under various legal regimes. Some Member States have widely used solutions for locally established funds, while others might not have any appropriate legal structure or are such structures only planned. In some Member States a limited partnership structure is the most used one, but alternative corporate or similar vehicles can also be available. It should be noted that there is no standard definition of “limited partnership”, neither a common understanding about its features. While governments are becoming aware of the need to stimulate venture capital, the danger is that attempts to improve supply result in even more complex legal and tax requirements and increased costs for funds. At present, a fund structure aimed at fundraising and investing in different EU countries requires establishment of additional intermediary or parallel vehicles, often involving off-shore entities, and consequently results in additional costs and complexities.*” (EUROPEAN COMMISSION. *Report of the Expert Group: Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds*. Enterprise and Industry Directorate-General, 2007, p. 15. Disponível em: <<http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/3338/attachments/1/translations/en/renditions/native>>. Acesso em: 24 out. 2016.)

<sup>881</sup> Cf. EUROPEAN COMMISSION. *Report of the Expert Group: Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds*. Op. cit., p. 15-16.

<sup>882</sup> Cf. EUROPEAN COMMISSION. *Report of the Expert Group: Removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds*. Op. cit., p. 16.

<sup>883</sup> A esse respeito, N. Maloney afirma: “*The venture capital segment in the EU has long been a source of policy concern, but it has recently received close attention as part of the crisis-era SME agenda. The venture capital segment is small and has contracted in the wake of the financial crisis. Venture capital funds are typically of a small size, certainly in relation to the related private equity sector generally, and economies of scale are limited. Funds seeking to expand their investor base cross-border face a series of restrictions. In response, the 2013 European Venture Capital Funds Regulation provides an ‘opt-in’ regime for AIFMs registered under the AIFMD. It makes available a marketing passport designed, like the AIFMD passport, for the pan-EU institutional market, and the designation ‘EuVECA’ for AIFs whose managers meet the requirements set out in the Directive (Article 1); (...)*” (MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 311).

#### 4.2.2.3 O regime brasileiro

No Brasil, o tema tem recebido grande atenção por parte do regulador do mercado de valores mobiliários – sensível à importância de uma indústria de *venture capital* e *private equity* sólida para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários – e passou por significativas evoluções, inclusive recentemente.<sup>885</sup>

Até meados da década de 1990, não existia, por aqui, um veículo específico para a estruturação de operações de *venture capital* ou *private equity*, nem tampouco uma forma societária que emulasse condições semelhantes às *limited partnership* norte-americanas, uma vez que, por aqui, a sociedade em comandita simples e a sociedade em comandita por ações – tipos societários que mais se assemelham àquelas – não se demonstraram aptas a exercer tal função.<sup>886</sup>

Dessa forma, tais operações eram, no Brasil, tradicionalmente estruturadas por meio de sociedades *holdings*, organizadas sob a forma de sociedade por ações ou sociedades

---

<sup>884</sup> Cf. *Directive* 2011/61/EU, *Whereas* (60).

<sup>885</sup> Especialmente com a edição da Instrução CVM nº 578/16, que trouxe um novo regramento para os fundos de investimento em participação, que constituem os principais veículos de investimento para operações de *venture capital* e *private equity* no Brasil.

<sup>886</sup> O regime aplicável a tais sociedades, de fato, apresentam alguns empecilhos relevantes à sua utilização como veículo para operações de *venture capital* e *private equity*, especialmente a obrigatoriedade de o sócio comanditado, a quem compete a gestão dos negócios sociais e sujeito a responsabilidade ilimitada, ser uma pessoa física (conforme artigo 1.045 do Código Civil, em relação às sociedades em comandita simples e artigo 282 da Lei nº 6.404/76, em relação às sociedades em comandita por ações). O Anteprojeto que originou a Lei nº 6.404/76, aliás, buscava introduzir inovação nessa seara, mas foi, nesse ponto, rejeitado na tramitação junto ao Congresso Nacional, conforme relatado por A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira afirmam: “*Os artigos 280 a 284 mantém, com pequenas alterações, o regime das sociedades em comandita por ações. A principal inovação constante do projeto de lei – o exercício dos cargos de diretores ou gerentes por pessoas jurídicas de responsabilidade limitada – foi rejeitada pelo Congresso Nacional.*” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (1997). *Op. cit.*, p. 314). Ademais, o regime específico das sociedade em comanditas por ações não traz vantagens efetivas em comparação à disciplina geral das sociedades por ações (da qual a comandita por ações é uma subcategoria), tornando seu uso não atrativo. Em crítica a manutenção desse regime especial na Lei nº 6.404/76, F. Martins afirma: “*No Brasil, tais sociedades tiveram algum sucesso logo que foram introduzidas mas, com o correr dos anos, a sua utilização tem diminuído grandemente. Nos dias atuais não existem, em todo o território nacional, mais do que dez sociedades em comandita por ações, todas elas na realidade antigas; dessas, nenhuma está sediada entre os Estados da Bahia e do Amazonas e Territórios, isto é, em muito mais da metade do território nacional. Por essas razões achamos que, não estando sendo utilizadas de modo a ajudarem ao desenvolvimento do comércio ou das atividades empresariais, apenas sendo mantidas, por tradição, as poucas existentes, melhor teria sido que o legislador, ao fazer uma alteração completa nas sociedades por ações, com a ressalva de permissão de funcionamento das ainda existentes. Note-se, ademais, que os princípios relativos às sociedades em comandita por ações, constantes da nova lei, se chocam, em varias passagens, com a orientação dada pela mesma lei às sociedades anônimas, a cujas disposições legais as primeiras recorrerão.*” (MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. v. 3. Rio de Janeiro: Forense, 1979, p. 507).

limitadas,<sup>887</sup> o que impunha limites tanto aos arranjos econômicos passíveis de construção entre seus sócios como ao processo de captação de recursos para tais atividades por meio do mercado de valores mobiliários, que, nesse caso, poderiam ser encabeçados apenas pelos veículos constituídos sob a forma de companhias abertas.

Com a estabilização econômica no início dos anos 1990, o Brasil passou a reunir condições atrativas ao desenvolvimento de tal indústria, passando a observar a realização de algumas operações importantes no setor, inclusive utilizando-se de veículos estrangeiros constituídos como *limited partnership*.<sup>888</sup>

A partir de então, a CVM tratou de estabelecer um arcabouço normativo que favorecesse tais operações, ocupando-se da criação de veículos de investimentos específicos para tanto, organizados sob a forma de fundos de investimento fechados.

Nesse contexto foi editada a Instrução CVM nº 209/1994, que disciplinou os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE, constituídos sobre a forma de condomínios fechados dedicados ao investimento em empresas emergentes – definidas como sociedades por ações, inclusive fechadas, com faturamento líquido anual de R\$30 milhões.<sup>889</sup>

Posteriormente, em 2003, a CVM editou a Instrução CVM nº 391/03, que disciplinou

---

<sup>887</sup> Sobre a evolução da indústria de *venture capital* e *private equity* do Brasil, C. A. Lobo e G. Potenza afirmam: “Conforme apontam pesquisadores do tema, as primeiras atividades da indústria de PE/VC no Brasil se deram em 1974, quando o BNDES criou três subsidiárias para financiar pequenas e médias empresas e, em especial, apoiar o desenvolvimento do setor industrial brasileiro (a Insumos Básicos S. A., Investimentos Brasileiros S. A. e Mecânica Brasileira S. A.). Em 1982, tais empresas fundiram-se e deram lugar ao BNDESPar, o qual, desde então, exerce papel significativo na indústria de PE/VC brasileira. Já a primeira firma de PE/VC brasileira foi fundada em 1976, a Brasilpar. Tal iniciativa teve apoio da então recém constituída Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e foi estruturada como uma holding. A Brasilpar investiu US\$ 4 milhões até 1980, quando foi objeto de reestruturações. No entanto, sabe-se que a década de 1980 e o início dos anos 1990 foram marcados pela inflação galopante e recessão econômica, o que tornava praticamente impossível que a indústria de PE/VC se proliferasse em tais condições. Assim, afirma-se que o grande ciclo de PE/VC no Brasil se iniciou após a estabilização monetária trazida à economia brasileira pelo Plano Real, em 1994.” (LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Peres. Op. cit., p. 270-271). Para abrangente análise da evolução dessa indústria nos Estados Unidos, Europa e Brasil, ver AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI); FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV). *2º Censo de Private Equity e Venture Capital*, 2011, p. 41-65. Disponível em: <[http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2014/11/Private\\_Equity\\_e\\_Venture\\_Censo-2o-Censo-Portugues.pdf](http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2014/11/Private_Equity_e_Venture_Censo-2o-Censo-Portugues.pdf)>. Acesso em: 25 out. 2016.

<sup>888</sup> A GP Investimentos foi a primeira entidade especializada em *venture capital* e *private equity* dedicada a levantar recursos para desenvolver um veículo destinado a realizar operações dessa natureza no Brasil, por meio da criação, em 1994, do GP Capital Partners, L.P., *limited partnership* constituída em *Cayman*, que levantou USD500 milhões para investimentos no Brasil. (Cf. *Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária de Certificados de Depósito de Ações Representativos de Ações Classe A de Emissão de GP Investments, Ltd.*, p. 152-153. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 25 out. 2016).

<sup>889</sup> Cf. artigo 1º, §1º da Instrução CVM nº 209/94. Posteriormente esse limite foi sucessivamente aumentado pra R\$60 milhões, R\$100 milhões e R\$150 milhões, respectivamente, pelas Instrução CVM nº 253/96; Instrução CVM nº 363/02 e Instrução CVM 470/09.



os Fundos de Investimento em Participação – FIP.

Tal norma passou a contemplar tratamento menos restritivo em relação às empresas objeto de investimento por tais veículos – sem fixar limites financeiros para tanto – mas mantendo a limitação ao investimento em sociedades constituídas como sociedades por ações.<sup>890</sup> Adicionalmente, a norma tratou de estabelecer determinadas obrigações no tocante à influência do FIP em relação à gestão das sociedades investidas,<sup>891</sup> bem como em relação a sua estrutura interna de organização, na hipótese de se tratar de companhia fechada.<sup>892</sup>

Ademais, a criação de veículos organizados sob a forma de fundos de investimento dedicados a investimentos de *venture capital* e *private equity* trouxe também importante eficiência fiscal para tais operações, uma vez que tais fundos gozam de tratamento tributário favorecido, instituindo-se, nesse aspecto, regime semelhante ao existente nos Estados Unidos, em relação às *limited partnerships*.<sup>893</sup>

Outra importante vantagem relativa à instituição dos FIP diz respeito à forma como tais veículos podem captar recursos – a serem, posteriormente, aplicados nas sociedades empresárias por eles investidas – por meio do mercado de valores mobiliários.

Isso porque as suas cotas podem ser objeto não apenas de ofertas públicas, mas também de ofertas restritas – dispensadas de registro perante a CVM – realizadas em respaldo da Instrução CVM nº 476/09.<sup>894</sup>

Não obstante a importância e o sucesso de tal regramento, verificável a partir da relevante utilização dos FIP como veículo para tais operações,<sup>895</sup> não se pode deixar de notar

---

<sup>890</sup> Cf. artigo 2º da Instrução CVM nº 391/02.

<sup>891</sup> Cf. artigo 2º, §1º da Instrução CVM nº 391/02.

<sup>892</sup> Cf. artigo 2º, §4º da Instrução CVM nº 391/02. Nesse sentido, acerca do conteúdo trazido pelo novo regramento, em comparação ao regime do FMIEE, T. M. Silva afirma: “A nova regra adequou-se melhor às necessidades do setor, dando maior flexibilidade aos fundos que desejam obter recursos de fundos de pensão, por exemplo, ou até mesmo, de pessoas físicas, para investimentos do tipo *private equity*. Ademais a Instrução 391 foi inovadora ao traçar um elenco de regras de boas práticas de governança corporativa que os fundos deveriam seguir.” (SILVA, Thiago Mascarenhas de Souza. Op. cit., p. 65).

<sup>893</sup> Cf. LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Peres. Op. cit., p. 291-292.

<sup>894</sup> Cf. artigo 1º, §1º, IV da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>895</sup> Após a edição da Instrução CVM nº 391/03, bem como da consolidação do tratamento fiscal diferenciado para tais veículos, nos termos da Lei nº 11.312/06, os FIP passaram a ser largamente utilizados, embora não tenham substituído por completo as estruturas anteriormente utilizadas, formatadas por meio de *limited partnerships* constituídas no exterior, conforme constatado no âmbito do relatório *A Indústria de Private Equity e Venture Capital 2º Censo Brasileiro*, elaborado pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial e pela Fundação Getúlio Vargas: “Antevendo a necessidade de um arcabouço regulatório e atendendo às demandas do mercado, a CVM trabalhou na criação das instruções que regulam os FMIEEs e FIPs. Por certo, um dos grandes motivadores implementar no Brasil estrutura semelhante que até então era feita no exterior. O que deu o grande impulso à criação de fato de estruturas locais no modelo CVM foi o benefício fiscal trazido pela Lei Nº 11.312/2006, observados os requisitos estabelecidos na lei. Somente depois de a lei ter sido sancionada é que as estruturas locais passaram a ser utilizadas em maior escala. Outro importante motivador foi o ajuntamento dos veículos CVM às necessidades e requisitos para investimento dos Fundos de Pensão.

que a Instrução CVM nº 391/03 contemplava certas limitações, com o condão de impactar a construção dos arranjos econômicos subjacentes a tais operações, tanto no bojo das relações que se conformam no âmbito do próprio veículo (entre investidores e entre estes e o respectivo gestor) quanto no âmbito das empresas investidas.

Tais limitações chamam ainda mais atenção quando confrontadas com o fato de que o investimento em FIP, nos termos da Instrução CVM nº 391/03, era restrito a investidores qualificados,<sup>896</sup> que, em função de sua *expertise*, estariam aptos a negociar autonomamente tais arranjos ou avaliar corretamente os riscos corridos – sopesados diante dos potenciais retornos – advindos de tais estruturas.

Sob a ótica da organização do próprio veículo, o regime da Instrução CVM nº 391/03 impunha especialmente restrições em relação à alocação de direitos políticos e econômicos entre os próprios cotistas, uma vez que previa a existência de direito de voto a todos os cotistas (contemplando, todavia, a possibilidade de criação de classes de cotas com direitos políticos especiais, conforme previsto no regulamento do FIP) e autorizava a instituição de direitos econômicos diversos apenas quanto à fixação das taxas pagas a título de remuneração do gestor do veículo, e não quanto à distribuição de seus resultados.<sup>897</sup>

Ademais, a norma trazia ainda um rol extenso de matérias de competência privativa da assembleia de cotistas,<sup>898</sup> prescrevendo, inclusive, em relação a algumas delas, quóruns qualificados de aprovação,<sup>899</sup> sem possibilidade de arranjos alternativos nessa seara.

Em relação à liberdade contratual no tocante aos arranjos econômicos atinentes à relação de investimento estabelecida pelo FIP – por meio de seu gestor – e as sociedades investidas, o regramento impunha também algumas amarras.

Em primeiro lugar, como dito, a Instrução CVM nº 391/03 previa a possibilidade de investimento apenas em sociedades empresárias organizadas sob a forma de sociedades por

---

*Investidores locais passaram efetivamente a realizar os investimentos por meio de FIPs, daí para frente. A contínua utilização dos FIPs como veículos dos investimentos não representou um completo abandono do modelo anteriormente citado. Muitas organizações gestoras ainda utilizam o modelo do primeiro ciclo, com estrutura sediada no exterior, compromissos de aportar capital e relacionamento entre o general partner e os limited partners regidos pelo partnership agreement. O modelo é utilizado, principalmente, para acomodar investidores estrangeiros que ainda preferem a segurança e o modelo tributário de jurisdições a que eles e seus limited partners estejam acostumados, sendo o FIP utilizado nesses casos como veículo para o investimento local.”* (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI); FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV). Op. cit., p. 86).

<sup>896</sup> Cf. artigo 5º da Instrução CVM nº 391/03.

<sup>897</sup> Cf. artigo 19 da Instrução CVM nº 391/03.

<sup>898</sup> Cf. artigo 15 da Instrução CVM nº 391/03.

<sup>899</sup> Cf. artigo 15, §§2º e 3º da Instrução CVM nº 391/03.

ações,<sup>900</sup> da mesma forma como previsto pela Instrução CVM nº 209/94.

Tal restrição operava uma significativa discriminação em relação ao perfil de sociedades aptas a se beneficiar de recursos oriundos de tais veículos para a formação de seu capital, haja vista a complexidade que envolve a adoção dessa forma societária, especialmente por parte de empresas nascentes ou iniciantes, alvos principais das operações de *venture capital*.<sup>901</sup>

Para além de restringir o investimento dos FIP em sociedades limitadas, a Instrução CVM nº 391/03 tratava, também, de prescrever uma série de exigências em relação às empresas investidas, quando se tratam de companhias fechadas, inclusive: (i) proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência de valores mobiliários dessa natureza em circulação; (ii) obrigatoriedade de conselho de administração, com mandato unificado de um ano; (iii) divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de ações; (iv) previsão obrigatória de arbitragem como mecanismos de resolução de conflitos societários; (v) obrigatoriedade de adesão a segmento especial de listagem na hipótese de abertura de capital; e (vi) auditoria anual das demonstrações financeiras por auditores independentes.<sup>902</sup>

O regramento subestimava, de certa forma, a capacidade dos gestores especializados fixarem os mecanismos e arranjos organizacionais junto à sociedade investida que melhor atendem aos respectivos investidores (qualificados, repita-se), restringindo a autonomia privada.

Posteriormente, como forma alternativa de prover recursos originados do mercado de valores mobiliários a esse perfil a empresas de menor porte, a CVM estabeleceu, por meio da Instrução CVM nº 549/14<sup>903</sup>, uma modalidade especial de fundo de ações, excepcionalmente autorizado a investir parte de seu patrimônio em companhias fechadas (sob a denominação Fundo de Ações – Mercado de Acesso). Tal regramento, todavia,

---

<sup>900</sup> Cf. artigo 2º da Instrução CVM nº 391/03.

<sup>901</sup> A esse respeito, M. Veiga e E. Oioli, avaliando tal restrição nos termos da Instrução CVM nº 209/94, afirmam: “*A utilização da forma societária de companhia no lugar de limitada supostamente permitirá que se atraiam mais investidores, já que as regras de governança corporativa da sociedade por ações são mais claras e delineadas. Mas não se pode esquecer que o que importante para as ‘start-ups’ é muito menos ter rebuscada governança do que estrutura flexível que permita aos empreendedores tomar rápidas decisões para eficientemente adaptarem-se às demandas do mercado.*” (VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. Op. cit., p. 644-645).

<sup>902</sup> Cf. artigo 2º, §4º da Instrução CVM nº 391/03.

<sup>903</sup> Tal regramento alterou parte das disposições atinentes aos fundos de ações previstas na Instrução CVM nº 409/04, à época vigente. Após a substituição de tal normativa pela Instrução CVM nº 555/14, esse regramento foi incorporado ao texto da nova norma.

estabelece as mesmas restrições acima apontadas em relação às companhias investidas, exigindo, adicionalmente, que o respectivo estatuto contenha disposição conferindo tratamento igualitário a todos os acionistas no caso de alienação de controle.<sup>904</sup>

Recentemente, o regramento dos FIP foi amplamente reformado, com o intuito de aprimorar seu regime e, especialmente, otimizar sua efetividade no que diz respeito ao provimento de capital para sociedades empresárias em estágios iniciais e intermediários de desenvolvimento.

Tal reforma se deu por meio da edição da Instrução CVM nº 578/16, que, ao revogar a Instrução CVM nº 209/94 e a Instrução CVM nº 391/03, modernizou o tratamento da matéria e ampliou, de maneira positiva, o rol das sociedades aptas a receber recursos oriundos de tais veículos e dos ativos elegíveis a investimento por tais fundos.

Além de consolidar o tratamento de tais veículos em uma única norma,<sup>905</sup> a Instrução CVM nº 578/16 trouxe importantes inovações em relação ao regramento aplicável aos FIP.

No que diz respeito à possibilidade de construção de arranjos econômicos diferenciados no âmbito do próprio veículo, a norma avançou ao prever a possibilidade de estabelecer, no âmbito do regulamento de quaisquer FIP, classes de cotas com direitos com direitos econômicos distintos, não só em função do pagamento da remuneração devida ao gestor – como já ocorria nos termos da Instrução CVM nº 391/03 – mas também em relação à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos, de amortização ou do saldo de liquidação do fundo,<sup>906</sup> possibilitando a construção de arranjos mais customizados quanto à destinação dos resultados econômicos do FIP entre seus cotistas. E, na hipótese de se tratar de fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais, é possível ainda estabelecer classes com quaisquer direitos econômicos diferenciados.<sup>907</sup>

No que diz respeito aos direitos políticos e à alocação de competências à assembleia de cotistas – e seus quóruns de aprovação –, todavia, a nova norma não inovou em relação

---

<sup>904</sup> Cf. artigo 115, §6º da Instrução CVM nº 555/14.

<sup>905</sup> Além do regramento aplicável aos FMIEE, nos termos da Instrução CVM nº 209/94 e ao FIP, nos termos da Instrução CVM nº 391/03, a CVM editou, ao longo do tempo, normas específicas para regulamentar outras categorias de FIP, inclusive em função de leis esparsas editadas sobre a matéria. Nesse sentido, a CVM editou a Instrução CVM nº 406/04, que instituiu regramento especial para os Fundos de Investimento em Participações que obtenham apoio financeiro de organismos de fomento e a Instrução CVM nº 460/07, contendo regramento específico para Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura – FIP-IE e Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação – FIPPD, criados pela Lei nº 11.478/07 e pela Lei nº 12.431/11, respectivamente. A Instrução CVM nº 578/16 tratou, portanto, de consolidar todos esses regimes em uma única norma.

<sup>906</sup> Cf. artigo 19, §2º da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>907</sup> Cf. artigo 19, §3º da Instrução CVM nº 578/16.

ao regime anterior<sup>908</sup>, persistindo a inflexibilidade nessa seara.

Inicialmente, cumpre destacar que a norma institui diferentes categorias de FIP,<sup>909</sup> a saber: (i) FIP Capital Semente, autorizado a investir em companhias (fechadas ou abertas) ou em sociedades limitadas, desde que com receita bruta anual de até R\$16 milhões de reais e que não sejam controladas por sociedade ou grupo de sociedades que represente ativo superior a R\$80 milhões ou receita bruta anual superior a R\$100 milhões;<sup>910</sup> (ii) FIP Empresas Emergentes, autorizado a investir em companhias (fechadas ou abertas), desde que com receita bruta anual de até R\$ 300 milhões de reais e que não sejam controladas por sociedade ou grupo de sociedades que represente ativo superior a R\$240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$300 milhões;<sup>911</sup> (iii) FIP Infraestrutura e FIP Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação, autorizados a investir em companhias (fechadas ou abertas) que desenvolvam, respectivamente, novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional, nos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal;<sup>912</sup> e (iv) FIP Multiestratégia, categoria residual, autorizado a investir em diferentes tipos de sociedades e de diversos portes.<sup>913</sup>

A nova norma corrige, portanto, importante lacuna em relação à possibilidade de investimento por FIP em empresas nascentes e iniciantes, ao instituir o FIP Capital Semente, autorizado tal veículo a investir em cotas de sociedades limitadas (assim como o FIP Multiestratégia),<sup>914</sup> além de autorizar expressamente o FIP e realizar investimentos por meio de debêntures simples,<sup>915</sup> bem como a efetivar investimento em sociedades no exterior, com perfil semelhante ao das sociedades que são objeto de tais veículos no Brasil.<sup>916</sup>

Não obstante tal evolução, o regramento instituído ainda apresenta algumas limitações dignas de atenção, uma vez que autoriza o investimento em empresas organizadas sob a forma de sociedade limitada apenas enquanto mantiverem receita bruta anual inferior a R\$16 milhões e, caso tal limite seja superado, a sociedade investida deverá

---

<sup>908</sup> Cf. artigo 24 e artigo 29 da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>909</sup> Cf. artigo 14 da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>910</sup> Cf. artigo 15 da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>911</sup> Cf. artigo 16 da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>912</sup> Cf. artigo 17 da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>913</sup> Cf. artigo 18 da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>914</sup> Cf. artigo 18, §1º da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>915</sup> Cf. artigo 5º da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>916</sup> Cf. artigo 12 da Instrução CVM nº 578/16.

obrigatoriamente, em prazo de até dois anos, passar a cumprir os critérios de elegibilidade aplicáveis aos investimentos feitos por FIP Empresas Emergentes – o que inclui sua mandatória conversão em uma sociedade por ações – enquanto tal faturamento for inferior a R\$300 milhões – e os critérios aplicáveis aos investimentos feitos por FIP em companhias – o que inclui a observância daquelas exigências já contempladas sob o regime da Instrução CVM nº 391/003 – caso supere tal limite.<sup>917</sup>

Novamente, aqui, ignorar-se a possibilidade de simplesmente não ser do interesse do gestor do FIP, de seus cotistas – necessariamente investidores qualificados – e da própria empresa a promoção da conversão do tipo societário da sociedade investida, em vista dos custos, diretos ou indiretos, decorrentes, tornando tal conversão mandatória, uma vez que atingidos os critérios ali prescritos.

Ademais, conforme mencionado, a norma manteve a imposição de determinadas exigências organizativas – como, por exemplo, a obrigatoriedade de adoção da estrutural dual de administração – e informacionais às sociedades investidas, da mesma forma como previsto na Instrução CVM nº 391/03.<sup>918</sup>

Tal obrigação é dispensada por inteiro apenas para as sociedades limitadas elegíveis ao investimento por FIP<sup>919</sup> e, parcialmente, para as sociedades investidas por FIP – Empresas Emergentes, também sujeitas a critérios financeiros de faturamento.<sup>920</sup>

É inegável a evolução da matéria, que certamente amplia esse fundamental mecanismos de formação privada de capital pelas sociedades empresárias por meio de recursos provenientes do mercado de valores mobiliários. Todavia, percebe-se, ainda, resistência quanto à concessão de maior autonomia privada aos agentes envolvidos em tais operações no que diz respeito à estruturação dos arranjos que se formam no âmbito do próprio veículo e entre estes e as sociedades por eles investidas, o que pode, no limite, impactar ou inviabilizar determinados tipos de operações.

#### 4.3 MECANISMOS PARA FORMAÇÃO SEMIPÚBLICA DE CAPITAL

Conforme mencionado anteriormente, a espinha dorsal da regulação do mercado de valores mobiliários se formou, especialmente, a partir da adoção do *Companies Act* de 1844 no Reino Unido e do *Securities Act* de 1933 nos Estados Unidos, em torno do regramento

---

<sup>917</sup> Cf. artigo 15, §1º da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>918</sup> Cf. artigo 8º da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>919</sup> Cf. artigo 15, II da Instrução CVM nº 578/16.

<sup>920</sup> Cf. artigo 16, II da Instrução CVM nº 578/16.

aplicável às transações que envolviam processos de captação de recursos junto ao público, mediante amplo apelo à poupança popular, por meio da imposição de rigorosas obrigações e procedimentos aos respectivos ofertantes – tradicionalmente os próprios emissores, no contexto das chamadas operações primárias – e aos intermediários que participam de tal processo.

Tal regramento se complementa, ainda, com a imposição de determinadas obrigações a partir do momento subsequente a tais operações, como condição para se permitir que os valores mobiliários ofertados sejam livremente transacionados em mercados secundários, especialmente em bolsas de valores, na forma como, por exemplo, estabelecido nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934, nos Estados Unidos.

Todavia, o complexo aparato regulatório aplicável e as rigorosas exigências dele decorrentes, que impõe diversos pré-requisitos e obrigações a serem observados antes, durante e após tais operações, não obstante justificáveis, impõem importantes custos, diretos e indiretos, que podem, evidentemente, impactar ou obstar o processo de capitalização da empresa por meio do mercado de valores mobiliários

A regulação do mercado de valores mobiliários, há longa data, não ignora tal circunstância, buscando promover certo equilíbrio em relação à imposição de tais requisitos, em consideração, de um lado, às finalidades públicas a eles subjacentes e à tutela que por meio deles se busca conceder, e, de outro, aos custos que deles podem emergir e a sua efetiva plausibilidade no caso concreto, diante das características particulares de cada tipo de transação.<sup>921</sup>

Nesse contexto, se desenvolveram, ao longo do tempo, determinados regimes especiais para a realização de determinadas transações envolvendo a oferta de valores mobiliários que, não obstante, se configurem como captação de poupança, não são inteiramente tratadas como ofertas públicas, em função das particularidades que as revestem, no tocante, por exemplo, ao grau do intensidade do esforço de venda empregado, à quantidade e perfil dos seus destinatários, ao volume financeiro envolvido ou ao porte ou estágio evolutivo do respectivo emissor.

---

<sup>921</sup> Cf. CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 550. A esse respeito, no contexto do mercado de valores mobiliários norte-americano, A. Palmiter afirma: “*Registering a securities offering under the Securities Act of 1933 is intrusive, expensive, and perilous. The costs of disclosure, underwriting, and potential liability in a registered public offering often outweigh the benefits of new capital. In recognition of this, the Securities Act exempts from registration those offers and sales (that is, transactions) for which full blown registration may be unduly costly given investor sophistication, state securities regulation, or the issuer’s small capital needs.*” (PALMITER, Alan. Op. cit., p. 199).

Fala-se, portanto, de ofertas limitadas, restritas, isentas ou dispensadas de registro perante o regulador, que serão referidas, para os efeitos do presente trabalho, conforme mencionado, como mecanismos de formação semipública de capital, uma vez que, não obstante não configurem ofertas públicas típicas para os efeitos da regulamentação, tampouco podem ser qualificadas como operações puramente privadas, em função da maneira como são estruturadas.<sup>922</sup>

Um arcabouço regulatório destinado a favorecer operações dotadas dessa natureza híbrida é fundamental para propiciar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários por parte de sociedades empresárias em busca de recursos para o financiamento de suas atividades, sem a imposição de ônus injustificados.<sup>923</sup>

Embora tais mecanismos sejam de utilidade para quaisquer tipos de sociedades empresárias, sua atratividade é ainda maior para aquelas em estágios iniciais ou intermediários de desenvolvimento (como é o caso das empresas nascentes, iniciantes ou emergentes), sob as quais os custos, diretos e indiretos, relacionados aos processos inerentes a uma oferta pública de valores mobiliários recaem de maneira mais incisiva (e, em certas situações, proibitiva).<sup>924</sup>

Como já dito, um mercado primário de valores mobiliários que busca efetivamente desempenhar sua função alocativa em determinada economia não pode se limitar a propiciar apenas a capitalização das sociedades empresárias que atingiram estágios avançados de desenvolvimento e, portanto, conseguem arcar com todo o ônus que decorre da realização de uma oferta pública de distribuição de suas ações e de sua organização como companhias abertas, devendo, também, viabilizar o crescimento e o desenvolvimento daquelas que ainda não se encontram nesse estágio, de modo a permitir que, no futuro, possam efetivamente

---

<sup>922</sup> Não obstante a dificuldade prática que se impõem para realizar tal distinção, conforme será abordado no item 4.3.2.

<sup>923</sup> Acerca da relevância de tais instrumentos para a promoção da formação de capital por parte de empresas pequenas e médias, já se pronunciou o *The Growth and Emerging Markets Committee* da *International Organizations of Securities Commissions – IOSCO*: “*Private placements (without a prospectus or modified prospectus or offering document) could be used for prescribed categories of private investors as an alternative way for SMEs to access financing from capital markets. SMEs that prefer to stay private with no intention or desire to ever become public entities, given the costs, time, and disclosure requirements associated with a public offering, should be able to benefit from obtaining funds through the capital markets. This can be achieved by increasing available issuance options such as private placements and hybrid offer regimes. These options are crucial in terms of increasing the flexibility of the primary market’s regulatory framework and can also play a role in attracting and facilitating.*” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (2015). Op. cit., p. 71-72).

<sup>924</sup> Cf. STEINBERG, Marc I. Op. cit., p. 97.



engajar-se em operações dessa natureza.<sup>925</sup>

E, para tanto, é essencial que o arcabouço legal e regulatório seja devidamente balanceado de modo a prover as sociedades empresárias desses mecanismos de capitalização semipública, implementados por meio de regimes regulatórios especiais.<sup>926</sup>

#### 4.3.1 *Pressupostos regulatórios*

A criação de regimes especiais e, sobretudo, menos onerosos para a realização de determinadas ofertas de valores mobiliários está comumente associada à valorização da função alocativa do mercado de valores mobiliários e ao fomento de sua utilização para a formação de capital por parte das sociedades empresárias.

Trata-se, ademais, do campo em que se opera o maior grau de tensão entre os tradicionais mandatos regulatórios do mercado de valores mobiliários: a formação de capital e a proteção dos investidores.<sup>927</sup>

Isso se deve porque, conforme já mencionado, a estratégia regulatória dominante nesta seara é justamente a flexibilização de parte substancial das exigências que costumam permear as operações de captação pública da poupança – inclusive no tocante ao regime informacional obrigatório – reconhecendo que os custos diretos e indiretos decorrentes não se justificam em determinadas situações, o que pode ser entendido, em algumas circunstâncias, como redução ao nível de proteção conferida aos investidores que participam

---

<sup>925</sup> A esse respeito, F. Friedman e C. Grose afirmam: “Historically, private markets emerged before public markets in developed economies. Indeed, a private placement market can serve as a filter for the public market. A private placement market allows riskier and newer companies to find financing outside of the public market which may have a base of inexperienced retail investors and is therefore better adapted to products with a safer profile. Private placements are well suited for companies seeking to bridge the financing gap between family and friends on the one hand, and the public markets on the other.” (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 24).

<sup>926</sup> Sobre a importância de tal arcabouço, no contexto de políticas regulatórias voltadas ao fomento do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, F. Friedman e C. Grose afirmam: “A clear legal and regulatory foundation is necessary to inspire confidence and attract issuers and investors. Absent certainty, the market will be confused and will not take advantage of the exemption. Without completeness, the exemption will not be sufficiently distinct from a public offering to accomplish the goal of bringing new issuers who may have difficulty with the hurdles of a public offering into the market.” (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 24).

<sup>927</sup> Acerca de tal tensão e dos dilemas decorrentes impostos aos responsáveis pela regulação do mercado de valores mobiliários, D. Langevoort e R. Thompson, analisando o debate que se apresentou no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano no contexto da edição do *JOBS Act*, em 2012, afirmam: “Securities regulation is under extraordinary stress today. Part of the stress is political, as we debate the right balance among investor protection, the public’s interest in a safe and stable financial system, and the needs of private enterprise for access to capital, as well as the capacity of a government agency like the Securities and Exchange Commission (SEC) to carry out its sensitive mission in a complex economy. Much is asked of regulators, but regulatory budgets and resources are severely crimped. How much securities regulation we want and how much we are willing or able to pay for have become disconnected and heavily partisan.” (LANGEVOORT, Donald C; THOMPSON, Robert B. (2012), Op. cit., p. 337-338).

de tais transações,<sup>928</sup> que, nesse caso, ficarão dependentes exclusivamente das iniciativas compensatórias e punitivas diante de operações abusivas, justamente em função da menor incidência daquelas regras de natureza preventiva ou profilática que tradicionalmente regem o processo de captação pública de recursos.

No contexto de tais operações, é comum o estabelecimento de regimes mais flexíveis para a captação de recursos – que podem ter intensidade variada, incluindo desde uma isenção completa do regime tradicionalmente imposto a essas transações (inclusive mediante a dispensa de seu registro perante o regulador e do cumprimento das obrigações informacionais tipicamente exigidas) ou a modulação de seu procedimento e de seus requisitos – em consideração a alguns elementos ou contrapartidas, contemplados em conjunto ou isoladamente, relativos à transação em questão (por exemplo, em função da dispersão e *expertise* do público alvo da oferta, do volume financeiro envolvido ou do estágio de desenvolvimento e porte do emissor).<sup>929</sup>

Esses regimes especiais, que se fazem presentes, com nuances distintas, em praticamente todos os mercados de valores mobiliários ao redor do mundo, estão em constante evolução e aprimoramento, inclusive no contexto de políticas regulatórias deliberadamente voltadas a promover a utilização desse mercado para a formação de capital, inclusive por sociedades empresárias de menor porte.

E não obstante tais regimes tenham se desenvolvido, em um primeiro momento, a partir do estabelecimento de uma pretensa linha divisória entre as transações que, em função de suas características, deveriam ser consideradas como ofertas privadas (não sujeitas, portanto, aos regimes regulatórios aplicáveis às ofertas públicas), evoluíram em direção de

---

<sup>928</sup> Nesse sentido, D. Langevoort e R. Thompson, afirmam: “*The attention that Congress and the SEC have now given to these subjects evidences a strong political dimension to finding the right balance between investor protection and capital formation. Securities regulation has long balanced these two goals, though rarely with much candor as to the trade-offs. Sometimes these interests coincide—by most accounts, there is a baseline of regulation that efficiently lowers the cost of capital, benefiting both—but other times not. We have no problem with making these trade-offs more candid, which takes us to the task of identifying the costs and benefits associated with securities regulation. As we explore the terrain along the public–private border, we will give considerable attention to the difficulties of doing a cost–benefit analysis, which arise generally because there are so many externalities associated with regulation—positive and negative—and so many contingencies.*” (LANGEVOORT, Donald C; THOMPSON, Robert B. (2012), Op. cit., p. 340).

<sup>929</sup> A esse respeito, F. Friedman e C. Grose afirmam: “*The rationale for this exemption is that the offering is being made to a limited audience and, therefore, the protections of the full panoply of securities laws are not necessary. The scope of that exemption, however, can vary, depending on the composition of the country's market. For example, an exemption may be created for offerings to a limited number of investors, or to investors who are deemed to be "sophisticated" and able to look out for themselves without the protection of the securities laws. These "sophisticated" investors are typically denoted as individuals with high net worth or as institutional investors of a certain type or size. Alternatively, an exemption may be created based on the size of the offering.*” (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 23).

abordagens mais pragmáticas e funcionais, em que sua aplicação está adstrita à observância de determinadas condições e requisitos impostos pelo regulador ou a determinados critérios específicos de enquadramento (no contexto, por exemplo, daquilo que se convencionou chamar de *safe-harbors*, no âmbito do mercado norte-americano), sem que seja necessário adentrar, para efeitos dessa definição, no pantanoso campo da distinção entre ofertas de natureza pública ou privada.<sup>930</sup>

Trata-se, em verdade, de esclarecer, da maneira mais objetiva possível, o que não é uma oferta pública de valores mobiliários para os efeitos da aplicação do regime regulatório tipicamente a elas aplicável, e nada além disso. Até porque, como será visto adiante, algumas das transações que se beneficiam desses regimes especiais muitas vezes não estão sujeitas a limitações quanto ao perfil ou quantidade de investidores ofertados, mas mesmo assim se beneficiam de regimes especiais, o que evidencia que a tentativa de operar uma distinção estanque entre ofertas públicas e privadas acaba por não ter grande utilidade prática.

Nesse contexto, os pressupostos utilizados como justificativa para a instituição desses regimes especiais são diversos.

Uma das estratégias regulatórias utilizadas diz respeito à imposição de limitações qualitativas quando ao público-alvo da oferta, operando a dispensa ou flexibilização dos requisitos tradicionalmente impostos às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nas hipóteses em que o processo de captação envolve apenas investidores que, em virtude de sua especialização ou relação prévia com a sociedade empresária, não

---

<sup>930</sup> Sobre tal abordagem, no contexto do mercado norte-americano, R. Clark afirma: “*But what is a ‘public’ and what is a ‘private’ offering? Obviously, when a large corporation hires a major investment banking firm to sell millions of shares to the general public and the shares are then to be traded on a stock exchange, the offering is a public one. Equally obviously, a single individual who incorporates her business and takes all of its stocks is not engaged in a public offering. Intermediate cases are often governed by case law and Regulation D, (...).*” (CLARK, Robert (1986). Op. cit., p. 727). A esse respeito, em referência à disciplina europeia, A. Pietrancosta afirma: “*Certain exclusions from the obligation to establish a prospectus hold an undeniable definitional component. A careful reading of the pertinent provisions allows one to move closer to the critical contours of a concept that cannot be reduced to an anonymous crowd of investors, representing only an extreme, and, easy, case. This reading reveals that the limits of the ‘public’ are met well before reaching the anonymous crowd, at a stage determined by both quantitative and qualitative terms.*” (PIENTRANCOSTA. Alain. “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”. In: FERRARINI, Guido; WYMEERSCH, Eddy. *Investor Protection in Europe – Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 354). Todavia, em crítica a essa abordagem mais pragmática, alertando para a conveniência de se aplicá-la conjuntamente com a definição das transações que constituem, por suas características, ofertas privadas, A. Pietrancosta afirma: “*Therefore, between the positive definition of public offer and the list of transactions that are not considered public offers, there seems to be a missing link, which, if present, would give the entire regime true coherence. This link is obviously a general definition of the private offer, which should itself take into consideration any link between the offeror and the offerees that presumably allows them access to the type of information contained in a prospectus and consequently rendering the prospectus requirement superfluous.*” (PIENTRANCOSTA. Alain. Op. cit., p. 362).

necessitam de maiores tutelas, operando-se, para esse efeito, uma presunção de que conseguiriam, autonomamente, obter o mesmo grau de proteção que derivaria daqueles requisitos dispensados.<sup>931</sup>

Outra estratégia comumente utilizada diz respeito à imposição de limitações quantitativas, por meio da qual se opera a aplicação de um regime regulatório especial para determinadas transações quando o processo de captação envolve um número limitado de investidores ou um montante financeiro reduzido.<sup>932</sup> Nesse caso, o pressuposto que fundamenta o regime especial é que a natureza limitada da operação faz com que os custos diretos e indiretos advindos da aplicação do regime das ofertas públicas não se justifica diante dos benefícios que deles decorreriam.

Outra alternativa é justificar o tratamento diferenciado exclusivamente em função de características do emissor, como ocorre em relação a empresas de menor porte, inclusive sem a imposição de limitações de ordem qualitativa ou quantitativa, reconhecendo-se que a aplicação do regime típico das ofertas públicas pode, nesse caso, dificultar ou impedir a utilização do mercado de valores mobiliários por essas empresas.<sup>933</sup> E, nesse contexto, a instituição de tal tipo de regime especial se reveste de alguns desafios ainda maiores.

---

<sup>931</sup> Cf. PIENSTRANCOSTA. Alain. Op. cit., p. 354.

<sup>932</sup> Ibidem.

<sup>933</sup> Nesse sentido, F. Friedman e C. Grose afirmam: “*The high cost of external finance, high costs of making an initial public offering (underwriting fees, accounting and legal fees, brokerage charges, printing and advertising costs, and listing fees) and the expense of meeting ongoing governance requirements for public companies (financial and significant event disclosures, internal financial controls, composition and functioning of the board) can provide strong disincentives for a private sector company to list. Costs and expenses of this nature can be prohibitive for smaller enterprises relative to their size. Other obstacles include lack of understanding by entrepreneurs of the availability of the primary market for accessing finance, the potential for the founder to lose absolute control over the company and concerns over greater transparency.*” (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 13-14). Sobre as estratégias regulatórias recorrentemente utilizadas nessa seara, manifestou-se o *The Growth and Emerging Markets Committee da International Organizations of Securities Commissions – IOSCO*: “*Almost all jurisdictions have introduced proportionate regulation aimed at alleviating the burden of selective regulatory compliance that may affect SMEs. This calls for eliminating certain disclosure obligations of less significance to investors, and replacing them with supplemental disclosure that regulators consider more relevant to investors. Relaxing disclosure obligations will further assist SMEs, many of which lack sufficient financial resources and expertise to fully comply with the details of underlying securities law requirements. This regulation will also make available key information, helping facilitate informed decision making by investors. Importantly, disclosure requirements will be tailored to SME issuers, without compromising the public interest and investor protection objectives. The regulations also are designed to give SME management more time to focus on the growth of their business by reducing the time it spends on complying with disclosure requirements. In a number of jurisdictions, the regulatory regime concentrates primarily on the differentiated prospectus and listing requirements for SMEs and on the IPO processes for large scale issuers. Generally, SMEs are entitled to publish a shorter and simplified prospectus or informative document, subject to less onerous information requirements than those for larger issuers in public offerings. In certain instances, SME issuers are exempted from prospectus requirements when the amount issued within a given period is below a certain threshold. In some jurisdictions these documents are approved by the exchange where the securities are traded and not by the competent authority.*” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (2015). Op. cit., p. 42-43).

Como já dito anteriormente, inegável que, se por um lado a incidência de obrigações desproporcionais pode impactar negativamente o potencial de utilização do mercado de valores mobiliários por determinadas empresas, um relaxamento excessivo das regras a esse respeito pode colocar em risco a adequada tutela dos investidores, igualmente essencial ao desenvolvimento de tal mercado.

Todavia, no contexto dessas operações, que não obstante sejam direcionadas ao público em geral, não estão sujeitas ao regramento típico aplicável às ofertas públicas – cujo principal exemplo recente são as ofertas de *investment-based crowdfunding*, que serão a seguir exploradas – o atingimento de tal equilíbrio é ainda mais delicado. Nessas situações, as contrapartidas instituídas costumam estar associadas às mencionadas limitações impostas quanto ao volume financeiro da oferta ou do investimento individualmente realizado por cada investidor.

Em linhas gerais, os regimes especiais existentes para a realização de tais transações existentes no Brasil e em outras jurisdições, como será adiante explorado, adotam, em maior ou menor medida, tais pressupostos em seu delineamento.

Ademais, alguns desses regimes especiais costumam embutir uma outra importante contrapartida: a imposição de algum grau de restrição à negociação em mercados secundários dos valores mobiliários ofertados por meio desses mecanismos. Tal tipo de restrição está associado, normalmente, às transações em que há limitações, qualitativas ou quantitativas, em relação ao público-alvo da oferta.

Isso porque a possibilidade de livre negociação de tais valores mobiliários em mercado secundário poderia frustrar por completo as restrições (qualitativas e quantitativas) impostas quando da realização da operação em mercado primário, inclusive em consideração ao fato de que o respectivo emissor, *a priori*, pode não estar sujeito a um amplo regime informacional subsequente, o que, a princípio, impacta a negociabilidade de tais valores mobiliários em mercados secundários.

Todavia, conforme será detalhado adiante, também nessa seara os regimes regulatórios têm evoluindo de modo a permitir que tais valores mobiliários possam também dispor de alguns mecanismos de liquidez em mercados secundários – o que é, como já mencionado, essencial para a atratividade da transação realizada no mercado primário –, desde que tal negociação ocorra entre investidores que, em tese, seriam dotados de qualificação suficiente para participar de tais ofertas, e observado, em alguns casos, um

período inicial de vedação à transferência de tais valores mobiliários.<sup>934</sup>

Ademais, também como já mencionado, para além de evitar uma série de custos diretos advindos de um processo tradicional de oferta pública de valores mobiliários, esses regimes especiais muitas vezes operam em um perímetro regulatório que não atrai a disciplina societária e regulatória tipicamente aplicável às companhias abertas, evitando, assim, a incidência de uma série de outros custos, diretos e indiretos.<sup>935</sup>

Cumprido, portanto, analisar como tais regimes se desenvolveram ao redor do mesmo e como se apresentam no âmbito do arcabouço regulatório brasileiro.

#### 4.3.2 *Ofertas privadas, semipúblicas e públicas*

O desenvolvimento desses regimes especiais, que conformam os mecanismos de formação semipública de formação de capital, ocorreu, em um primeiro momento, em torno da caracterização de determinadas transações que envolvem a venda de valores mobiliários como ofertas de natureza privada, não sujeitas, portanto, aos requisitos regulatórios aplicáveis aos processos de captação pública de recursos por meio do mercado de valores mobiliários.

Parece altamente intuitivo assumir que as transações de natureza puramente privadas, ocorridas diretamente entre o ofertante de valores mobiliários e um ou mais poucos investidores, sem a utilização de qualquer emprego de meios ostensivos de divulgação de tal operação, e que não contemplam a possibilidade de criação de um mercado secundário para ampla negociação de tais títulos não deveriam inspirar menos preocupações por parte do

---

<sup>934</sup> A esse respeito, em breve síntese acerca da solução adotada no âmbito do mercado norte-americano, F. Friedman e C. Grose afirmam: “*The attractiveness of the private placement can be enhanced if there is a regulated OTC market on which the private placement shares can be traded after an initial "restricted" period. In the United States, for example, the attractiveness of private placements was increased when the SEC created Rule 144A, a form of private placement to qualified institutional investors in which shares could subsequently be traded among other Rule 144A qualified institutional investors.*” (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 27).

<sup>935</sup> A esse respeito, no âmbito do mercado norte-americano, avaliando o regime constante da *Regulation D*, S. Choi e A. Pritchard afirmam: “*A key advantage for private companies that sell securities in a Regulation D private placement is that the sale does not necessarily trigger public company status. If the Regulation D offering results in an increase in the total assets of the private company and the number of shareholders sufficient to cross the public company thresholds contained in § 12(g) of the Exchange Act then the private company must register as a public company. So long as the issuer remains below the § 12(g) numerical threshold, however, Regulation D allows a private company to raise capital without triggering the burdens of public company status. Those requirements include the periodic disclosure requirements we covered in Chapter 4, such as the annual Form 10-K and quarterly Form 10-Q filing requirements.*” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 596).

Estado, no que diz respeito à tutela de tais investidores.<sup>936</sup> Dessa forma, transações dessa natureza são tradicionalmente dispensadas do cumprimento de quaisquer exigências regulatórias específicas.<sup>937</sup>

Todavia, embora a distinção entre uma oferta privada e uma oferta pública seja tarefa aparentemente simples quando consideradas em seus extremos – de um lado, uma operação envolvendo grande volume financeiro, intermediários especializados, amplo esforço de venda junto a investidores dos mais variados perfis e listagem da companhia envolvida em grandes bolsas de valores e, de outro, uma operação de subscrição de valores mobiliários envolvendo companhia e um ou poucos investidores, realizadas a portas fechadas nos escritórios de seus assessores jurídicos ou financeiros –, entre um e outro polo existe uma enorme zona cinzenta, muitas vezes de difícil caracterização.<sup>938</sup>

A tarefa de operar tal distinção, ponto de partida para a conformação desses regimes especiais que conformam os mecanismos de formação semipública de capital, vem sendo exercida, a partir de abordagens diversas, pelos reguladores do mercado de valores mobiliários ao redor do mundo, adotando, como dito, abordagens cada vez mais pragmáticas a esse respeito.

#### 4.3.2.1 O regime norte-americano

Desde sua edição, o *Securities Act* de 1933 prevê, em sua *Section 4(a)(2)*,<sup>939</sup> que as operações que não envolvam ofertas públicas de valores mobiliários não estão sujeitas ao regramento constante da *Section 5* de tal diploma, que contempla o regime regulatório

---

<sup>936</sup> A esse respeito, N. Eizirik et al. afirmam: “(...) a exigência de registro das ofertas públicas de valores mobiliários perante agências governamentais especializadas visa proteger os interesses do público investidor, assegurando-lhe o Acesso a informações sobre a companhia emissora e sobre os valores mobiliários ofertados à venda que permitam a tomada de decisões de investimento de maneira consciente. Para outro lado, tendo em vista os custos e o desperdício de tempo inerentes ao processo de registro, exigir-se o aludido registro em todas as situações que envolvam a emissão ou venda de valores mobiliários poderia acarretar custos desnecessários ao funcionamento do mercado e, inclusive, inibir as sociedades anônimas de promoverem a sua capitalização. Ou seja, há situações em que não se justifica a exigência de prévio registro da oferta de venda de valores mobiliários, dada a inexistência de qualquer benefício para o interesse público.” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 143).

<sup>937</sup> Nesse sentido, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*The notion that certain types of discrete, face-to-face transactions between an issuer and a sophisticated investor should not be subject to the time and expense problems of the registration process is uncontroversial and is a premise accepted by all of the Western world’s Securities regimes.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 262).

<sup>938</sup> Conforme destacam J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*Between the isolated sale of Securities to a particular person and the public sale of securities lies na infinite variety of transactions that have provided ample fodder for the development of the confusing and complicated law of private placements.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 263).

<sup>939</sup> Cf. *Securities Act of 1933*, §4(a)(2).

aplicável a tais transações, incluindo o seu procedimento, os seus requisitos informacionais aplicáveis e a obrigatoriedade de registro perante a *SEC*.

Todavia, a definição das características das transações que se enquadravam em tal hipótese se apresentou, desde o início da vigência do *Securities Act* de 1933, uma árdua tarefa, especialmente pelo fato de o diploma não contemplar uma conceituação ou definição das características de uma oferta pública.<sup>940</sup>

Coube, portanto, ao regulador e à jurisprudência preencher o conteúdo de tal dispositivo, buscando circunscrever o âmbito de aplicação do regramento aplicável às ofertas públicas constante do *Securities Act* de 1933.

Diante da incerteza trazida por tal comando, já em 1935 a *SEC* editou o *Securities Act Release No. 285*,<sup>941</sup> por meio do qual enumerou um conjunto de fatores e condições que deveriam ser considerados para os efeitos de enquadramento de uma determinada transação na hipótese de dispensa contemplada na *Section 4(a)(2)* do *Securities Act* de 1933, associados aos destinatários da oferta, à quantidade e montante dos valores mobiliários ofertados e aos meios empregados na operação.<sup>942</sup>

Em relação aos destinatários da oferta, o regulador norte-americano destacou que o engajamento de uma quantidade grande de investidores que não mantivessem nenhum tipo de relacionamento prévio com o ofertante deveria ser considerado um indício da natureza pública da operação, sendo essencial, portanto, para os efeitos do enquadramento da operação naquela hipótese de dispensa, o envolvimento de uma quantidade reduzida de potenciais investidores,<sup>943</sup> que, de alguma forma, deveriam manter algum tipo de prévio envolvimento com o ofertante.<sup>944</sup>

A *SEC* destacou, ainda, que a emissão de uma grande quantidade de valores mobiliários seria também um indício da natureza pública da operação – uma vez que indicaria alta probabilidade de sua posterior negociação em mercados secundários –

---

<sup>940</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 143.

<sup>941</sup> Cf. *Securities Act Release n° 285 (1935)* apud COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 263.

<sup>942</sup> Cf. PITTA, André Grünspun. (2013a). Op. cit., p. 365.

<sup>943</sup> Como apontado por J. Coffe e H. Sale, a *SEC* chegou, inclusive a apontar uma espécie de limite número à quantidade de investidores que poderia ser acessado em tais operações: “*At the lower end of the spectrum, the SEC’s General Counsel early on expressed the view that an offering to not more than approximately twenty-five persons is not an offering to a substantial number of persons and presumably does not involve a public offering.*” (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit., p. 331).

<sup>944</sup> Cf. *Securities Act Release n° 285 (1935)* apud COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 263.



enquanto a emissão de uma quantidade reduzida de títulos representaria indício de sua natureza privada.<sup>945</sup> Da mesma forma, o regulador norte-americano ressaltou na ocasião que a hipótese de dispensa constante da *Section 4(a)(2)* do *Securities Act* de 1933 era vocacionada a operações que envolvessem volumes financeiros reduzidos.<sup>946</sup>

Adicionalmente, no que diz respeito ao método utilizado para efetivar a transação, a *SEC* indicou que as operações realizadas por meio de negociação direta entre o ofertante e o investidor eram mais plausíveis de serem qualificadas como de natureza privada, em comparação àquelas que se utilizavam dos mecanismos usuais de uma distribuição pública, mediante efetivo esforço de venda junto ao público.<sup>947</sup>

O perímetro estabelecido pela *SEC* por meio do *Securities Act Release No. 285* era bastante limitado, especialmente por centrar-se fundamentalmente nesses aspectos acima descritos.<sup>948</sup>

No entanto, a jurisprudência norte-americana, ao analisar casos concretos envolvendo supostas ofertas públicas de valores mobiliários realizadas ao largo do regulamento instituído pela *SEC*, passou a conferir novos contornos à interpretação da *Section 4(a)(2)* do *Securities Act* de 1933, tornando-a paulatinamente menos restritiva.

A primeira grande mudança decorreu do precedente jurisprudencial *SEC v. Ralston Purina Co.*, julgado em 1953 pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América, que avaliou a natureza de uma oferta de ações dessa companhia realizada a seus funcionários.<sup>949</sup>

Embora não tenha abandonado completamente os elementos apresentados pela *SEC* no âmbito do *Securities Act Release No. 285*, a Suprema Corte tratou de relativizar a preponderância da limitação quantitativa dos investidores objeto da oferta enquanto definidora de sua natureza privada, fixando entendimento de que a necessidade de submissão ou não da transação aos requisitos prescritos no *Securities Act* de 1933 para as ofertas públicas de valores mobiliários derivaria da possibilidade de tais investidores conseguirem, autonomamente, obter o mesmo grau de proteção que seria concedido por meio da submissão

---

<sup>945</sup> Ibidem.

<sup>946</sup> Ibidem.

<sup>947</sup> Ibidem.

<sup>948</sup> Cf. PITTA, André Grünspun. (2013a). Op. cit., p. 365.

<sup>949</sup> “*Exemption from the registration requirements of the Securities Act is the question. The design of the statute is to protect investors by promoting full disclosure of information thought necessary to informed investment decisions. The natural way to interpret the private offering exemption is in light of the statutory purpose. Since exempt transactions are those as to which “there is no practical need for [the bill’s] application,” the applicability of § 4 (1) should turn on whether the particular class of persons affected needs the protection of the Act. An offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction “not involving any public offering.”* (346 U.S. 119; 73 S. Ct. 981; 97 L. Ed. 1494; 1953 U.S. LEXIS 2688).

da transação aos aludidos requisitos, especialmente no tocante ao acesso às informações que seriam exigidas naquele caso.<sup>950</sup>

A partir de tal precedente, a SEC deixou de escorar-se em parâmetros numéricos relacionados aos investidores ofertados para os efeitos da caracterização de uma determinada oferta como pública, não obstante tal parâmetro não tenha sido completamente abonado na análise concreta de casos dessa natureza.<sup>951</sup>

Posteriormente, na aplicação do precedente *SEC v. Ralston Purina Co.*, a jurisprudência tratou de avaliar as condições em que seria possível assumir que os investidores objeto de tais operações efetivamente obtiveram grau de proteção – inclusive no que diz respeito ao provimento de informações – equivalente àquele concedido pelo regime previsto no *Securities Act* de 1933, a partir de abordagens mais ou menos restritivas, especialmente no concernente à presunção de que investidores sofisticados estariam, nesse cenário, sempre adequadamente protegidos.<sup>952</sup>

---

<sup>950</sup> Cf. PITTA, André Grünspun. (2013a). Op. cit., p. 365. Acerca do entendimento resultante do caso *SEC v. Ralston Purina Co.*, J. Coffe e H. Sale afirmam: “*Ralston Purina essentially formulated a dual standard: (1) investors had to be able “to fend for themselves,” which presumably required some level of economic sophistication; and (2) the investors had to receive “access to the kind of information which registration would disclose.” Left open was whether this access requirement required the actual preparation of a registration statement-like document or whether the offered availability of the information would be sufficient. The SEC did not, however, win a total victory in Ralston Purina. It had long relied on numerical criteria involving the number of offerees, and the Court expressed skepticism about this standard. Instead, the Court appears to have decided that the public interest would be adequately protected by assigning to the issuer the burden of proof with respect to the availability of the exemption. In light of these statements, the SEC backed off of numerical criteria, but strictly interpreted the issuer’s need to satisfy the burden of proof with respect to each offeree.*” (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit., p. 336).

<sup>951</sup> Conforme ressaltam J Cox, R. Hillman e D. Langevoort: “*In any event, ‘Ralston’ eventually prompted the SEC do terminate the use of numerical tests either to set a ceiling above which an offering would be deemed public or to establish a floor below which it would be considered private. Nevertheless, courts continue to view a large number of offerees as indicative of a public rather a private offering.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 266).

<sup>952</sup> No precedente *Hill York Corp. v. American International Franchise Inc.*, o *Fifth Circuit* da Corte de Apelações dos Estados Unidos da América, ao avaliar caso que envolvia a venda de ações de uma rede de restaurantes *fast-food*, entendeu que, para os efeitos da dispensa de registro da operação perante a SEC nos termos da *Section 4(a)(2)* do *Securities Act* de 1933, não se poderia presumir, de maneira absoluta, o acesso a todas as informações necessárias apenas com base no grau de sofisticação dos investidores ofertados: “*Obviously if the plaintiffs did not possess the information requisite for a registration statement, they could not bring their sophisticated knowledge of business affairs to bear in deciding whether or not to invest in this franchise sales center.*” (448 F.2d 680; 1971 U.S. App. LEXIS 8177; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P93,213). Posteriormente, o precedente *SEC v. Continental Tobacco Co.*, também decidido pelo *Fifth Circuit* da Corte de Apelações dos Estados Unidos da América, ao avaliar o mesmo aspecto, trouxe relativo retrocesso no tratamento da matéria. Na ocasião, a companhia havia feito uma oferta a um grupo restrito de trinta e oito investidores, que subscreveram uma “*investment letter*” atestando terem recebido informações suficientes e sua ciência acerca dos riscos envolvidos na operação. A SEC procurou obstar a operação, qualificando-a como uma oferta pública não registrada, sobretudo sob o argumento de que a dispensa constante da *Section 4(a)(2)* do *Securities Act* de 1933 seria aplicável apenas em relação a investidores que mantivessem relações prévias com a companhia (*insiders*). Embora sem acolher expressamente o argumento da SEC, o *Fifth Circuit* considerou a operação irregular, por entender que, a despeito do fornecimento de informações, os

Contudo, no bojo do caso *Doran v. Petroleum Management Corp.*, em 1977, julgado pelo *Fifth Circuit* da Corte de Apelações dos Estados Unidos da América, foram estabelecidos parâmetros mais claros acerca das condições sob as quais seria entendido que os investidores objeto de uma oferta, para os efeitos da aplicação da *Section 4(a)(2)* do *Securities Act* de 1933, receberam grau de proteção, no tocante às informações a eles providas, equiparável àquele concedido no âmbito das ofertas públicas objeto de registro perante a *SEC*.<sup>953</sup>

Embora, nessa ocasião, tenha-se reiterado que a sofisticação dos destinatários da oferta, isoladamente, não deveria operar uma presunção absoluta quanto a sua adequada proteção,<sup>954</sup> o precedente consignou que tal proteção poderia ser atingida tanto pela revelação de tais informações no âmbito da transação, como pela concessão de mecanismos de acesso a elas.<sup>955</sup> Tal precedente foi fundamental para afastar o entendimento de que apenas ofertas que tivessem por destinatários investidores que mantivessem relações prévias com o ofertante estariam aptas a beneficiar-se da dispensa contemplada na *Section 4(a)(2)* do *Securities Act* de 1933, algo que havia sido defendido pela *SEC* em casos anteriores, em linha com seu posicionamento nos termos do *Securities Act Release No. 285*.<sup>956</sup>

---

investidores ofertados não tiveram a oportunidade de inspecionar a companhia ou solicitar informações adicionais a seus administradores: “*The record does not establish that each offeree had a relationship with Continental giving access to the kind of information that registration would have disclosed. The offers of common stock were to dentists, physicians, housewives, and business men, who had no relationship with Continental other than that of shareholder once the purchases were made. None of the purchasers had any actual opportunity to inspect Continental's records or to verify for themselves statements made to them as inducements for the purchases. Some of the purchasers had never met any officers of the company prior to acquiring the stock.*” (463 F.2d 137; 1972 U.S. App. LEXIS 9239; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P93,507). Analisando o impacto de tais precedentes, J. Coffe e H. Sale afirmam: “*At a minimum, in Hill York and Continental Tobacco, the courts seemed to be formulating a standard under which the exemption was lost unless: (1) the offer was made to a limited number of offerees; (2) all of whom must be sophisticated purchasers having some relation to each other and to the issuer; (3) with access to all the information a registration statement would disclose; and (4) with an actual opportunity to inspect the company's records or otherwise verify for themselves the statements made to them as inducements for the purchase.*” (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit., p. 337).

<sup>953</sup> Cf. 545 F.2d 893; 1977 U.S. App. LEXIS 10442; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,844; 56 Oil & Gas Rep. 591.

<sup>954</sup> “*In short, there must be sufficient basis of accurate information upon which the sophisticated investor may exercise his skills. Just as a scientist cannot be without his specimens, so the shrewdest investor's acuity will be blunted without specifications about the issuer. For an investor to be invested with exemptive status he must have the required data for judgment.*” (545 F.2d 893; 1977 U.S. App. LEXIS 10442; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,844; 56 Oil & Gas Rep. 591).

<sup>955</sup> “*In determining on remand the extent of the information available to the offerees, the district court must keep in mind that the “availability” of information means either disclosure of or effective access to the relevant information.*” (545 F.2d 893; 1977 U.S. App. LEXIS 10442; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,844; 56 Oil & Gas Rep. 591).

<sup>956</sup> “*We think that any such requirement would inhibit the ability of business to raise capital without the expense and delay of registration under circumstances in which the offerees did not need the protection of registration.*” (545 F.2d 893; 1977 U.S. App. LEXIS 10442; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P95,844; 56 Oil & Gas Rep. 591).

Em que pese a evolução do tratamento jurisprudencial da matéria, o alto grau de subjetividade associado à caracterização de uma determinada transação como uma oferta pública, ainda que a partir dos parâmetros acima indicados, ainda trazia, por lá, enorme insegurança ao ambiente de negócios, haja vista o risco de, ao final, haver entendimento diverso por parte do julgador.<sup>957</sup>

Assim, a partir da década de 1970, a SEC passou a adotar uma abordagem substancialmente mais pragmática em relação à matéria, utilizando-se, para tanto, de suas atribuições normativas.

Nesse sentido, o regulador buscou, a partir de então, fixar critérios objetivos para determinar quais operações não estariam sujeitas aos requisitos previstos na *Section 5* do *Securities Act* de 1933 e que, uma vez atendidos, isentariam tais ofertas desses requisitos (razão pela qual, a partir de então, tais operações passam a ser referidas como *exempt transactions* ou *exempt offers*).<sup>958</sup>

Tal abordagem (conhecida, como dito, nos Estados Unidos, como a instituição de um *safe-harbor*) busca efetivamente circunscrever quais operações estão dispensadas do cumprimento dos requisitos aplicáveis às ofertas públicas previstos no *Securities Act* de

---

<sup>957</sup> A esse respeito, S. Choi e A. Pritchard afirmam: “Although some offerings clearly fall within §4(a)(2), substantial areas of uncertainty remain. Founders setting up a corporation and putting in cash in exchange for the corporation’s initial capital stock are certainly within the scope of §4(a)(2). When the corporation accepts first-round investments from venture capitalists, do these transactions also fall within the ambit of §4(a)(2)? If the venture capitalists can “fend for themselves” and have access to information equivalent to that provided in the registration statement then §4(a)(2) exempts the transaction from § 5. Suppose, however, that the growing corporation then turns to other groups of investors including: (a) family and friends; (b) wealthy individuals; and (c) smaller institutional investors. Will the offering to these investors also fall under § 4(a)(2)? The penalty for guessing incorrectly stings. If §4(a)(2) does not apply, §5 applies (absent another exemption). If the issuer is not exempt from § 5, then the issuer will face possible § 12(a)(1) liability. Recall that § 12(a)(1) does not require a showing of scienter, causation, reliance or even a material misstatement or omission. Instead, § 12(a)(1) imposes strict liability for violations of § 5. The harshness of the § 12(a)(1) remedy deters issuers from making a private placement unless they are confident of their exemption from § 5.” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 559-560).

<sup>958</sup> Em boa síntese do movimento regulatório que levou a essa evolução, J. Coffe e H. Sale afirmam: “In actual practice, however, application of the § 4(2) exemption proved to be extremely difficult, so that it became a source of uncertainty and controversy among the securities bar. In 1974, the Commission sought to provide “more objective standards” under the private offering exemption by adopting former Rule 146. The Rule provided that transactions by an issuer shall not be deemed to involve any public offering within the meaning of § 4(2) if they were part of an offering that met all of the conditions of the rule. The adoption of former Rule 146 did not stem the tide of criticism of the stringent criteria imposed by § 4(2) as interpreted by the courts. (See particularly *Doran V. Petroleum Management Corp.*, *infra* at page 338). Although Rule 146 was described by the Commission as a “safe harbor” from the pitfalls of § 4(2), it imposed even more stringent and subjective standards upon issuers and their representatives regarding the qualifications of an offeree with respect to his or her knowledge and experience in financial matters and ability to evaluate and bear the risks of a prospective investment. In 1980, the Commission responded to this criticism by issuing Rule 242 (which was the precursor to, but has since been replaced by, Regulation D).” (COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit., p. 332).

1933, sem a necessidade de perquirições mais profundas sobre a sua natureza (pública ou privada), que, como mencionado, embute um grau de subjetividade altamente incômodo para os operadores e aplicadores da norma.<sup>959</sup>

A partir de então, o regulador norte-americano tratou de desenvolver um complexo, robusto e abrangente conjunto de regimes especiais para determinadas ofertas de valores mobiliários dispensando-as total ou parcialmente dos requisitos tradicionalmente aplicáveis às ofertas públicas nos termos do *Securities Act* de 1933. E os poderes do regulador norte-americano para tanto foram, ainda, substancialmente alargados com a reforma provida pelo *National Securities Markets Improvement Act* de 1996, que ampliou a competência da *SEC* para dispensar pessoas, valores mobiliários e transações, total ou parcialmente, de requisitos estabelecidos no *Securities Act* de 1933.<sup>960</sup>

Nesse sentido, a evolução do tratamento da matéria no bojo do regime norte-americano fez com que, por lá, se abandonasse a pretensão de definir determinadas operações que envolviam a oferta de valores mobiliários como públicas ou privadas, optando-se, em contrapartida, por fixar em que condições uma determinada transação deveria ser ou não levada a registro perante o regulador e submetida ao regime prescrito no *Securities Act* de 1933 para as ofertas públicas, ou a algum outro regime especialmente delineado para determinadas operações.<sup>961</sup>

E os incentivos para tanto derivam inclusive de outros dispositivos constantes do próprio *Securities Act* de 1933, que contemplam, por exemplo, em suas *Sections 3(b) e 3(c)*, a hipóteses de a *SEC* estabelecer procedimentos especiais, diferentes daqueles previstos no diploma em relação às ofertas públicas, para determinadas transações que envolvam volume financeiro limitado, ainda que destinadas ao público em geral.<sup>962</sup>

Esse pragmatismo no tratamento da matéria atingiu seu ápice, no contexto do mercado de valores mobiliários norte-americano, após a edição do *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*, instituído no bojo das medidas tomadas com o objetivo de

---

<sup>959</sup> Cf. COFFEE JR, John; SALE, Hillary. Op. cit., p. 332.

<sup>960</sup> Cf. *Securities Act of 1933*, §28.

<sup>961</sup> Nesse sentido, ao avaliar a abordagem da matéria no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, E. Oioli e R. Amaral afirmam: “O sistema jurídico norte-americano assim não acolhe o caráter instrumental do conceito de oferta pública (como elemento designador de uma categoria sujeita a determinado regimento jurídico), não se ocupando em defini-lo, mas sim em determinar as circunstâncias diante das quais uma operação deve ou não ser levada a registro, onde a publicidade da oferta é apenas uma dessas circunstâncias.” (OIOLI, Erik Frederico; AMARAL, José Romeu G. “O conceito de oferta pública como elemento delimitador do regime jurídico dos valores mobiliários.” *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*. São Paulo: Almedina, v. 2, 2015, p. 145-146).

<sup>962</sup> Cf. *Securities Act de 1933*, §3(b).

reaquecer a economia norte-americana após a crise financeira de 2008 e com o propósito específico de fomentar a formação de capital das empresas norte-americanas de menor porte por meio desse mercado.<sup>963</sup>

O diploma reformou substancialmente os regimes especiais existentes, inclusive os limites previstos na *Section 3(b)* do *Securities Act* de 1933,<sup>964</sup> e retirando, em relação a algumas ofertas qualificadas como *exempt transactions*, a proibição de realizar-se, no contexto dessas transações, qualquer tipo de esforço ostensivo de venda em relação aos valores mobiliários ofertados (conhecido, no mercado norte-americano, pela expressão *solicitation*).<sup>965</sup>

Tal medida acabou por esfumaçar aquela que ainda era a principal fronteira demarcadora do espectro regulatório atinente às ofertas públicas, haja vista que o emprego de mecanismos de esforço de venda de valores mobiliários, até então, era exclusivo daquelas operações objeto de registro perante a *SEC*.<sup>966</sup>

#### 4.3.2.2 O regime europeu

Também no contexto do mercado de valores mobiliários europeu, a definição do

---

<sup>963</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 366.

<sup>964</sup> Cf. *Section 3(b)(1)* do *Securities Act* de 1933.

<sup>965</sup> Cf. *Securities Act of 1933*, §4(b).

<sup>966</sup> A esse respeito, J Cox, R. Hillman e D. Langevoort: “*For years, commentators have criticized the SEC’s broad ban on general solicitations. (...) Although the SEC has resisted revisiting the broad ban on general solicitations, reformers were able to partially secure their objectives through Congressional action. The 2012 JOBS Act directed the Commission to amend Regulation D to provide that Rule 502 (c)’s ban on general solicitations or general advertising does not apply to offers and sales under Rule 506, provided that all purchasers are accredited investors. The legislation, which does not address the applicability of Rule 502 (c) to the exemptions under Rules 504 and 505, also directs the SEC to require that issuers take reasonable steps to verify the status of purchasers as accredited investors.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 293-294). Todavia, justamente por esfumaçar a linha divisória entre as ofertas públicas e as ofertas limitadas, a medida foi também objeto de críticas e preocupações. Nesse sentido, se manifestou L. Aguillar, *Commissioner* da *SEC* à época da aludida alteração: “*Since at least 1962, the Commission has held that general solicitation and advertising are inconsistent with private offerings of securities. When general solicitation is used, investors need access to the disclosure and other protections that registration affords. In the absence of registration, and the resulting required disclosure, general solicitation and advertising can all too readily become a tool for deception and misinformation. Investors are the source of capital needed to create jobs and expand business. I value true capital formation and economic growth, which requires investors to have both confidence in the capital markets and access to the information needed to make good investment decisions. Today, the Commission proposes amendments that would allow the widespread marketing of securities that, by their terms, are only intended for accredited investors. The proposal would permit solicitation and advertisements via billboards, TV, the Internet, radio, and telemarketer calls, among other avenues. Allowing such broad marketing activities under an exemption designed for “private” offerings is a significant change in the securities framework, and it would greatly increase the vulnerability of investors.*” (AGUILLAR, Luis A. *Increasing the Vulnerability of Investors*. 2012. Disponível em: <[https://www.sec.gov/News/PublicStmt/Detail/PublicStmt/1365171491128#\\_edn5](https://www.sec.gov/News/PublicStmt/Detail/PublicStmt/1365171491128#_edn5)>. Acesso em: 27 out. 2016).

perímetro regulatório que separa as ofertas públicas das demais transações que envolvem a emissão e a colocação de valores mobiliários foi objeto de importante debate.

No âmbito do Direito comunitário europeu,<sup>967</sup> o tema se impôs desde a primeira tentativa de harmonização das regras relativas às ofertas públicas de valores mobiliários, por meio da edição da *Directive 89/298/CEE* (conhecida como *Public Offer Directive*).

A norma, adotando uma abordagem bastante pragmática, não trazia qualquer definição sobre as características de uma oferta pública ou privada, mencionando, inclusive, em seu preâmbulo, a dificuldade inerente a tal definição.<sup>968</sup>

Assim, a *Public Offer Directive* se limitava a prescrever o regime regulatório aplicável às ofertas públicas e a indicar um conjunto de transações que, em função de suas características (genericamente elencadas na norma), estariam dispensadas de cumprir com tais requisitos<sup>969</sup> – como, por exemplo na hipótese de operações em que os valores mobiliários eram ofertados para um círculo restrito de pessoas.<sup>970</sup>

Essa abordagem, todavia, também por lá gerava grande incerteza quanto à qualificação de tais operações, o que levou, inclusive, ao estabelecimento de regimes díspares quando da implementação da *Public Offer Directive* ao direito local dos países comunitários.<sup>971</sup>

---

<sup>967</sup> Cumpre destacar, a esse respeito, que diferentemente do que ocorre em relação à disciplina societária, o regramento aplicável ao mercado de valores mobiliários europeu – inclusive no que diz respeito aos mecanismos de formação de capital – são objeto de considerável grau de harmonização, a partir de um conjunto substancial de diretivas e regulamentações específicas (como é o caso da *Prospectus Directive*, *Transparency Directive*, *MiFID*, *AIMFD* etc.). A esse respeito, S. Grundmann afirma: “*As far as density of harmonization is concerned, capital market law is exceptional: it is much more systematically European than any other part of European company law*” (GRUNDMANN, Stephen. Op. cit., p. 72-73). Por essa razão, no bojo do presente Capítulo 4, será conferida menor ênfase ao regramento local, referido em maior detalhe apenas nas hipóteses em que contemple diferenças materiais em relação ao regramento comunitário.

<sup>968</sup> “*Whereas, so far, it has proved impossible to furnish a common definition of the term 'public offer' and all its constituent part.*” (*Directive 89/298/EEC*).

<sup>969</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 146.

<sup>970</sup> Cf. *Directive 89/298/EEC*, article 2.

<sup>971</sup> Cf. PIETRANCOSTA, Alain. Op. cit., p. 345. A esse respeito, N. Maloney afirma: “*The 1989 Public Offers Directive, for example, contained a complex network of exemptions which was based on the premise that professional investors did not need the protection of a mandatory prospectus requirement. Among the most notorious of the exemptions was that for Euro-securities which were not the subject of 'a generalised campaign of advertising or canvassing'. The failure to define what was meant by 'a generalised campaign of advertising or canvassing' allowed Member States to set the parameters of this important exemption in different ways, and meant that it was not widely used in practice.*” (MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 85). Sobre a problemática envolvendo essa definição, P. Davies e S. Worthington afirmam: “*Producing an acceptable definition of a public offer has long proved a difficult exercise. The predecessor of the current PD did not even attempt the exercise, noting rather disarmingly in its preamble that 'so far, it has proved impossible to furnish a common definition of the term 'public offer' and all its constituent parts.'*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 917).

A tentativa de solucionar tal insegurança foi um dos objetivos da *Prospectus Directive*, que substituiu a *Public Offer Directive*.<sup>972</sup>

A nova norma tratou de fixar uma definição – ainda que bastante criticada<sup>973</sup> – de oferta pública, definindo-a como qualquer forma de comunicação ao público, independentemente da forma e dos meios por ela assumidos, que apresente informações suficientes sobre as condições da oferta e os valores mobiliários em questão, a fim de permitir a um investidor decidir sobre a aquisição ou subscrição desses valores mobiliários.<sup>974</sup>

A inclusão de tal conceito, ao lado do estabelecimento de critérios mais objetivos para circunscrever o rol de operações não sujeitas aos requisitos a elas aplicável (especialmente a obrigatoriedade de divulgação de prospecto) – fundamental, inclusive, para dissipar a incerteza advinda da definição abstrata de oferta pública constante da norma<sup>975</sup> –

---

<sup>972</sup> A respeito dos propósitos de tal definição, A. Pietrancosta afirma: “*The inclusion of a direct and positive definitions constitutes a ‘major innovation’ at the Community level which is itself to be applauded. This new solution can be contrasted with the cautious position adopted by the 1989 Directive, which failed to set forth such a definition, alluding to the difficulty of reaching a common position of the issue. The goals of the reform required that his obstacle be overcome, to ‘ensure a common approach to this subject in order to avoid disparities in investor protection in an era when, through electronic communication networks, investors can be reached throughout Europe (and elsewhere).’*” (PIETRANCOSTA, Alain. Op. cit., p. 347).

<sup>973</sup> Em crítica ao teor da definição introduzida pela *Prospectus Directive*, P. Davies e S. Worthington afirmam: “*This, it will be observed, is not a great example of the drafter’s art, for it is hardly helpful to define the trigger for a disclosure obligation in terms of the information which has been disclosed. Thus, as before, one has to proceed by taking an essentially broad and imprecise concept (‘communication to persons in any form and by any means’) and then seeking to give meaning to it by examining the specific provision in the Directive which state when something is not a public offer, even though on the general approach it might otherwise be.*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 917-918). Sobre a natureza tautológica da definição, P. Câmara afirma: “*O conceito de oferta de valores mobiliários ao público (a. d.) não consegue libertar-se da redundância de incluir parte do definido na definição, no tocante ao elemento ‘público’. Deve, no entanto, complementar-se a caracterização da oferta como pública através do exame das exceções à obrigação do prospecto de oferta, (...).*” (CÂMARA, Paulo. “A Directiva dos Prospectos: contexto, conteúdo e confronto com o direito positivo nacional” In: *Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, v. VII, 2007, p. 22). Ainda sobre a dificuldade inerente à definição dessa expressão, E. Oioli e R. Amaral afirmam: “*A dificuldade em definir o que seja ‘oferta pública’, longe de representar abstração e esvaziamento semântico, é decorrência não só da amplitude do seu campo de significâncias, mas, sobretudo, fruto da errônea percepção, não raras vezes idealizada, de que é possível uma noção fixa e imutável para a definição dos termos.*” (OIOLI, Erik Frederico; AMARAL, José Romeu G. Op. cit., p.143).

<sup>974</sup> Cf. *Directive 2003/71/EC, article 2°*. Sobre o conteúdo de tal definição e os elementos que dela podem ser extraídos, A. Pietrancosta afirma: “*In fact, two elements suffice to make the offer. ‘Primo’, there is a communication, a term preferred over invitation, solicitation or promotional message, and which assumes an intention to transmit a message, to establish a relationship with someone. ‘Secundo’, this communication must have a determined content, presenting ‘sufficient information on the terms of the offer and the securities to be offered, so as to enable an investor to decide to purchase or subscribe to these securities. This requirement should exclude, inter alia, general promotional communications, vague allusions to current or future offerings, etc.*” (PIETRANCOSTA, Alain. Op. cit., p. 349).

<sup>975</sup> Cf. DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 917-918 e CÂMARA, Paulo (2007). Op. cit., p. 22.



foi considerada uma de suas principais inovações,<sup>976</sup> justamente por pavimentar, de maneira concreta, um caminho para o estabelecimento de regimes especiais para realização de determinados tipos de ofertas.<sup>977</sup>

Cumprir notar, ainda acerca do regime europeu, que a abordagem constante da *Prospectus Directive* foi implementada de maneira relativamente harmônica entre os estados-membros, que, de maneira geral, também optaram por incorporar, na legislação local, uma definição de oferta pública de valores mobiliários acoplada a uma descrição das características que, uma vez verificadas, isentam a transação do cumprimento do regime regulatório aplicável às ofertas públicas.

A exceção, aqui, é o Reino Unido, muito em função da convivência de duas noções distintas de oferta pública e de suas exceções: uma para os efeitos do *Companies Act* de 2006 – que tem por escopo determinar as operações cuja realização é vedada pelas *private limited companies* – e outras para os efeitos do *Financial Services and Markets Act* de 2000, que tem por objetivo circunscrever as operações sujeitas aos requisitos regulatórios aplicáveis, sobretudo a obrigatoriedade de registro pelo regulador competente.<sup>978</sup>

A esse respeito, o *Companies Act* de 2006 contém uma definição bastante singela de oferta pública, segundo a qual esta “inclui uma oferta para qualquer setor do público, ainda que selecionado”<sup>979</sup> e estabelece situações genéricas em que uma oferta não será reputada como pública: caso não seja planejada para resultar na disponibilização de valores mobiliários para pessoas além daquelas que receberam a oferta ou, caso essa transação seja

---

<sup>976</sup> Nesse sentido, N. Maloney afirma: “*While the Prospectus Directive is strongly associated with the prospectus requirement for public offers, perhaps its most significant achievement is its delineation of the perimeter between the notionally ‘public’ markets which are subject to the Directive and the notionally ‘private’ markets within which capital can be raised by issuers without being subject to the Directive. Appropriate perimeter control is a key element of capital-raising regulation internationally, and has long been a feature of the EU regime. The current regime, reflecting the 2010 reforms, provides a significant space within which ‘private’ markets can operate outside the Prospectus Directive. Although these exemptions reflect long-established policy rationales for disapplying public market disclosure standards, they are increasingly being used to support novel forms of financing, such as crowdfunding, which raise small amounts of capital from a wide range of investors and which operate outside the Directive.*” (MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 85).

<sup>977</sup> A esse respeito, A. Pietrancosta afirma: “*The Prospectus Directive was, paradoxically, awaited for the enumeration of the exemptions from the disclosure obligations it would impose. The boundaries of this field of inaction were one of the critical issues arising under the reform. In fact, the heterogeneity of national laws removing certain securities offerings from prospectus requirements was universally seen as one of the principal obstacles to developing European private placement and institutional placement markets, because in such a context companies could not easily conduct cross-border offerings. Consequently, the new text was expected to assure the legal certainty necessary to develop these capital market segments, while guaranteeing uniform treatment and protection of investors throughout the European Union by way of more precise definitions of the exemptions.*” (PIETRANCOSTA, Alain. Op. cit., p. 351-352).

<sup>978</sup> Cf. DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 875-876.

<sup>979</sup> Cf. *Companies Act 2006*, §756.

reputada como evento privado entre o ofertante e o ofertado (englobando, aí, transações com pessoas que já mantêm relacionamento prévio com o ofertante ou que envolva seus empregados).<sup>980</sup>

O *Financial Services and Markets Act* de 2000, que regula as ofertas de valores mobiliários no Reino Unido – conforme atualizado em vistas da *Prospectus Directive* –, adota também uma abordagem funcional, sem buscar fixar conceitos ou características definidoras das ofertas públicas ou privadas. Porém, ao contrário do que ocorre na norma comunitária, o diploma não apresenta nenhuma definição sobre as características de uma oferta pública, se limitando a vedar a realização de tais operações sem o seu registro perante o regulador<sup>981</sup> e elencar a característica das operações que estão dispensadas de tal obrigação.<sup>982</sup>

Já na França, na Itália e na Alemanha, o *Code monétaire et financier*,<sup>983</sup> o *Testo unico*<sup>984</sup> e o *WpPG*,<sup>985</sup> respectivamente, incorporaram a definição de oferta pública da *Prospectus Directive*, tratando, todavia, das hipóteses de exceção ao regime típico aplicável a tais transações, com algumas nuances.<sup>986</sup>

#### 4.3.2.3 O regime brasileiro

No Brasil, já há longa data a legislação busca contemplar uma definição dos elementos que configuram uma oferta pública de valores mobiliários. Tal noção – centrada essencialmente nos meios empregados pelo ofertante e pelos intermediários que atuam em tais operações para efetivar a distribuição dos valores mobiliários ofertados – já se fazia presente sob a égide da Lei nº 4.728/65,<sup>987</sup> e foi mantida e aprimorada pela Lei nº 6.385/76.<sup>988</sup>

Todavia, no tratamento da matéria por aqui, atualmente consagrado no artigo 19 da Lei nº 6.385/76, evitou-se proceder a uma definição genérica daquilo que seria uma oferta pública, por exemplo, em contraposição a uma oferta privada, nem tampouco se procurou elencar, no texto legal, as características ou um rol de operações que não deveriam ser

---

<sup>980</sup> Cf. *Companies Act 2006*, §756.

<sup>981</sup> Cf. *Financial Services and Markets Act 2000*, §85.

<sup>982</sup> Que serão exploradas no item 4.3.3 a seguir.

<sup>983</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L411-1.

<sup>984</sup> Cf. *Testo unico*, art. 1., 1<sup>o</sup> comma, (t).

<sup>985</sup> *WpPG*, §2(4).

<sup>986</sup> Conforme será abordado no item 4.3.3.

<sup>987</sup> Cf. artigo 16 da Lei nº 4.728/65.

<sup>988</sup> Cf. artigo 19 da Lei nº 6.385/76.

enquadradas como tal, ou sujeitas ao regime típico aplicável a essas operações.<sup>989</sup>

Em abordagem substancialmente diferente do tratamento visto no regime norte-americano ou europeu, o legislador, por aqui, tratou de simplesmente elencar determinados atos ou elementos que caracterizam determinadas operações como ofertas públicas.

Dessa forma, a Lei nº 6.385/76 trata, inicialmente, de estabelecer a obrigatoriedade de registro, perante a CVM, de qualquer “emissão pública” que venha a ser “distribuída no mercado”.<sup>990</sup>

Em seguida, o dispositivo define como “atos de distribuição” a “venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários”.<sup>991</sup>

Adiante, a norma elenca determinados meios de distribuição que, uma vez empregados, caracterizam a emissão pública, sendo eles “a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público”; ainda, “a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores”; como também “a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação”.<sup>992</sup>

Por fim, o dispositivo atribui à CVM competência para regulamentar a matéria, podendo, inclusive, “definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor” e “fixar o procedimento do registro e especificar as informações que

---

<sup>989</sup> Nesse sentido, N. Eizirik et al. afirmam: “No ordenamento jurídico brasileiro, a caracterização das ofertas públicas de venda de valores mobiliários está prevista no artigo 19 da Lei nº 6.385/76, que, ao invés de estabelecer uma distinção conceitual entre a distribuição privada e a distribuição pública de valores mobiliários, limitou-se a enunciar algumas hipóteses em que esta última vem a se caracterizar.” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 147).

<sup>990</sup> Cf. artigo 19, *caput*, da Lei nº 6.385/76. Cumpre notar que a Lei nº 6.385/76 não utilizou a expressão “oferta”, optando por usar, de maneira relativamente indistinta, as expressões “emissão pública”, “distribuição” e “colocação”. Em crítica sobre a falta de precisão técnica no emprego de tais termos, N. Eizirik afirma: “A lei nº 6.385/76, em seu art. 19, § 3º, buscou caracterizar a emissão pública, sem defini-la precisamente, repetindo, aliás, as confusões terminológicas contidas no art. 16, §2º da Lei nº 4.728/65 Inicialmente, críticas têm sido feitas doutrinariamente ao emprego da expressão “emissão pública”, uma vez que a emissão designaria apenas o ato de criar os papéis. Assim, não existiria emissão pública, mas sim oferta pública. Há, porém, autores que aceitam o uso da expressão, no sentido técnico-legal, por significar a emissão pública a distribuição dos títulos aos subscritores. Nessa linha, entende-se que a palavra emissão (do latim ‘emissione’, ato de produzir e mandar para fora, lançar, expelir) designa o lançamento dos títulos e sua introdução no mercado. Na realidade a redação do art. 19 (caput e parágrafos), da Lei nº 6.385/76, é bastante obscura, uma vez que são utilizadas várias expressões: “emissão”, “distribuição” e “colocação”, designando na realidade o mesmo ato de oferta pública aos investidores.” (EIZIRIK, Nelson. “Emissão Pública de Valores Mobiliários” In: EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p.13).

<sup>991</sup> Cf. artigo 19, §1º, da Lei nº 6.385/76.

<sup>992</sup> Cf. artigo 19, §3º, da Lei nº 6.385/76.

devam instruir o seu pedido”.<sup>993</sup>

Sob essa perspectiva, a opção do legislador brasileiro parece acertada, uma vez que permite a fixação de regimes especiais para a realização de determinadas transações em relação às quais os procedimentos típicos associados às ofertas públicas, inclusive seu registro perante o regulador, não se demonstram justificáveis – inclusive sem imposições de amarras quantitativas em sede legal, que pode se demonstrar um grande inconveniente em vista da própria evolução natural do mercado ao longo do tempo –, e esquivando-se, também, da arenosa distinção as ofertas reputadas públicas e as privadas.

Não obstante a competência conferida pela lei, o regulador não operou, de imediato, uma circunscrição objetiva em relação às operações sujeitas ou não ao regime próprio das ofertas públicas de valores mobiliários, gerando, inclusive, importante insegurança nessa seara por aqui.

O primeiro regramento da matéria pela CVM, por meio da edição da Instrução CVM nº 13/80, ao buscar caracterizar a “subscrição pública”, se limitava a repetir, com pequenas modificações, o disposto no texto legal.<sup>994</sup>

Já a Instrução CVM nº 400/03, que a sucedeu, buscou conferir maior concretude do delineamento das características que configuram uma determinada transação como oferta pública, especialmente em relação aos mecanismos utilizados para proceder à procura de potenciais investidores e também relativos à publicidade da operação.

Dessa forma, ao identificar os elementos e mecanismos que, uma vez verificados ou empregados, constituem “atos de distribuição pública”, para além de praticamente repetir o texto legal em relação a “a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma”<sup>995</sup> e a “negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados”,<sup>996</sup> a Instrução CVM nº 400/03<sup>997</sup> tratou de indicar que também configuram tais atos

“a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio

---

<sup>993</sup> Cf. artigo 19, §5º da Lei nº 6.385/76.

<sup>994</sup> Cf. artigo 7º da Instrução CVM nº 13/80.

<sup>995</sup> Em complemento ao disposto no artigo 19, §3º I da Lei nº 6.385/76.

<sup>996</sup> Em complemento ao disposto no artigo 19, §3º III da Lei nº 6.385/76.

<sup>997</sup> Cf. artigo 3º da Instrução CVM nº 400/03.

de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminado”,<sup>998</sup>

bem como

“a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários”.

E justamente por reconhecer que a qualificação de uma determinada transação como uma oferta pública está fundamentalmente associada aos seus destinatários, a norma tratou, também, de introduzir uma definição de “público em geral”, entendido como “uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.”<sup>999</sup>

A partir dos elementos perfilados pela Instrução CVM nº 400/03, regulamentando o disposto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76, resta claro que a caracterização de uma determinada transação como uma oferta pública no regime brasileiro – e, conseqüentemente sua sujeição ao regime próprio estabelecido na aludida norma –, depende de considerável esforço interpretativo.

Tal caracterização depende, por um lado, de determinados elementos objetivos, associados aos mecanismos empregados para a colocação da oferta junto ao público sejam aqueles exemplificativamente elencados na norma, sejam quaisquer outros que impliquem esforço de venda por meio de apelo à poupança popular.<sup>1000</sup> E nessa seara, o regime brasileiro

---

<sup>998</sup> Em complemento ao disposto no artigo 19, §3º II da Lei nº 6.385/76.

<sup>999</sup> Cf. artigo 3º, §1º da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1000</sup> Conforme destacado por N. Eizirik: “O elemento objetivo é constituído dos meios empregados para a colocação dos valores mobiliários junto ao público investidor. Ou seja, deve-se verificar se os meios ou instrumentos utilizados pela companhia para fazer chegar sua oferta junto aos potenciais investidores caracterizam a intenção de atingir o público em geral ou apenas um número restrito e determinado de pessoas. A relação constante do ato normativo da CVM é apenas exemplificativa; portanto, quaisquer outros

é feliz ao, pelo menos, indicar um norte com relação a tais mecanismos.

Entretanto, fiar-se exclusivamente nesse elemento objetivo para efeitos da submissão de uma determinada transação ao oneroso regime regulatório tradicionalmente aplicável às ofertas públicas é inapropriado, uma vez que não se pode perder de vista os propósitos de tal regramento, qual seja, tutelar, especialmente por meio do provimento informacional, os destinatários de tal oferta.

Essencial, portanto, para esses efeitos, considerar também importantes aspectos subjetivos, associados aos destinatários de tal oferta, relacionados à sua qualificação, sua sofisticação financeira, sua condição de barganha perante o emissor e à possibilidade de seu acesso, de maneira autônoma, ao conjunto de informações necessárias à tomada de decisão de investimento,<sup>1001</sup> ainda que tal transação empregue, em alguma medida, alguns daqueles elementos objetivos que tradicionalmente caracterizam as ofertas públicas.<sup>1002</sup>

---

*instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não individualizados os destinatários, também podem caracterizar a oferta pública.” (EIZIRIK, Nelson. “A Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários”. In: EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário – Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 431-432).<sup>1001</sup> Nesse sentido, N. Eizirik afirma: “Para se distinguir a oferta pública da privada, além da indeterminação dos ofertados, há que perquirir sobre 2 (dois) elementos subjetivos: (i) a qualificação dos ofertados, isto é, o seu grau de sofisticação como investidores, se eles detêm conhecimento e experiência em questões financeiras e empresariais e se são capazes de avaliar os riscos e o mérito do investimento. Assim, podem ser consideradas privadas as ofertas realizadas apenas junto a investidores qualificados, os quais não necessitam da proteção estatal conferida pelo registro. Nesta linha, ofertas realizadas unicamente para um número limitado de investidores institucionais, instituições financeiras ou sociedades de capital de risco podem ser consideradas como privadas, independentemente dos meios utilizados no processo de oferta; e (ii) a disponibilidade de informações sobre a companhia e os valores mobiliários, Ou seja, deve ser verificado se os ofertados tiveram acesso às informações que a companhia teria apresentado por ocasião do registro que lhes permitissem uma avaliação completo dos riscos do empreendimento.” (EIZIRIK, Nelson (2015b) Op. cit., p. 432-433).*

<sup>1002</sup> Nesse sentido, E. Oioli e J. Amaral afirmam: “O caráter subjetivo refere-se à recorrência da oferta ao público e o caráter objetivo refere-se ao meio utilizado para atingir-se tal público. Na prática, costuma-se traduzir os atos de distribuição em uma emissão pública como “esforço de venda”, ou seja, uma oferta pública subsume-se a qualquer esforço realizado para conseguir interessados em adquirir um valor mobiliário. A noção, apesar de rudimentar, é útil para traduzir a busca de investidores indeterminados, independentemente do meio empregado. Isto significa, em verdade, que o meio empregado, a que parece se apegar o §3º do artigo 19 da Lei nº 6.385/76, é irrelevante para definição de oferta pública. Ele simplesmente estabelece uma presunção de que o meio empregado caracteriza uma oferta pública, pois é adequado para atingir o público em geral. A divulgação de uma oferta por meio de anúncio em meios de comunicação em massa, como jornais, televisão ou internet, evidentemente denota o esforço do emissor em atingir uma quantidade indeterminada de investidores. Mas o mesmo não se pode dizer necessariamente de uma negociação de títulos sacramentada entre cliente e gerente em uma agência bancária, estabelecimento aberto ao público. Ou de anúncio em jornal feito por acionistas de determinada companhia oferecendo suas ações para determinada empresa concorrente. Esta oferta certamente seria pública, mas não ao público. (...) Assim, a caracterização da oferta como pública depende essencialmente da qualificação dos destinatários da oferta. Ou seja, depende de precisar, para este fim, o que seja público.” (OIOLI, Erik Frederico; AMARAL, José Romeo G. Op. cit., p. 150). No mesmo sentido, N. Eizirik et al. afirmam: “Assim, para a caracterização da distribuição como pública ou privada, embora sejam relevantes os meios utilizados na colocação dos títulos, o elemento essencial e decisivo refere-se à situação dos ofertados. Daí decorre que, independentemente dos meios utilizados no processo de oferta, determinada distribuição de valores mobiliários não deve ser considerada pública se os ofertados, além de pessoas certas ou determinadas, forem investidores sofisticados e, em função de suas relações com a companhia emissora ou do fato de deterem ‘poder de barganha’ perante esta, tiverem acesso ao mesmo tipo

É essa nuance, inclusive, que relativiza a insistência em buscar-se uma diferenciação conceitual entre as operações merecedoras de tutela estatal específica e aquelas que prescindem de tal tratamento exclusivamente a partir da complexa (e, muitas vezes, turva) distinção entre transações de natureza pública ou privada, que tradicionalmente é feita exclusivamente mediante a avaliação daqueles mecanismos empregados para sua colocação (ou seja, da maneira como é realizado o esforço de venda junto aos investidores).

Daí decorre, inclusive, a tendência de circunscrever esse perímetro regulatório por uma via negativa, por meio da indicação das características que eximem uma determinada transação do cumprimento do rito aplicável às ofertas públicas (sem a necessidade de, em contrapartida, qualificá-las, para tanto, como privadas).

Utilizando-se tal abordagem, não há que falar em ofertas públicas ou privadas, mas sim, em ofertas sujeitas ao regime regulatório aplicável às ofertas públicas, e ofertas não sujeitas a tal regime, incluindo-se, nesse grupo, não apenas as ofertas tipicamente privadas, mas também aquelas que empregam, ainda que com limitação, alguns mecanismos que implicam esforços de venda (ou seja, semipúblicas), ou mesmo ofertas públicas que, por determinadas razões, são merecedoras de tratamento diferenciado.<sup>1003</sup>

Ou seja, sob a ótica da política regulatória voltada a pavimentar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, mais importante do que identificar a natureza pública ou não de uma determinada transação é verificar se há interesse público relevante nela envolvido que justifique sua submissão ao complexo e custoso procedimento aplicável às ofertas públicas, que pressupõe, muitas vezes, a adoção de determinadas formas estruturais sob a ótica societária, conforme explorado ao longo do Capítulo 3 do presente trabalho, que também implicam custos diretos ou indiretos para o ofertante.<sup>1004</sup>

Nessa seara, o tratamento conferido pela Instrução CVM nº 400/03 pode ser considerado tímido e, em certa medida, insuficiente para conferir segurança jurídica quanto

---

*de informação que seria exigido em decorrência do registro.*” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 156).

<sup>1003</sup> Conforme será explorado no item 4.3.3 a seguir.

<sup>1004</sup> Em raciocínio semelhante, E. Oioli e J. Amaral afirmam: “ *A oferta pública de valores mobiliários carrega consigo as duas acepções para o termo público, que podemos sintetizar como sendo a oferta acessível à coletividade. Impossível, aqui, não traçar um paralelo com o interesse público. Os destinatários da oferta pública não poderiam ser outros que não a coletividade, pois não haveria interesse público, enquanto aquele, na lição de Bandeira de Mello, resultante do conjunto de interesses que os indivíduos pessoalmente têm quando considerados em sua qualidade de membros das sociedade e pelos simples fato de o serem, em regular e fiscalizar uma oferta pública. Por outro lado, coletividade e interesse público, aqui, não se confunde. Isto porque em uma oferta pública, dirigida a uma coletividade, pode não haver interesse público em submetê-la ao registro na CVM.*” (OIOLI, Erik Frederico; AMARAL, José Romeo G. Op. cit., p. 154).

à incidência ou não do regime regulatório ali prescrito. Isso porque a regra, ao buscar circunscrever negativamente o conjunto de transações que não se sujeitam ao regime regulatório aplicável às ofertas públicas, o faz de maneira limitada, essencialmente em função da existência ou não de relacionamento prévio com o emissor dos valores mobiliários ofertados.

Em linhas gerais, nessa seara, a norma limita-se a excluir da definição de “público em geral” – o que afasta, portanto, a incidência do regime regulatório ali prescrito, independentemente dos meios utilizados na oferta – “aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual”,<sup>1005</sup> ficando-se, destarte, em requisito há muito tempo relativizado em outras jurisdições, especialmente, como visto, no mercado norte-americano.

Para além disso, a norma se limita a salientar a possibilidade de a CVM, casuisticamente e mediante pedido formulado pelo ofertante, dispensar total ou parcialmente os requisitos aplicáveis às ofertas públicas, em consideração a determinados elementos como, por exemplo, as características da operação e a limitação e qualificação de seu público-alvo.<sup>1006</sup>

A incerteza acerca dos limites negativos relativos à caracterização das transações não sujeitas ao regime prescrito na Instrução CVM nº 400/03 foi diminuída apenas a partir do momento em que a CVM, fazendo pleno uso da competência que lhe foi atribuída nos termos do artigo 19, §5º, I da Lei nº 6.385/76, optou por estabelecer o regime especial para realização de determinadas ofertas semipúblicas de valores mobiliários – exoticamente qualificadas como “ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos” por meio da Instrução CVM nº 476/09,<sup>1007</sup> cujo regime será abordado adiante – em

---

<sup>1005</sup> Cumpre destacar, ainda, que a interpretação adotada pela CVM em relação à incidência de tal hipótese, tem sido relativamente restritiva, especialmente na avaliação dos aspectos que caracterizariam uma relação “estreita e habitual” para os efeitos de tal dispositivo. A esse respeito, decidiu o Colegiado da CVM em caso envolvendo a oferta de valores mobiliários, por parte de uma instituição financeira, a determinado grupo selecionado de seus clientes: “*Quanto ao segundo dispositivo, entendo que a relação entre os bancos e seus clientes (relação geralmente de massa) não traduz a prévia relação comercial de que trata o art. 3.º, § 1.º, da mesma Instrução 400/03, cuja aplicação parece exigir maior proximidade comercial entre emissor e tomador de títulos.*” (Processo Administrativo CVM RJ nº 2006/8566, Rel. Diretora Maria Helena Santana, julgado em 26 de fevereiro de 2007). Ademais, cumpre ressaltar, como visto, que a existência de relação prévia entre ofertante e ofertados para efeitos da não submissão de determinada transação ao regime regulatório aplicável às ofertas públicas de distribuição foi afastada, no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, desde o precedente *Doran v. Petroleum Management Corp.*, em 1977.

<sup>1006</sup> Cf. artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1007</sup> Conforme destaca O. Yazbek, esse foi, inclusive, um dos motivadores de tal norma: “*A consideração das necessidades que se procurava atender quando da promulgação da Instrução CVM no 476/2009, assim como quando da adoção das principais mudanças do regime por ela estabelecido, é um importante pressuposto para*



função, concomitantemente, de elementos quantitativos e qualitativos afetos aos destinatários de tais ofertas.

A construção de um arcabouço regulatório eficiente em relação ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários – que contemple o adequado equilíbrio entre os custos diretos e indiretos associados a esse processo, diante da necessidade de tutela daqueles que dele participam – é fortemente dependente do estabelecimento adequado dessa fronteira divisória entre, de um lado, as transações que devem, para os efeitos da regulação, ser tratadas como públicas, e aquelas que, diante de suas especificidades, devem ser submetidas a um regime diferenciado.<sup>1008</sup>

Essencial, portanto, avaliar a maneira como tal fronteira é estabelecida na regulação estrangeira e local.

#### 4.3.3 Regimes regulatórios especiais: ofertas isentas, limitadas e restritas

Conforme explorado acima, é crescente a tendência de desenvolvimento de regimes especiais aplicáveis a determinados tipos de transações envolvendo a oferta de valores mobiliários que, em função de suas características e de seus destinatários, não exigem o tratamento rigoroso que tradicionalmente reveste o processo de captação de recursos por meio do apelo da poupança popular. Nesse contexto, essas operações recebem qualificações diversas em cada jurisdição, sendo chamadas de ofertas isentas, limitadas, restritas,

---

*a compreensão de algumas das soluções adotadas pela CVM. Assim, antes de passar à análise de detalhes daquele regime, vale explorar algumas das demandas que levaram à sua elaboração. E a primeira delas talvez já esteja bastante clara do que se expôs na seção anterior – a indefinição daquilo que é sujeito às regras que vigoram para a oferta pública (e, portanto, ao registro obrigatório), e às regras aplicáveis às ofertas privadas (que não demandam esse tipo de providência) sempre foram, no Brasil, uma fonte de insegurança para os agentes de mercado.” (YAZBEK, Otávio. “Em busca de um regime para os ‘private placements’ no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas – aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas-Gen, 2016, p. 180-181).*

<sup>1008</sup> Sobre a relevância desse perímetro regulatório para o processo de formação de capital e as dificuldades relacionadas à sua definição, N. Maloney afirma: “*It is, however, clear that regulation of the capital-raising process requires multiple design decisions. It demands, for example, decisions as to the appropriate design of the regulatory perimeter and as to how public and private markets are to be differentiated. The ‘public offer’, however defined, is typically the main perimeter for capital-raising regulation, along with large trading venues which admit securities to trading. Private markets—which can encompass, for example, private placements, private equity transactions, and offers by small issuers (typically SMEs)—typically operate outside the main regulatory perimeter, for a variety of reasons. This perimeter can be difficult to fix. A shifting public/private perimeter has always been a feature of capital-raising regulation. But a range of factors, including the growing institutionalization of public equity markets, competitive pressures, demands for greater support for SME market finance (section 3.3.2), new financing techniques such as crowdfunding, and allied technological innovation which supports trading by private investors, are increasingly leading to deregulatory pressure on capital-raising generally but also to calls for a greater focus on the role of private markets.*” (MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 52-53).

dispensadas de registro etc.

Não raro, tais operações são também qualificadas como ofertas ou colocações privadas (ou, na expressão em inglês, *private placements*), como maneira de diferenciá-las das ofertas públicas,<sup>1009</sup> embora, como mencionado anteriormente, muitas vezes não sejam merecedoras de tal qualificação quando analisadas sob a perspectiva de sua natureza ou dos mecanismos empregados para sua colocação junto aos investidores.

Tais regimes, que conformam mecanismos de formação semipública de capital, são instituídos e aprimorados inclusive com o objetivo de propiciar canais alternativos – e menos custos – de captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários pelas sociedades empresárias, especialmente aquelas em estágios menos evoluídos de desenvolvimento, em relação às quais os custos, diretos e indiretos, de uma ampla oferta pública com a subsequente listagem em bolsas de valores são impeditivos ou, pelo menos, significativamente relevantes.

É nesse contexto, inclusive, que diversas inovações e aprimoramentos em relação a tais mecanismos e seus respectivos regimes regulatórios vêm sendo instituídos, não apenas nos mercados norte-americanos e europeus, como também no Brasil, conforme será adiante apresentado.

#### 4.3.3.1 O regime norte-americano

A regulação do mercado de valores mobiliários norte-americano se destaca pelo complexo e amplo arcabouço de regimes especiais para realização de transações envolvendo ofertas de valores mobiliários, em alternativa aos tradicionais mecanismos das ofertas públicas registradas perante a *SEC*. Tais regimes, como dito acima, foram ainda profundamente alterados e ampliados recentemente, com o advento, em 2012, do *JOBS Act*.<sup>1010</sup>

---

<sup>1009</sup> Sobre os diferentes usos da expressão *private placement*, O. Yazbek ressalta: “A rigor, a expressão *private placement* designa, no mercado norte-americano, um dos tipos de isenção de obrigação de registro da oferta (um dos chamados *safe harbors*), sujeito à chamada *Regulation D*. Tal regime se destinava a reduzir os efeitos (sobretudo os custos) da obrigação de registro, em especial para pequenos emissores, desde que observadas determinadas condições (que, como se verá, inspiraram o modelo brasileiro). Aqui, no entanto, a expressão é comumente usada de forma mais ampla, designando tanto as ofertas privadas de valores mobiliários, quanto o regime criado pela já referida Instrução CVM nº 476, tanto nas ofertas primárias (ou seja, naquelas feitas diretamente pelo emissor), quanto nas ofertas secundárias (nas que são feitas pelo detentor de um valor mobiliários).” (YAZBEK, Otavio (2016). Op. cit., p. 174).

<sup>1010</sup> Sobre os propósitos subjacentes à edição do *JOBS Act*, J. Fargnol ressalta: “The justification for the bill was that, due to the heightened lending standards resulting from the financial crisis, traditional commercial bank loans were increasingly difficult to obtain by small businesses. Congressional testimony of industry experts favored the proposal, asserting that raising capital under the current regulation was too burdensome,

Por lá, essas transações, inclusive, superam – especialmente após o recrudescimento da regulação norte-americana das ofertas públicas registradas e acerca das obrigações aplicáveis às companhias abertas, no início dos anos 2000, especialmente após a edição do *Sarbanes-Oxley Act* –, as ofertas públicas registradas perante a *SEC*, em termos de volume financeiro envolvido.<sup>1011</sup>

A relevância de tais mecanismos no âmbito do mercado norte-americano e sua ampliação recente, no bojo das medidas regulatórias decorrentes do *JOBS Acts* – que serão adiante exploradas – reaqueceu sobremaneira os debates sobre os potenciais benefícios advindos de tal regime na facilitação do processo de formação de capital das empresas *vis-à-vis* os riscos – inclusive do lançamento de operações fraudulentas – decorrentes da potencial redução ao grau de proteção dos investidores que participam de tais transações, que não estão sujeitas aos típicos mecanismos de controle prévio por parte do regulador.<sup>1012</sup>

---

*as a ban on general solicitation meant that investors needed a preexisting relationship with the issuer. Furthermore, because these investors were required to qualify as accredited, they typically had a bigger appetite for needed fewer protections than less wealthy or sophisticated risk and investors.*” (FARGNOL, Jonh P. “The JOBS Act: Investor Protection, Capital Formation, and Employment in an Increasingly Political Economy”. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*. New York: Brooklyn Law School, v. 8, 2013, p. 139).

<sup>1011</sup> Cf. STEINBERG, Marc I. Op. cit., p. 48-49. Nesse sentido, recente estudo elaborado pela *Division of Economic and Risk Analysis* da *SEC* constatou que, em 2014, as ofertas registradas perante o regulador foram responsáveis pela captação de mais de USD1.35 trilhão, ao passo que as transações realizadas por meio da regimes especiais envolveram USD2.1 trilhões no mesmo período. (IVANOV, Vlad; GULLAPALLI, Rachita; BAUGUESS, Scott. Op. cit., p. 6). A esse respeito, V. Ivanov, R. Gullapalli e S. Bauguess afirmam: “*Capital formation through private placement of securities has increased substantially since the onset of the financial crisis. Amounts raised through unregistered securities offerings have outpaced the level of capital formation through registered securities offerings during recent years, and totaled more than \$2 trillion during 2014.*” (IVANOV, Vlad; GULLAPALLI, Rachita; BAUGUESS, Scott. *Capital raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2014*, 2015, p. 1).

<sup>1012</sup> Em boa síntese da tônica que marcou tal polarização, T. Martin afirma: “*Supporters of the JOBS Act argue that because banks and investment companies have tightened credit lending to small businesses in recent years, especially to relatively unpredictable startup ventures, our financial system is starving for liquidity. The JOBS Act helps bolster our country’s financial infrastructure by “... deliver[ing] appropriate forms of capital and liquidity to entrepreneurs at each stage of their growth... achiev[ing] this goal by addressing 1) early stage capital requirements through crowd funding, 2) liquidity for growing companies by raising the shareholder limit, and 3) growth capital through the [Initial Public Offering (“IPO”)] on ramp and the Reg A/Reg D provisions.*” (...) Opponents argue that the JOBS Act goes too far in exemption amount. For example, it exempts a one-billion dollar per year business from registration, and does so on the basis that the company is “small”. Columbia Law School Professor John Coffee has called the bill’s crowdfunding provision the “boiler room legalization act,” implying that the act will encourage market schemes that use the internet to prey on unsophisticated investors. The Commissioner of the Securities and Exchange Commission (“SEC”), Luis Aguilar, issued a statement in strong opposition to the JOBS Act, with arguments centering around two main points. First, he pointed out that the JOBS Act reduces transparency, not only hurting investors but also making enforcement more difficult. Second, the bill rests on the faulty premise that reducing the regulatory burden on raising capital will lead to better capital formation. Aguilar claims “regulatory compliance costs are not a principal cause of the decline in IPO activity over the past decade.” (MARTIN, Thomas A. *The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd*. 2012, p. 3-4. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2040953>>. Acesso em: 29 out. 2016).

Se, por um lado, os apoiadores das medidas trataram de festejar os potenciais efeitos positivos dela decorrentes, em função das diversas alternativas de acesso simplificado ao mercado de valores mobiliários criadas,<sup>1013</sup> seus críticos – dentre os quais setores da SEC – alertaram de maneira contundente para os potenciais efeitos colaterais malignos que o processo de desregulamentação promovido pelo diploma poderia causar, sobretudo por facilitar a ocorrência de operações fraudulentas, facilitadas pela opacidade informacional que pode decorrer do aludido regime regulatório,<sup>1014</sup> como era, inclusive, frequente antes da

---

<sup>1013</sup> Cf. MARTIN, Thomas A. Op. cit., p. 3.

<sup>1014</sup> Tal preocupação foi, inclusive, externada ao Senado Federal dos Estados Unidos da América às vésperas da aprovação do diploma, em carta encaminhada pela então *Chairman* da SEC, Mary L. Schapiro (Cf. SCHAPIRO, Mary. Op. cit.). Nesse sentido, ainda mais contundente foi a manifestação do então *Commissioner* da SEC, Luis A. Aguilar: “*Last week, the House of Representatives passed H.R. 3606, the “Jumpstart Our Business Startups Act.” It is clear to me that H.R. 3606 in its current form weakens or eliminates many regulations designed to safeguard investors. I must voice my concerns because as an SEC Commissioner, I cannot sit idly by when I see potential legislation that could harm investors. This bill seems to impose tremendous costs and potential harm on investors with little to no corresponding benefit. H.R. 3606 concerns me for two important reasons. First, the bill would seriously hurt investors by reducing transparency and investor protection and, in turn, make securities law enforcement more difficult. That is bad for ordinary Americans and bad for the American economy. Investors are the source of capital needed to create jobs and expand businesses. True capital formation and economic growth require investors to have both confidence in the capital markets and access to the information needed to make good investment decisions.*” (AGUILLAR, Luis A. *Increasing the Vulnerability of Investors*. 2012. Disponível em: <[https://www.sec.gov/News/PublicStmnt/Detail/PublicStmnt/1365171490120#P20\\_7936](https://www.sec.gov/News/PublicStmnt/Detail/PublicStmnt/1365171490120#P20_7936)>. Acesso em: 29.10.2016). Nesse sentido, também foi a manifestação de J. Coates perante o Senado Federal dos Estados Unidos da América: “*While the various proposals being considered have been characterized as promoting jobs and economic growth by reducing regulatory burdens and costs, it is better to understand them as changing, in similar ways, the balance that existing securities laws and regulations have struck between the transaction costs of raising capital, on the one hand, and the combined costs of fraud risk and asymmetric and unverifiable information, on the other hand. Importantly, fraud and asymmetric information not only have effects on fraud victims, but also on the cost of capital itself. Investors rationally increase the price they charge for capital if they anticipate fraud risk or do not have or cannot verify relevant information. Anti-fraud laws and disclosure and compliance obligations coupled with enforcement mechanisms reduce the cost of capital.*” (COATES, John C. *Testimony of John C. Coates IV Before the U.S. Senate Subcommittee on Securities, Insurance and Investment on Proposed Securities Law Reforms*. 2011, p. 2-3. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1973258>>. Acesso em: 29 out. 2016). Em sentido semelhante também foi a manifestação de J. Coffee, que chegou a qualificar o diploma como *The Boiler Room Legalization Act of 2011*: “*I support the intent of the bills now pending before the Senate to facilitate smaller offerings at low cost (particularly S.1544 and S.1831). Still, without some changes (which are essentially modest), one of these bills (S.1791) could well be titled “The Boiler Room Legalization Act of 2011.” Of even greater concern to me is the overbreadth inherent in S.1824, which pushes up the threshold at which an issuer must become a “reporting company” and make periodic disclosures to the market to 2,000 shareholders of record. I can understand the case for increasing the threshold under Section 12(g), but the problem with the approach taken is that record ownership is easily manipulated and companies could come to have 5,000 or more beneficial shareholders (and billions in stock market capitalization) without becoming subject to the increased transparency of the Securities and Exchange Act of 1934. There is no need for such an open-ended exemption (largely benefitting larger firms) or for such a dramatic retreat from the principle of transparency that has long governed our securities markets in order to spur job creation at smaller firms.*” (COFFE, John. *Spurring Job Growth Through Capital Formation While Protecting Investors – Statement of Professor John C. Coffee, Jr at Hearings Before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*. 2011, p. 1. Disponível em: <[http://www.banking.senate.gov/public/\\_cache/files/d580503c-a7f3-4db5-b9f5-968d03af374f/33A699F5355D59925B69836A6E068FD0.coffetestimony12111.pdf](http://www.banking.senate.gov/public/_cache/files/d580503c-a7f3-4db5-b9f5-968d03af374f/33A699F5355D59925B69836A6E068FD0.coffetestimony12111.pdf)>. Acesso em 29 out. 2016).

edição do *Securities Act* de 1933 (contribuindo, inclusive, para a crise econômica deflagrada pelo *crash* da *New York Stock Exchange* em 1929).<sup>1015</sup>

Evidente que tal polarização extrapola o debate técnico-jurídico sobre a natureza dos regimes regulatórios instituídos. Trata-se, em verdade, de uma das múltiplas facetas associadas ao embate sobre os limites da atuação do Estado na organização econômica e na estruturação dos mercados, e a efetividade dos benefícios gerados diante dos custos decorrentes, direta ou indiretamente, para os agentes privados.<sup>1016</sup>

Todavia, não se pode deixar de notar que, transcorridos cinco anos da edição do diploma, não se tem notícias de casos significativos de fraudes ou prejuízos aos investidores em função da flexibilização regulatória promovida pelo *JOBS Act*. Em contrapartida, a contribuição dos regimes especiais introduzidos ou reformados pelo diploma, cuja implementação pelo regulador terminou apenas em 2015, já começam a ser notadas, embora seja ainda prematuro buscar, a partir daí, inferir seus reais efeitos positivos.<sup>1017</sup>

Passando à análise desses mecanismos, cumpre destacar, preliminarmente, que tais regimes especiais não eximem os ofertantes do cumprimento dos dispositivos concernentes a fraude e responsabilidade civil constante do *Securities Act* de 1933, impondo obrigações de veracidade em relação às informações que forem divulgadas aos potenciais investidores no contexto de tais operações.<sup>1018</sup>

Todavia, nessas operações, não é obrigatória a participação de intermediários

---

<sup>1015</sup> Cf. COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 8.

<sup>1016</sup> Avaliando as medidas decorrentes do *JOBS Act* sob essa perspectiva, R. Thompson e D. Langevoort afirmam: “*In all of this, we acknowledge that we have largely assumed — not demonstrated — that ’33 Act interventions like registration, disclosure, due diligence and liability generate significant benefits for investors, in excess of their costs. As we stated at the outset, our effort here is to re-map the boundaries of the Act in light of what has changed recently, not to ask, even though it is a perfectly legitimate question, whether the Act was a good idea in the first place as applied to baseline offerings, IPOs. Our sense is that that it is, and we could point to plenty of indirect evidence in that direction, but we leave to elsewhere this largely empirical question. So, too, will we leave largely unaddressed what some deeply conservative critics of governmental regulation say: that it is illegitimate to spend public resources to protect competent adults from their own foolish economic choices, especially if the burdens fall on potentially productive economic activity.*”<sup>55</sup> *We are quite sure that some of the push for the JOBS Act reflects that ideology, more than just the instrumental pursuit of capital formation or job creation, and that securities regulation will be struggling with this ideological battle for some time to come.*” (THOMPSON, Robert B; LANGEVOORT, Donald C. (2012). Op. cit., p. 16).

<sup>1017</sup> Nesse sentido, em avaliação dos efeitos do *JOBS Act* em relação ao mercado de valores mobiliários norteamericano até o momento, M. Zeidel afirma: “*The JOBS Act has been successful in incentivizing pre-IPO financing rounds and providing companies with more flexibility in timing their IPOs, particularly as a result of the increase in the number of shareholders before a company is required to become a reporting company. The longer-term effects of some provisions are continuing to develop.*” (ZEIDEL, Michael J. *The Jobs Act: Did it Accomplish Its Goals?*, 2016. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2016/07/18/the-jobs-act-did-it-accomplish-its-goals/>>. Acesso em: 29 out. 2016).

<sup>1018</sup> Cf. COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 249.

(*underwriters*)<sup>1019</sup> – que, nas ofertas públicas, possuem também obrigações quanto à verificação das informações prestadas pelo ofertante e responsabilidades daí decorrentes<sup>1020</sup> – o que contribui para a redução dos custos diretos e indiretos da transação, sobretudo em relação aos processos de auditoria (*due diligence*) tradicionalmente conduzidos por tais instituições em ofertas públicas, em vistas das obrigações e do regime de responsabilidade ao qual estão sujeitas.<sup>1021</sup>

O principal e mais utilizado mecanismo semipúblico de formação de capital constante do arcabouço regulatório norte-americano é aquele prescrito na *Regulation D*, editada em 1982,<sup>1022</sup> com o declarado objetivo de promover e incentivar a formação de capital de sociedades de menor porte por meio do mercado de valores mobiliários norte-americano – e reformada em determinados aspectos essenciais a partir da edição do *JOBS Act* em 2012.<sup>1023</sup>

---

<sup>1019</sup> Cf. IVANOV, Vlad; GULLAPALLI, Rachita; BAUGUESS, Scott. Op. cit., p. 37.

<sup>1020</sup> Conforme será detalhado no item 4.4.1 a seguir.

<sup>1021</sup> A esse respeito, M Steinberg afirma: “*The costs and nature of the registration statement are due largely to § 11 of the 1933 Act which, in practical effect, imposes a “due diligence” requirement upon certain parties, including the issuer’s directors and certain of its executive officers, the underwriters, and experts, including accountants (with respect to those portions of the registration statement which an accountant “expertise”). (...) Hence, the “due diligence” requirement is given “teeth” by the liability consequences. In general, if there is a material misrepresentation or nondisclosure in the registration statement, parties subject to § 11 liability, except the issuer, can avoid such liability only by showing that they had exercised “due diligence,” i.e., that they had conducted a reasonable investigation and, after such investigation, had no reason to believe and did not believe that the registration statement contained any materially false or misleading statements. While the issuer is the only party that has no “due diligence” defense under § 11 and is subject to strict liability, it may be insolvent. The result is that aggrieved plaintiffs seek redress against the “deep pockets,” frequently the underwriters and the accountants. Because of the severe financial ramifications that can amount to several million dollars, parties potentially subject to § 11 liability, at least in the initial public offering (IPO) context, seek to ensure that abundant due diligence is performed. Accordingly, the costs of having a “registered” offering under the Securities Act frequently will be substantial.*” (STEINBERG, Marc. Op. cit., p. 96-97).

<sup>1022</sup> Cf. IVANOV, Vlad; GULLAPALLI, Rachita; BAUGUESS, Scott. Op. cit., p. 7. Sobre os propósitos associados à edição da *Regulation D*, L. Loss et. al destacam: “*The adoption of Regulation D followed a considerable period of evolution. Although efforts to adjust the private offering exemption date back at least to 1941, it was not until 1974 that the Commission adopted its initial safe harbor, Rule 146. The Commission, in part in response to criticisms of Rule 146, promulgated two alternative limiting offering exemptive rule. In 1975 Rule 240 was adopted to provide a safe harbor for offerings of \$100,000 or less in any 12-month period by issuers whose securities were beneficially owned by 100 or fewer persons. Then, in 1980, after observing that commentators at the Commission’s small business hearings ‘indicated that the existing exemptive rules, particularly Rule 146... and 240 were not particularly helpful to small business,’ the Commission adopted Rule 242, initially to provide an exemption for issues up to \$2 million (then the §3(b) amount) sold within any six-month period to no more than 35 investors apart from accredited investors. In 1982 the Commission adopted Regulation D as an amalgam of Rules 146, 240, and 242, simultaneously making significant changes.*” (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Op. cit., p. 545-546).

<sup>1023</sup> Cf. IVANOV, Vlad; GULLAPALLI, Rachita; BAUGUESS, Scott. Op. cit., p. 6. Tal propósito foi expressamente declarado pela SEC quando da edição da *Regulation D* em 1982: “*The Commission announces the adoption of new Regulation governing certain offers and sales of securities without registration under the Securities Act of 1933 and a uniform notice of sales form to be used for all offerings under the Regulation. (...) The regulation is designed to simplify and clarify existing rules and regulations, to eliminate any unnecessary restrictions that those rules and regulations place on issuers, particularly small business, and to achieve*

A *Regulation D* contempla três regimes especiais para realização de ofertas de valores mobiliários que não se sujeitam aos requisitos aplicáveis às ofertas públicas previstos no *Securities Act* de 1933 (chamadas, por lá, de *limited offers* ou *exempt offers*), estabelecidos em suas *Rules 504, 505 e 506*.

Tais regimes se diferenciam quanto ao montante financeiro ofertado, ao perfil dos potenciais investidores, à possibilidade ou não de emprego de mecanismos de esforço de venda (*solicitation*), às informações obrigatórias a serem divulgadas no momento da oferta e à existência de restrições à transferência dos valores mobiliários adquiridos.<sup>1024</sup>

A depender do regime utilizado, a oferta deverá observar também o disposto na regulamentação estadual (dos Estados em que a operação está sendo realizada) em relação à dispensa ou ao registro da oferta perante o regulador estadual, o que pode agregar complexidade a tais operações, uma vez que os requisitos previstos na regulamentação federal e estadual podem divergir.<sup>1025</sup>

Ademais, a *Regulation D* reforça expressamente a aplicação dos dispositivos relativos a fraude e responsabilidade civil constantes do *Securities Act* de 1933 às transações feitas em respaldo de tal regramento.<sup>1026</sup>

---

*uniformity between state and federal exemptions in order to facilitate capital formation consistent with the protection of investors.*” (Cf. *Securities Act Release* n° 6389 (1982) apud COFFEE, Jonh; SALE, Hillary. Op. cit., p. 353).

<sup>1024</sup> Cf. CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 560.

<sup>1025</sup> Cf. 17 CFR §230.500(b). Nos termos das alterações promovidas ao *Securities Act* de 1933 pelo *National Securities Markets Improvement Act* de 1996, editado com o intuito de uniformizar os requisitos regulatórios aplicáveis ao mercado de valores norte-americano previsto na legislação federal e nas múltiplas legislações estaduais, os valores mobiliários qualificados como “*covered securities*” estão dispensados do cumprimento com a legislação estadual, o que se aplica, em relação aos valores mobiliários ofertados em respaldo da *Regulation D*, apenas àqueles objeto de transações realizadas nos termos de sua *Rule 506*, conforme previsto na *Section 18* do *Securities Act* de 1933. A esse respeito, S. Choi e A. Pritchard afirmam: “*The diversity of regulatory approaches among the states forced issuers selling securities in multiple states to spend time and resources to comply with each states’ securities registration requirements. In 1996, Congress narrowed the scope of state securities regulation with the National Securities Markets Improvement Act of 1996 (NSMIA). Certain “covered securities,” including securities listed or approved for listing on the NYSE, AMEX and Nasdaq are exempted from state securities registration requirements. Covered securities also include securities issued in an exempt offering under Rule 506. Consequently, states may not require the registration of securities offered and sold under Rule 506. States may nonetheless require that Rule 506 issuers notify the states of the offering and to impose a notification fee. Although NSMIA bars state registration of certain securities, states can continue to investigate and enforce their antifraud laws. Under NSMIA, covered securities do not include securities exempt from registration pursuant to Rules 504 or 505 of Regulation D. State Blue Sky regulation may potentially apply to Rule 504 and 505 offerings as a result. Covered securities also do not include securities offered and sold under § 3(a)(11) of the intrastate offering exemption. We discuss the intrastate offering exemption later in the chapter. Despite the potential application of Blue Sky registration requirements to Rule 504 and 505 offerings, most states have adopted exemptions from registration. The states vary in their requirements for an exemption.*” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 585).

<sup>1026</sup> Cf. 17 CFR §230.500 (a).

Como regra geral, os valores mobiliários ofertados de acordo com a *Regulation D* terão sua negociabilidade restrita, sendo limitada a sua transferência a terceiros, exceto na hipótese de o emissor ser registrado perante a *SEC* nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934 ou caso tal restrição à revenda seja objeto de alguma exceção específica.<sup>1027</sup> Tal mecanismo decorre da natureza restrita dessas transações (em termos qualitativos e quantitativos), que seria frustrada caso fosse possível, em ato subsequente à oferta, a livre negociação de tais valores mobiliários entre quaisquer tipos de investidores.<sup>1028</sup>

Também com o objetivo de evitar a frustração da natureza das ofertas realizadas nos termos da *Regulation D*, a regra contém um dispositivo segundo o qual todas as vendas que sejam partes de uma única oferta devem ser consideradas como uma oferta integrada.<sup>1029</sup>

De modo a verificar se uma sequência de operações deve ser considerada como uma única oferta integrada, deve ser avaliado em que medida (i) as transações realizadas fazem parte de um mesmo plano de financiamento; (ii) as transações realizadas envolvem a emissão de valores mobiliários de mesma espécie e classe; (iii) as transações realizadas foram feitas simultaneamente ou em curto intervalo de tempo; (iv) a mesma contraprestação está sendo recebida em todas as transações; e (v) as transações foram realizadas com o mesmo propósito.<sup>1030</sup>

A norma estabelece ainda uma presunção de que ofertas realizadas com intervalo superior a seis meses não devem ser consideradas como uma única operação integrada.<sup>1031</sup>

A *Rule 504* contempla um regime especial para realização de ofertas de valores mobiliários envolvendo pequeno volume financeiro, nos termos da *Section 3(b)* do *Securities Act* de 1933,<sup>1032</sup> até o limite de USD1 milhão.<sup>1033</sup> Tais transações, todavia, não estão dispensadas da observância da legislação estadual, caso aplicável.<sup>1034</sup>

As operações feitas em respaldo da *Rule 504* não estão sujeitas a limites quantitativos

---

<sup>1027</sup> Cf. 17 *CFR* §230.502(d). As hipóteses de dispensa de tal restrição, que pavimentam o caminho para a organização de um mercado secundário para tais valores mobiliários, serão abordadas no item 4.3.4 a seguir.

<sup>1028</sup> Cf. COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 302.

<sup>1029</sup> A esse respeito, S. Choi e A. Pritchard afirmam: “*Issuers may devise other strategies to divide offerings artificially to evade other Regulation D requirements. For example, both Rule 505 and Rule 506 offerings impose a limit of 35 purchasers. An issuer may divide an offering for \$10 million to 60 purchasers into two parts- selling \$5 million to 30 purchasers in two “separate” offerings—to avoid the 35-purchaser limit. (...)Left unconstrained, issuers would be free to break apart transactions, evading many of Regulation D’s limitations. The integration doctrine restrains the ability of issuers to re-characterize offerings strategically.*” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 576-577).

<sup>1030</sup> Cf. 17 *CFR* §230.502(a).

<sup>1031</sup> Cf. 17 *CFR* §230.502(a).

<sup>1032</sup> Cf. *Securities Act of 1933*, §3(b)(1).

<sup>1033</sup> Cf. 17 *CFR* §230.504(b)(2).

<sup>1034</sup> Cf. 17 *CFR* §230.500 (a).



ou qualitativos, podendo envolver qualquer quantidade de investidores, independentemente de seu grau de sofisticação.<sup>1035</sup> Existem, todavia, restrições quanto aos emissores que podem utilizar tal mecanismo, uma vez que tais ofertas não podem ser realizadas por emissores que sejam registrados perante a *SEC* nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934.<sup>1036</sup> Ademais, não existem obrigações informacionais específicas para realização de tais transações.<sup>1037</sup>

Adicionalmente, no contexto de tais transações, via de regra, não podem ser empregados mecanismos de esforço de venda (*solicitation*) e os valores mobiliários ofertados terão sua negociabilidade restrita,<sup>1038</sup> exceto quando de outra forma disposto pela legislação estadual, caso aplicável.<sup>1039</sup>

A *Rule 505*, por sua vez, estabelece um regime especial para realização de ofertas de valores mobiliários de volume inferior a USD 5 milhões,<sup>1040</sup> também em respaldo da hipótese de dispensa constante da *Section 3(b)* do *Securities Act* de 1933. Assim como ocorre nos termos da *Rule 504*, tais transações também não estão dispensadas da observância à legislação estadual, caso aplicável.<sup>1041</sup>

O regime da *Rule 505*, todavia, se difere substancialmente em relação aos emissores que podem utilizar tal mecanismo, aos investidores que podem participar das transações realizadas em seu respaldo, bem como em função das obrigações informacionais impostas ao ofertante.

Ao contrário do que ocorre na *Rule 504*, tais operações podem ser realizadas também por emissores que sejam registrados perante a *SEC* nos termos do *Securities and Exchange*

---

<sup>1035</sup> Cf. 17 CFR §230.504(b)(1).

<sup>1036</sup> Cf. 17 CFR §230.504(a).

<sup>1037</sup> Cf. 17 CFR §230.504(b).

<sup>1038</sup> Cf. 17 CFR §230.504(b)(1).

<sup>1039</sup> Cf. 17 CFR §230.504(b)(1)(i), (ii) e (iii). Sobre possibilidade de emprego de mecanismos de esforço de venda e de livre negociação dos valores mobiliários ofertados, nos contextos das transações realizadas de acordo com a *Rule 504*, M Steinberg afirma: “In order for general solicitation to be permitted and the securities acquired to be freely transferable, one of the following two conditions must be met: – the offering is registered under a state law requiring public filing and delivery of a disclosure document before sale. For sales to occur in a state that does not mandate such a disclosure document, the offering must be registered in another state with such a provision and the disclosure document filed in that state must be delivered to all purchasers before sale in both states; or – the securities are issued under a state law exemption that permits general solicitation and general advertising so long as sales are made only to “accredited investors” as that term is defined in Regulation D. [In 2007, the SEC proposed to amend this provision “so that securities sold pursuant to a state law exemption that permits sales only to accredited investors would be deemed ‘restricted securities’”, and, hence not freely transferable. Securities Act Release No. 8828 (2007). To date, this proposal has not been adopted] Where neither of these conditions is satisfied, Rule 504 prohibits advertising and general solicitation and deems the securities acquired restricted.” (STEINBERG, Marc. Op. cit., p. 121).

<sup>1040</sup> Cf. 17 CFR §230.505(b)(2)(i).

<sup>1041</sup> Cf. 17 CFR §230.500 (a).

*Act* de 1934.<sup>1042</sup>

Por outro lado, em relação ao público-alvo da oferta, o regime da *Rule 505* contempla uma combinação de limites quantitativos e qualitativos. Como regra geral, as transações realizadas nos termos do regime prescrito pela *Rule 505* não podem resultar na aquisição dos valores mobiliários ofertados por mais de trinta e cinco investidores.<sup>1043</sup> Todavia, a regra exclui de tal cômputo investidores que sejam classificados como “investidores autorizados” (*accredited investors*).<sup>1044</sup>

A definição de *accredited investors* prevista na *Regulation D*<sup>1045</sup> é bastante abrangente, e inclui (i) instituições financeiras; (ii) fundos de pensão; (iii) veículos de *venture capital*; (iv) pessoas jurídicas com ativos em montante superior USD 5 milhões; (v) sócios e administradores do emissor; (vi) pessoas naturais com patrimônio superior a USD 1 milhão ou com renda anual acima de USD 200 mil ou USD 300 mil (quando combinado com o cônjuge) nos últimos dois anos; e (vii) pessoa jurídica em que todos os sócios são *accredited investors*.

Assim, os valores mobiliários ofertados em transações realizadas sob a égide da *Rule 505* podem ser adquiridos por até trinta e cinco investidores comuns e qualquer número de *accredited investors*. Essa circunstância mitiga, em muito, os efeitos daquela limitação quantitativa que, outrora, como visto, era um dos principais delimitadores em relação às ofertas que não se qualificam como públicas para os efeitos da regulamentação.

Ademais, na hipótese de a transação contemplar apenas *accredited investors*, nenhuma obrigação informacional é imposta ao emissor.<sup>1046</sup> Entretanto, caso a operação inclua a participação de investidores que não são *accredited investors*, é obrigatória a divulgação de um determinado conjunto de informações mínimas no contexto da oferta.<sup>1047</sup>

As informações a serem divulgadas (que contemplam dados financeiros e não financeiros sobre a companhia) dependem, por sua vez, do tamanho da transação e do tipo de investidor (caso se trate de emissor registrado perante a *SEC* nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934, poderá, por exemplo, aproveitar as informações divulgadas

---

<sup>1042</sup> Cf. 17 CFR §230.505(a).

<sup>1043</sup> Cf. 17 CFR §230.505(b)(2)(i).

<sup>1044</sup> Cf. 17 CFR §230.501(e)(1)(iv).

<sup>1045</sup> Cf. 17 CFR §230.501(a).

<sup>1046</sup> Cf. 17 CFR §230.502(b)(1).

<sup>1047</sup> Cf. 17 CFR §230.502(b)(1) e (2).

periodicamente).<sup>1048</sup>

Ademais, no contexto de tais transações não podem ser empregados quaisquer mecanismos de esforço de venda (*solicitation*).<sup>1049</sup>

Não obstante a flexibilidade que envolve os regimes especiais prescritos pela *Rule 504* e pela *Rule 505*, tais mecanismos são, na prática, pouco utilizados, especialmente quando comparados com a *Rule 506*, responsável pela esmagadora maioria das operações realizadas nos termos da *Regulation D*, constituindo o principal *safe-harbor* do sistema regulatório norte-americano para realização de operações não sujeitas ao regramento das ofertas públicas.<sup>1050</sup>

A principal razão pela larga predominância da *Rule 506* está associada ao fato de as operações realizadas em seu respaldo estarem isentas do cumprimento da legislação estadual, agregando maior simplicidade à sua formatação.<sup>1051</sup>

---

<sup>1048</sup> Sobre tal regime informacional, J Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*Any non accredited investors in a Rule 505 or Rule 506 offering, however, must be given specified information “a reasonable time prior to sale.” In addition to required disclosures, nonaccredited investors must be given “any material written information concerning the offering that has been provided by the issuer to any accredited investor.” See Rule 502 (b)(2) (iv). Failure to provide the required disclosures to nonaccredited investors will negate the availability of the exemption. See, e.g., SEC v. Empire Develop. Group, 2008 U.S. Dist. LEXIS 43509 (S.D.N.Y. May 30, 2008). The nature of disclosures required is specified in Rule 502(b) and depends upon the size of the offering and the nature of the issuer. If the issuer is a reporting company, the affirmative disclosure obligation may be satisfied by providing purchasers with designated filings made with the SEC pursuant to the ‘34 Act reporting requirements. See Rule 502(b)(2)(ii). If the issuer is not a reporting company, Rule 502(b)(2)(i) prescribes certain disclosures to the extent material to an understanding of the issuer, its business, and the securities being offered.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 300-301).

<sup>1049</sup> Cf. 17 CFR §230.502(c).

<sup>1050</sup> A esse respeito, V. Ivanov, R. Gullapalli e S. Bauguess afirmam: “*Consistent with previous findings, Rule 506 continues to be the predominant capital market for private offerings under Regulation D. Securities issued under Rule 506 are considered “covered securities” pursuant to Section 18 of the Securities Act, and are thus exempt from state securities law registration and qualification requirements. Most Regulation D offerings (95% since 2009, see Figure 4) are issued under Rule 506. Rule 506 offerings accounted for more than 99% of the reported capital raised through Regulation D offerings since 2009.*” (IVANOV, Vlad; GULLAPALLI, Rachita; BAUGUESS, Scott. Op. cit., p. 12).

<sup>1051</sup> Cf. IVANOV, Vlad; GULLAPALLI, Rachita; BAUGUESS, Scott. Op. cit., p. 15. A esse respeito, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*An advantage of Rule 506 is that securities issued under the exemption are ‘covered securities’ under the National Securities Markets Improvement Act of 1966 and, accordingly, not subject to state regulation through registration. The same benefit does not extend to offerings under Rules 504 e 505.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 279). Por esse motivo, mesmo as transações que, em função do volume financeiro envolvido, poderiam ser realizadas nos termos da *Rule 504* ou da *Rule 505*, acabam por utilizar-se da *Rule 506*. Evidenciando tal circunstância, V. Ivanov, R. Gullapalli e S. Bauguess atestam: “*Even among Regulation D offerings under \$5 million in size, for which Rule 505 offerings are possible, Rule 506 accounts for almost 97% of the capital raised. Similarly, for offerings under \$1 million by non-fund issuers, for which Rule 504 offerings are possible, Rule 506 accounts for approximately 91% of the capital raised. Unlike 506 offerings, Rule 504 and Rule 505 offerings are subject to state registration laws, suggesting that the more restrictive provisions of Rule 506 are less important than state securities law preemption (e.g., Rule 506(b) limits the participation of non-accredited investors to 35 per offering, prohibits general solicitation, and the securities issued in Rule 506 offerings are restricted securities, whereas Rule 504 allows for an unlimited number of non-accredited investors and may, under certain circumstances, permit general solicitation and result in the issuance of unrestricted securities).*” (IVANOV,

Adicionalmente, diferentemente da *Rule 504* e da *Rule 505*, a *Rule 506* não limita o valor das transações realizadas nos termos de seu regramento.

Assim, a *Rule 506* estabelece um regime especial para realização de ofertas de valores mobiliários sem quaisquer limites em relação ao volume financeiro ofertado, por meio do estabelecimento de requisitos que, uma vez atendidos, asseguram o enquadramento da transação na hipótese de dispensa contemplada na *Section 4(2)* do *Securities Act* de 1933.

Tais operações podem ser realizadas por quaisquer tipos de emissores, inclusive aqueles registrados perante a *SEC* nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934.<sup>1052</sup>

E assim como ocorre em relação às transações realizadas nos termos da *Rule 505*, a *Rule 506* também estabelece, no que diz respeito ao público-alvo das respectivas ofertas, uma combinação de limitações quantitativas e qualitativas.

Assim, as transações realizadas de acordo com seu regime também não podem resultar na aquisição de valores mobiliários por mais de trinta e cinco investidores,<sup>1053</sup> excluídos desse cômputo investidores que sejam classificados como *accredited investors*, em relação aos quais não existe qualquer limite.<sup>1054</sup> Todavia, nos termos da *Rule 506*, há ainda um segundo critério de ordem qualitativa: os investidores que não sejam *accredited investors* devem ser dotados de sofisticação suficiente para compreender os riscos envolvidos na transação.<sup>1055</sup> Todavia, a norma não fixa critérios claros em relação aos elementos concretos que atestam tal grau de sofisticação.<sup>1056</sup>

---

Vlad; GULLAPALLI, Rachita; BAUGUESS, Scott. Op. cit., p. 12). Segundo R. Campbell, tal realidade indica um afastamento da *Regulation D* de seus propósitos iniciais de prover as empresas de menor porte com mecanismos mesmos custosos de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, uma vez que tais emissores acabam por não utilizar os regimes menos onerosos constantes da *Rule 504* e da *Rule 505* para realizar transações que seriam elegíveis a tais regimes, em função da complexidade associada ao cumprimento da regulamentação estadual: “Typically, companies eligible to use Rule 504 and Rule 505 face tough circumstances when they seek external capital. As a result of their size and the small amounts of capital they seek to raise, their offerings are difficult and expensive. Financial intermediation is likely to be unavailable, and relative transaction costs for these companies are high. Why, then, would such companies opt out of the benefits of what appear to be lower transaction costs associated with an offering under Rule 504 or Rule 505 in favor of the apparently higher transaction costs associated with offerings under Rule 506? And further, why would such companies significantly limit the pool of potential investors by offering only to accredited investors? The most obvious explanation is that altering the terms and techniques of the offerings in order to meet the requirements of Rule 506 and limiting the offerings to accredited investors solve the issuers’ state securities problems.” (CAMPBELL JR, Rutheford B. “The Wreck of Regulation D: The Unintended (and Bad) Outcomes for the SEC’s Crown Jewel Exemptions” *The Business Lawyer*. Washington DC: New American Bar Association, v. 66, 2011, p. 932.)

<sup>1052</sup> Cf. 17 CFR §230.506(a).

<sup>1053</sup> Cf. 17 CFR §230.506(b)(2)(i).

<sup>1054</sup> Cf. 17 CFR §230.501(e)(1)(iv).

<sup>1055</sup> Cf. 17 CFR §230.506(b)(2)(ii).

<sup>1056</sup> Acerca das dificuldades envolvidas, em concreto, na aferição dessa sofisticação, J Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “Rule 506 is alone among the Regulation D exemptions in requiring that either (1) each purchaser who is not an accredited investor, alone or with a representative, have such knowledge and

Ademais, assim como ocorre em relação à *Rule 505*, na hipótese de a transação contemplar investidores que não são *accredited investors*, é também obrigatória a divulgação de determinadas informações aos investidores.<sup>1057</sup>

Conforme acima mencionado anteriormente, uma das grandes alterações promovidas em decorrência do *JOBS Act* diz respeito ao emprego de mecanismos que contemplem esforço de venda ou colocação (*solicitation*), em relação às transações efetivadas nos termos da *Rule 506*.

Historicamente, o emprego de tais mecanismos sempre foi vedado fora do universo das ofertas públicas. Todavia, o *JOBS Act* determinou à *SEC* a revisão de tal vedação em relação às transações realizadas nos termos da *Rule 506*, desde que destinadas exclusivamente a *accredited investors*.<sup>1058</sup>

Em 2013, a *SEC* promoveu tal alteração na *Regulation D*, passando a admitir o emprego de mecanismos de esforço de venda em tais transações, quando destinadas apenas a *accredited investors* e desde que o emissor, nesse caso, se encarregue de verificar que todos os investidores participantes da operação cumprem com tal requisito.<sup>1059</sup>

Consequentemente, passaram a existir dois regimes possíveis para a realização de ofertas nos termos da *Rule 506*. No caso de transações sem o emprego de mecanismos de esforço de venda, é permitida a participação de até trinta e cinco investidores que não sejam *accredited investors* (desde que cumprido aquele critério de sofisticação acima referido), e, nesse caso, o emissor fica desobrigado a atestar a condição do *accredited investors* participantes da operação, podendo fiar-se na declaração do próprio investidor a esse respeito.

Caso o emissor deseje empregar mecanismos de esforço de venda, a participação na operação é restrita aos *accredited investors*, competindo ao emissor verificar tal condição.<sup>1060</sup>

---

*experience in financial and business matters to be able to evaluate the merits and risks of the prospective investment; or (2) the issuer reasonably believe this is the case. As to the latter requirement, some courts find that a sufficient basis for the issuer's reasonable belief exists if the prospective investor simply represents in the subscription document that she is an accredited investor (...) Conditioning the Rule 506 exemption on the sophistication of purchasers introduces elements of uncertainty that issuers will attempt to minimize or eliminate. The best tactic for an issuer seeking to eliminate any question about the exemption's availability is to limit an issuance to accredited investors.*" (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 287).

<sup>1057</sup> Cf. 17 CFR §230.502(b)(1) e (2).

<sup>1058</sup> *Jobs Act, Title II, Section 201(a)(1)*.

<sup>1059</sup> Cf. 17 CFR §230.506(c).

<sup>1060</sup> A esse respeito, S. Choi e A. Pritchard afirmam: "*The JOBS Act and Rule 506(c) do not eliminate the prohibition on general solicitation altogether. The prohibition still applies to all Rule 505 offerings as well as*

Outra importante alteração introduzida pelo *JOBS Act* diz respeito à ampliação do regime especial aplicável às ofertas de valor limitado, nos termos da *Section 3(b)(2)* do *Securities Act* de 1933, vocacionado especialmente a promover a formação de capital por sociedades empresárias de menor porte.

Tais transações, anteriormente eram limitadas a USD 5 milhões. Com o advento do *JOBS Act*, a *SEC* passou a deter a prerrogativa de estabelecer um regime especial para valores mobiliários objeto de oferta destinada ao público que não exceda USD 50 milhões a cada período de doze meses.<sup>1061</sup>

Tais ofertas podem ser destinadas ao público em geral<sup>1062</sup> e os valores mobiliários ofertados não se sujeitam a restrições quanto a sua circulação<sup>1063</sup> (diferentemente do que ocorre em relação às ofertas reguladas nos termos da *Regulation D*). Por essa razão, tais transações são conhecidas, no mercado de valores mobiliários norte-americano, como “miniofertas públicas”.

Nessa hipótese, os emissores estão sujeitos a determinadas obrigações informacionais, tanto no âmbito da oferta como posteriormente à mesma, que, todavia, são menos onerosas do que aquelas constantes do regime geral previsto, respectivamente, no *Securities Act* de 1933 e no *Securities and Exchange Act* de 1934.

Esse regime especial é delineado pela *Regulation A*, substancialmente alterada pela *SEC* em 2015 com o objetivo de adaptá-la às novidades introduzidas pelo *JOBS Act*.<sup>1064</sup>

---

*Rule 506(b) offerings if not all purchasers are accredited. Issuers are therefore faced with a choice. They can structure their offerings to sell only to accredited investors, thereby avoiding general solicitation prohibition. This option under Rule 506(c) comes with a cost, however, as it requires that the issuer verify the accredited investor status of participants in the offering. The second option, under Rule 506(b), does not allow for general solicitation, but it does allow the issuer to rely on self-verification of accredited investor status by participants in the offering. To date, most issuers have chosen Rule 506(b), apparently preferring self-verification over the opportunity to engage in a general solicitation.”* (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 585). Todavia, conforme apurado por V. Ivanov, R. Gullapalli e S. Bauguess, a novidade, implementada em setembro de 2013, foi pouco utilizada até o presente momento: “*Most of the \$1.3 trillion was reported raised through Rule 506(b), which prohibits general solicitation and general advertising, and limits investor participation to accredited investors and up to 35 sophisticated, but non-accredited, investors. Amounts reported raised under Rule 506(c) remain a small fraction of the total (2%) of the capital reported raised pursuant to Regulation D since the rule became effective on September 23, 2013, suggesting that most issuers of unregistered securities are not yet seeking investors through general solicitation and general advertising.”* (IVANOV, Vlad; GULLAPALLI, Rachita; BAUGUESS, Scott. Op. cit., p. 4).

<sup>1061</sup> Cf. *Section 3(b)(2)(A)* do *Securities Act* de 1933.

<sup>1062</sup> Cf. *Section 3(b)(2)(B)* do *Securities Act* de 1933.

<sup>1063</sup> Cf. *Section 3(b)(2)(C)* do *Securities Act* de 1933.

<sup>1064</sup> Sobre tal reforma, S Choi e A. Pritchard afirmam: “*Congress boosted the appeal of Regulation A as part of the JOBS Act of 2012. Viewing the \$5 million ceiling as inadequate, Congress raised the statutory exemption authority to \$50 million. Section 3(b)(5) provides for SEC review of the offering amount limitation every 2 years to determine whether to increase the amount. Another key change for Regulation A is Securities Act §8(b)(4), which provides for ongoing periodic disclosure after the offering. Rather than piggyback onto the existing disclosure regime, Congress instructed the SEC to create a new set of disclosure rules for Regulation*

A *Regulation A* contempla dois regimes distintos para a realização de ofertas sujeitas a procedimentos diferenciados de registro perante a *SEC*.

O primeiro deles (denominado *Tier 1*) contempla ofertas no montante de até USD 20 milhões em um período de doze meses,<sup>1065</sup> enquanto o segundo (denominado *Tier 2*) contempla transações de até USD 50 milhões em um período de doze meses.<sup>1066</sup>

Apenas emissores que não sejam *reporting companies*, nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934,<sup>1067</sup> podem utilizar o regime especial disposto na *Regulation A*.<sup>1068</sup>

As ofertas realizadas nos termos da *Regulation A* devem incluir a divulgação de um conjunto customizado de informações por meio de um *offering statement*<sup>1069</sup> e um *offering circular*,<sup>1070</sup> com conteúdo inspirado naquele tradicionalmente constante dos prospectos utilizados nas ofertas públicas, porém de forma simplificada.

Ademais, no caso das transações realizadas nos termos do regime *Tier 2*, os emissores deverão sujeitar-se, também, a obrigações informacionais periódicas e eventuais subsequentes à realização da oferta,<sup>1071</sup> não obstante significativamente simplificadas em comparação ao regime geral exigido para as *reporting companies* nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934.<sup>1072</sup>

---

*A issuers. The SEC implemented this new exemption authority in 2015. The so-called “Regulation A+.”* (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 589).

<sup>1065</sup> Cf. 17 CFR § 230.251(a)(1).

<sup>1066</sup> Cf. 17 CFR § 230.251(a)(2).

<sup>1067</sup> Tal limitação, inclusive, foi objeto de críticas por parte do ex-*Commissioner* da *SEC*, D. Gallagher: “*Third, we should have allowed reporting issuers to use Regulation A. It’s not entirely clear why issuers already complying with the full periodic reporting regime would have wanted to do a Regulation A offering, but on the other hand Private Investments in Public Equity, or PIPEs, are clearly used from time to time. Perhaps a use for a Regulation A offering, or what I will call a half-PIPE, would have developed too – at which time we could have assessed that use and determined whether additional restrictions were necessary. But it never will now, because we couldn’t see our way to giving issuers the flexibility. This is too bad.*” (GALLAGHER, Daniel M. *Statement at Open Meeting on Reg A+*. US Securities and Exchange Commission, 2015. Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/statement/032515-ps-dmg-a.html>>. Acesso em: 12 abr. 2015).

<sup>1068</sup> Cf. 17 CFR § 230.251(b).

<sup>1069</sup> Cf. 17 CFR § 230.252.

<sup>1070</sup> Cf. 17 CFR § 230.253.

<sup>1071</sup> Cf. 17 CFR § 230.257(b).

<sup>1072</sup> Acerca de tais obrigações, S Choi e A. Pritchard afirmam: “*Regulation A differs from Regulation D in that an unlimited number of non-accredited investors may purchase in a Regulation A offering. Moreover, investors who purchase in a Regulation A offering may resell their shares immediately without restriction. Those resales may generate a secondary market for the securities of even a private company. Unlike a Regulation D private placement, a secondary market may develop quickly for shares sold through a Regulation A offering. Is a secondary market likely to develop for the shares of a private company, which by definition has a relatively low amount of assets and shareholders? (If the total asset size crosses \$10 million and the number of shareholders cross the thresholds set in § 12(g) then the private company will have to register as a public company.) To address concerns about uninformed investors, the SEC provides for ongoing disclosures for Tier 2 issuers that have sold securities through a Regulation A offering. These requirements are similar to, but more limited than the periodic disclosure requirements imposed on public companies. Rule 257(b).*” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 596).

Em relação ao procedimento aplicável a tais transações, a *Regulation A* contém provisões semelhantes àquelas previstas no *Securities Act* de 1933 em relação às ofertas públicas de valores mobiliários. Dessa forma, a *Regulation A* veda a realização de esforços de venda antes do envio à *SEC* do *offering statement*, excepcionando, contudo, de tal vedação,<sup>1073</sup> as interações havidas com os investidores para fins de verificar a viabilidade da transação.<sup>1074</sup> Após a apresentação do *offering statement*, os esforços de venda podem ser iniciados, inclusive mediante a utilização de uma versão preliminar do *offering statement*,<sup>1075</sup> sendo que a efetiva colocação dos valores mobiliários pode ocorrer apenas após a aprovação do regulador.<sup>1076</sup>

A sistemática regulatória norte-americana contempla, ainda, outros regimes especiais que conformam mecanismos de formação semipública de capital no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano que, não obstante menos relevantes, merecem breve menção.

O primeiro deles diz respeito às ofertas de valores mobiliários realizadas exclusivamente dentro do território de um único Estado norte-americano (*intrastate offering*).

Tais operações são, nos termos da *Section 3(a)(11)* do *Securities Act* de 1933, dispensadas do cumprimento dos requisitos aplicáveis às ofertas públicas, desde que observados determinados parâmetros.<sup>1077</sup>

A origem de tal regime está associada a preocupações constitucionais aventadas à época da edição do *Securities Act* de 1933, em decorrência do regime federalista que marca os Estados Unidos da América<sup>1078</sup> e parte do pressuposto de que a proximidade territorial entre investidor e emissor e a supervisão de tais operações pelos reguladores estaduais justificariam a desnecessidade de ingerência da *SEC* em relação a tais transações.<sup>1079</sup>

---

<sup>1073</sup> Cf. 17 CFR § 230.251(d)(1).

<sup>1074</sup> Cf. 17 CFR § 230.255(a).

<sup>1075</sup> Cf. 17 CFR § 230.254.

<sup>1076</sup> Cf. 17 CFR § 230.252(e).

<sup>1077</sup> Cf. *Securities Act of 1933*, §3. (a)(11).

<sup>1078</sup> Cf. PALMITER, Alan. Op. cit., p. 203.

<sup>1079</sup> Cf. STEINBERG, Marc. Op. cit., p. 140. A esse respeito, S. Choi e A. Pritchard afirmam: “Despite the reach of §5 to offerings essentially intrastate in character, there are reasons to exempt such offerings from the registration requirements. Intrastate offerings are often smaller in scope and are sold to investors that have a general knowledge of the local companies offering the securities, reducing the need for the heavy regulatory intervention of § 5. Offerings that take place solely within one state may have less effect on the confidence of investors in the national securities marketplace. Finally, state “Blue Sky” securities regulation, discussed earlier in the chapter, provides a substitute for federal securities regulation. Particularly if the offering is sold in only one state, state regulators have both a greater incentive to police the offering (all the investors are



Em linhas gerais, o dispositivo estabelece hipótese de dispensa do cumprimento dos requisitos previstos no *Securities Act* de 1933 em relação a “um valor mobiliário que é parte de uma emissão ofertada e vendida apenas para pessoas residentes em um único Estado”, quando o emissor for uma pessoa residente ou constituída e que “conduza negócios” no mesmo Estado, independentemente do valor envolvido e do grau de qualificação de seus destinatários.

A redação de tal dispositivo, apesar de sua aparente simplicidade, sempre gerou enormes dúvidas, diante de sua abrangência.<sup>1080</sup> Na tentativa de conferir maior concretude e previsibilidade a tal regime especial, a SEC editou, em 1974, a *Rule 147*, fixando parâmetros que, uma vez observados, garantem o enquadramento da transação em tal hipótese (*safe-harbor*).<sup>1081</sup>

Nos termos da *Rule 147*, tais transações devem ser realizadas por emissores cujo principal escritório de atuação seja estabelecido no Estado onde a oferta é realizada.<sup>1082</sup> Adicionalmente, pelo menos oitenta por cento (i) de suas receitas devem ser provenientes daquele Estado; (ii) de seus ativos devem estar ali localizados; e (iii) de seus recursos devem ser ali utilizados.<sup>1083</sup>

Adicionalmente, em relação aos destinatários da operação, a *Rule 147* estabelece que esses devem possuir residência principal no Estado.<sup>1084</sup> Adicionalmente, a norma prescreve que os valores mobiliários ofertados em seu respaldo não podem ser negociados por pelo

---

*within their jurisdiction) and a greater ability to do so.”* (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 612).

<sup>1080</sup> A esse respeito, J Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*In spite of its apparent simplicity, the intrastate offering exemption has proven to be one of the more problematic of the '33 Act's exemptions. The idea of relieving purely local financings from the '33 Act's registration requirements is simple to express but poses numerous policy issues at the level of implementation. What is a local financing? What does doing business mean? How is residency to be defined? Will the exemption be lost if the issuer makes an honest mistake concerning the residency of an investor? Will a single nonresident investor destroy the availability of the exemption in its entirety and permit even resident investors to demand a rescission of the transaction? At what point can securities placed under the exemption be resold? May the securities be resold to nonresidents? What is the effect on the exemption's availability if an issuer, in a separate transaction, sells securities of the same or a similar class to a nonresident? Can the exemption be used as a backdoor means of making a public offering? In the words of a former chairman of the SEC, “as a practical matter the intrastate exemption is loaded with dynamite and must be handled with very great care.”* (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 250-251).

<sup>1081</sup> Cf. STEINBERG, Marc. Op. cit., p. 140. Não obstante a maior concretude conferida pela *Rule 147*, seu regime acaba por enrijecer o tratamento desse tipo de oferta, conforme nota M. Steinberg: “*What the Rule gives in clarity and precision, it takes away in breadth. Rule 147 narrows the statutory exemption in several ways. In addition, it is all-inclusive; to qualify for its safe-harbor an issuer must satisfy every condition of the Rule...*” (STEINBERG, Marc. Op. cit., p. 146).

<sup>1082</sup> Cf. 17 CFR §147 (c).

<sup>1083</sup> Cf. 17 CFR §147 (c).

<sup>1084</sup> Cf. 17 CFR §147 (d).

menos nove meses após a operação.<sup>1085</sup>

Ainda no que diz respeito a esses regimes especiais sob os quais determinadas operações são realizadas ao largo dos requisitos tipicamente aplicáveis às ofertas públicas, cumpre mencionar, brevemente, também o regime especial previsto na *Rule 701*, que contempla a dispensa de registro perante a *SEC* de ofertas de valores mobiliários de empresas não registradas perante o regulador nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934 no contexto de planos de benefícios concedidos a seus empregados,<sup>1086</sup> bem como a *Regulation S*, que prevê hipóteses específicas de dispensa de registro perante a *SEC* de ofertas públicas de valores mobiliários realizadas fora dos Estados Unidos, da qual participem determinados investidores norte-americanos.<sup>1087</sup>

#### 4.3.3.2 O regime europeu

Conforme mencionado, a delimitação do perímetro regulatório que separa as transações de valores mobiliários com *status* de oferta pública, daquelas que não devem

---

<sup>1085</sup> Cf. *17 CFR §147 (e)*.

<sup>1086</sup> Cf. *17 CFR §701 (e)*. De acordo com tal regramento, tais ofertas devem ser destinadas exclusivamente aos empregados da sociedade e não podem exceder o maior entre os seguintes valores (i) USD 1 milhão; (ii) quinze por cento do total de ativos da empresa; ou (iii) quinze por cento da quantidade emitida da espécie e classe de valores mobiliários ofertados.

<sup>1087</sup> Embora complexo, o regramento constante da *Regulation S* basicamente permite que ofertas públicas de valores mobiliários que não envolvam esforço de venda nos Estados Unidos sejam realizadas sem a necessidade de registro da operação perante a *SEC*. Sobre o propósito de tal regra, M. Steinberg afirma: “*In Regulation S, the SEC embraced a territorial approach to the extraterritorial application of registration under the Securities Act. This approach is based on the notion that the registration requirements of the Securities Act are intended to protect the U.S. capital markets and all investors in such markets, whether U.S. residents or foreign nationals. Regulation S represents a change in emphasis, from attempting to protect U.S. persons irrespective of where they are located, to protecting the integrity of the U.S. capital markets. For registration purposes, the Commission decided to rely upon the laws in the jurisdictions in which the transactions occur rather than the U.S. Securities Act. The Commission stated: “The territorial approach recognizes the primacy of the laws in which a market is located. As investors choose their markets, they choose the laws and regulations applicable in such markets.” Adherence to this approach is premised on the principles of comity and the expectations of participants in the global markets. The territorial approach thus forms the basis of the Regulation S regulatory framework.*” (STEINBERG, Marc. Op. cit., p. 157-158). Tal regramento, aplicado em conjunto com a *Rule 144A* – que será abordada no item 4.3.4 a seguir – permitem que valores mobiliários objeto de ofertas públicas no exterior sejam negociados nos Estados Unidos da América, sem a necessidade de registro da oferta ou do emissor perante a *SEC*. Cumpre destacar, inclusive, que esse é o *safe-harbor* utilizado por praticamente todas as companhias brasileiras que realizam ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, da qual participam determinadas categorias de investidores qualificados norte-americanos. Sobre tal utilidade da *Regulation S*, M. Steinberg afirma: “*Regulation S and Rule 144A should be viewed together with respect to the SEC’s role in facilitating use of the U.S. marketplace for foreign companies without implicating the Securities Act’s registration provisions. (...) Hence, the interaction of Rule 144A with Regulation S enables foreign issuers to sell their securities into the U.S. without having to comply with § 5’s registration mandate. “Although not all U.S. investors have access to this market, the institutional investors who are the United States’ principal securities consumers [are] able to purchase a wider selection of foreign securities without going abroad.” Therefore, a foreign issuer can comply with Regulation S in issuing its securities and subsequently have such securities enter the U.S. markets by means of Rule 144A.*” (STEINBERG, Marc. Op. cit., p. 164-165).

receber tal tratamento, foi um dos grandes objetivos da *Prospectus Directive*, que buscou fazê-lo por meio da introdução de uma definição das características que marcam uma oferta pública<sup>1088</sup> e um rol de exceções a tal tratamento.<sup>1089</sup>

Tais exceções foram, inclusive, objeto de alteração por meio da *Directive 2010/73/EU*, que alterou a *Prospectus Directive* justamente para ampliar o regime especial aplicável às operações com valores mobiliários que não envolvem uma oferta pública, com o objetivo de incentivar o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, especialmente por empresas de menor porte.<sup>1090</sup>

Em linhas gerais, os regimes especiais estabelecidos pela *Prospectus Directive*, que dispensam determinadas transações da obrigação de elaboração e divulgação de um prospecto aprovado pelo regulador local, levam em consideração os seguintes fatores principais: o volume financeiro da transação, a capacidade econômica e sofisticação de seus destinatários e o número de ofertados.

Nos termos do *Article 1º(2)(h)* da *Prospectus Directive*, o regimento ali contido não se aplica a ofertas de valores mobiliários em montante inferior a EUR 5 milhões, em um período de doze meses,<sup>1091</sup> independentemente dos meios empregados para sua colocação e do número de participantes.<sup>1092</sup> Adicionalmente, o *Article 3º(2)(e)* dispensa as obrigações de elaborar e divulgar prospecto aprovado pelo regulador local no caso de ofertas envolvendo menos de EUR 100 mil, em um período de doze meses.<sup>1093</sup>

Apesar da aparente sobreposição, os regimes se distinguem em um aspecto relevante: em relação às ofertas de até EUR 5 milhões, cada estado-membro dispõe de autoridade para impor requisitos adicionais, inclusive obrigar a divulgação de um prospecto, ao passo que em relação às ofertas de valor inferior a EUR 100mil, não há tal possibilidade.<sup>1094</sup>

---

<sup>1088</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 2º (d).

<sup>1089</sup> Cf. MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 85.

<sup>1090</sup> Cf. MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 90-91.

<sup>1091</sup> Cf. Artigo 1º (2)(h) da *Prospectus Directive*.

<sup>1092</sup> Cf. MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 82.

<sup>1093</sup> Cf. Artigo 3º (2)(e) da *Prospectus Directive*.

<sup>1094</sup> Cf. PIENSTRANCOSTA. Alain. Op. cit., p. 352-353. A esse respeito, N. Maloney afirma: “Although not expressly targeted to SME issuers, two exemptions from the Directive apply to smaller offers. Under Article 1(2)(h), the Directive does not apply to securities included in an offer where the initial consideration for the offer in the EU is less than €5 million (calculated over a period of 12 months), whether the offer takes the form of a public offer or admission to trading on a regulated market. Article 3(2)(e) further provides that an offer of securities with a total consideration in the EU of less than €100,000 (calculated over a period of 12 months) is not subject to the prospectus obligation, although this exclusion from scope lifts on admission to trading on a regulated market. In effect, requirements (governed by national law) on offers of less than €5 million, but may not impose national requirements on offers with a total consideration of less than €100,000. While these are long-standing exemptions, the 2010 Amending Prospectus Directive’s increase of the original Article

Adicionalmente, a *Prospecto Directive* contempla também regimes especiais para as transações que, independentemente do valor envolvido, contemplem algum tipo de limitação, quantitativa ou qualitativa, em relação a seus destinatários.<sup>1095</sup>

Tal situação abrange qualquer oferta de valores mobiliários (i) dirigida unicamente a investidores qualificados;<sup>1096</sup> (ii) dirigida a menos de cento e cinquenta pessoas que não sejam investidores qualificados;<sup>1097</sup> (iii) dirigida a investidores que necessariamente adquiram valores mobiliários por um valor total de pelo menos EUR 100 mil por investidor;<sup>1098</sup> e (iv) cujo valor unitário de cada valor mobiliário seja superior a EUR 100 mil.<sup>1099</sup>

Para efeitos da aplicação de tais regimes, são reputados investidores qualificados (i) entidades reguladas ou autorizadas a operar no mercado financeiro, incluindo instituições de crédito, firmas de investimento, seguradoras, veículos de investimento coletivo, fundos de pensão e outros investidores institucionais; (ii) pessoas jurídicas que atendam a dois critérios entre (a) possuir ativos superiores a EUR 20 milhões; (b) auferir receitas superiores a EUR 40 milhões por ano; ou (c) manter investimentos superiores a EUR 2 milhões; (iii) entidades governamentais e supranacionais; (iv) investidores que expressamente solicitam tal enquadramento, desde que (a) tenham realizado pelo menos dez transações financeiras em volume significativo por trimestre, no último ano; (b) tenham investimentos no mercado financeiro superiores a EUR 500 mil; ou (c) tenham atuado profissionalmente no mercado financeiro por pelo menos um ano.<sup>1100</sup>

No Reino Unido, o *Financial Services and Markets Act* de 2000 incorpora tais

---

*1(2)(h) threshold from €2.5 million to €5 million reflects an intensifying EU policy concern, driven by the financial crisis, to ease the regulatory burden on smaller issuers.*” (MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 91). Sobre a natureza da dispensa, que embute transações que teoricamente poderiam se aproximar de ofertas públicas, em função dos mecanismos de colocação utilizados, P. Davies e S. Worthington afirmam: “*As for the fourth and most contentious case, i.e. where the information is admittedly useful but the cost of providing it is thought to be out of proportion to the benefits flowing from it, the PD excludes a number of small offers. The Directive as a whole does not apply where the total amount to be raised in the offer is no more than €5 million over a period of 12 months. Somewhat oddly, there is then a separate exemption from the definition of a public offer for “an offer of securities with a total consideration of less than EUR 100,000” over a period of 12 months. The policy seems to be to leave the Member States free to impose or not their domestic prospectus rules on offers below the 5m limit, but to prohibit them from so doing in the case of offers below €100,000.*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 920).

<sup>1095</sup> Cf. PIENRANCOSTA. Alain. Op. cit., p. -353.

<sup>1096</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 3° (2)(a)

<sup>1097</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 3° (2)(b)

<sup>1098</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 3° (2)(c).

<sup>1099</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 3° (2)(d).

<sup>1100</sup> Cf. Artigo 2° (1)(e) da *Prospectus Directive*.

regimes especiais da mesma forma como prescritos na *Prospectus Directive*,<sup>1101</sup> embora, conforme já mencionado, o *Companies Act* de 2006 adote critérios diferentes de qualificação de uma determinada transação como uma oferta pública, para os efeitos da definição das operações cuja realização é vedada pelas companhias que não são *public limited companies*.<sup>1102</sup>

Já na França, no âmbito da transposição da *Prospectus Directive* ao *Code monétaire et financière*, foi atribuída à *AMF* a fixação daqueles parâmetros.<sup>1103</sup>

Dessa forma, o *Code monétaire et financière* e o *Règlement général da AMF* estabelecem uma limitação adicional em relação às ofertas que envolvam montante entre EUR 100 mil e EUR 5 milhões, que se beneficiam da dispensa de registro perante o regulador desde que o volume ofertado não represente mais da metade do capital social do emissor.<sup>1104</sup> Ademais, na hipótese de admissão à negociação desses valores mobiliários em um *multilateral trading facility*, tal limite pode ser reduzido para EUR2,5 milhões, a pedido da respectiva entidade administradora do sistema.<sup>1105</sup> No mais, a norma reflete as hipóteses constantes da *Prospectus Directive*.<sup>1106</sup>

Da mesma forma, na Itália, o *Testo unico*<sup>1107</sup> atribui à *Consob* a fixação de tais parâmetros, bem como de outras hipóteses em que os requisitos aplicáveis às ofertas públicas de valores mobiliários são total ou parcialmente dispensados. Nesse aspecto, o *Regolamento Consob n. 11971* de 14.5.1999 (conforme alterado) estabelece tais parâmetros da mesma forma como previstos na *Prospectus Directive*.<sup>1108</sup>

---

<sup>1101</sup> Cf. *Section 85(5)(a)* e *Section 86(1)* do *Financial Services and Markets Act* de 2000.

<sup>1102</sup> A esse respeito, P. Davies e S. Worthington, afirmam: “*The definition of what is a public offer for the purpose of the Act is in s.756. This section makes it clear that “public” includes a section of the public (“however selected”). On the other hand, the definition excludes an offer which “can properly be regarded, in all the circumstances, as not being calculated to result, directly or indirectly, in the shares or debentures becoming available for subscription or purchase by persons other than those receiving the offer or invitation”. Also excluded are offers which are of “domestic concern” to the company, into which category fall, presumptively, offers to the company’s existing members or employees, their families, debentureholders of the company or a trustee for any of the above. The main issue with this definition is that it does not fit exactly with the definition of a “public offer” used for the purposes of determining the applicability of the additional regulation discussed in the next Chapter. In particular, it does not fit with the definition of a public offer in the Prospectus Directive, which determines whether a prospectus is required (and regulates its contents, if it is). On the one hand, some offers regarded as private under the Act might be public under the Directive. (...). On the other hand, a private company may be prevented by the Act from making an offer in respect of which, if it were a public company, it would not need to produce a prospectus, because the offer would fall within one of the exemptions contained in the Directive.*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 875-876).

<sup>1103</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L411-2 e article L411-3.

<sup>1104</sup> Cf. *Règlement général da AMF*, article 211-2.

<sup>1105</sup> Cf. *Règlement général da AMF*, article 211-2.

<sup>1106</sup> Cf. *Règlement général da AMF*, article 211-2 e article 211-3.

<sup>1107</sup> Cf. *Testo unico*, art. 100 – 1.

<sup>1108</sup> Cf. *Regolamento Consob n. 11971* de 14.5.1999, art. 34-ter.

Na Alemanha, por sua vez, o *WpPG*<sup>1109</sup> tratou de alterar alguns desses parâmetros, estabelecendo regime especial (no qual é dispensada a elaboração e aprovação do prospecto pelo regulador), em relação às ofertas de valores mobiliários (i) envolvendo menos de EUR 100 mil, em um período de doze meses; (ii) dirigidas unicamente a investidores qualificados; (iii) dirigidas a menos de cem pessoas que não sejam investidores qualificados; (iv) dirigidas a investidores que necessariamente adquiram valores mobiliários por um valor total de pelo menos EUR 50 mil por investidor; e (v) cujo valor unitário de cada valor mobiliário seja superior a EUR 50 mil.<sup>1110</sup>

A *Prospectus Directive* contempla, ainda, regimes especiais a serem utilizados no contexto de ofertas realizadas por emissores de menor porte. Nesse sentido, além dos regimes acima descritos, a norma busca também direcionar a instituição de regimes regulatórios diferenciados para as ofertas públicas realizadas por empresas de pequeno e médio porte (*small and medium-sized enterprises*),<sup>1111</sup> definidas, para esses efeitos, como aquelas que, no exercício social em questão, se enquadram em pelo menos dois dos seguintes critérios: (i) número médio de empregados inferior a duzentos e cinquenta; (ii) patrimônio líquido inferior a EUR 43 milhões; e (iii) receita líquida anual inferior a EUR 50 milhões.<sup>1112</sup>

Dessa forma, a norma estabelece expressamente que o conteúdo mínimo do prospecto, nesse caso, deve ser estabelecido de modo customizado e em consideração à natureza da atividade e o tamanho do emissor.<sup>1113</sup> Tal regime consta da *Commission Regulation (EC) No 809/2004*, que, ao fixar o conteúdo mínimo do prospecto, estabelece um conjunto informacional customizado a ser utilizado na hipótese de uma oferta pública de valores mobiliários emitidos por uma empresa pequena ou média.<sup>1114</sup>

Essa sistemática é, ainda, complementada pela *Transparency Directive*, que também institui um regime customizado para tais emissores em relação às informações periódicas e eventuais que estão obrigados a disponibilizar em função da admissão à negociação de seus valores mobiliários em mercados regulamentados.<sup>1115</sup>

---

<sup>1109</sup> Cf. *WpPG*, §2(4).

<sup>1110</sup> Cf. *WpPG*, §3(2).

<sup>1111</sup> A esse respeito, registra o o *Recital 41* da *Prospectus Directive*: “In exercising its implementing powers in accordance with this Directive, the Commission should respect the following principles: (...)— the need to balance, on a long-term basis, the costs and benefits to market participants (including SMEs and small investors) of any implementing measures, (...)”

<sup>1112</sup> Cf. Artigo 2º(1)(f) da *Prospectus Directive*.

<sup>1113</sup> Cf. Artigo 7º(2)(e) da *Prospectus Directive*.

<sup>1114</sup> Cf. Artigo 26(b) da *Commission Regulation (EC) No 809/2004*.

<sup>1115</sup> Cf. *Transparency Directive*, *recital (36)* e *article 3º*. A esse respeito, M. Maloney afirma: “By contrast with the 2003 *Prospectus Directive*, *SME issuers were not originally directly addressed by the 2004 Directive*,

Esse regime especial foi, igualmente, recepcionado pela legislação local, nos termos do *Financial Services and Markets Act* de 2000 e das *Prospectus Rules* da *Financial Conduct Authority*<sup>1116</sup> no Reino Unido, do *Code monétaire et financier* e do *Règlement général da AMF*,<sup>1117</sup> na França, do *Testo unico* e no *Regolamento Consob n. 11971 de 14.5.1999*,<sup>1118</sup> na Itália, e do *WpPG*,<sup>1119</sup> na Alemanha.

Por fim, cumpre destacar, também, que os movimentos regulatórios de fomento à ampliação de tais mecanismos de formação semipública de capital – desencadeados no mercado norte-americano a partir da edição do *JOBS Act* – também repercutiram fortemente na Europa.

Por lá, a preocupação em relação à efetividade dos mecanismos de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários aumentou significativamente após as reformas regulatórias implementadas no âmbito dos mercados financeiros e de capitais europeus após a crise de 2008, especialmente à luz da histórica predominância do mercado financeiro em sentido estrito como fonte principal de financiamento da atividade produtiva no continente.

Isso porque, conforme mencionado anteriormente, os rígidos requisitos de capital que passaram a ser exigidos das instituições financeiras (e outras entidades assemelhadas) em decorrência da implementação dos princípios de Basileia III no âmbito da União Europeia (por meio da *Directive 2013/36/EU* e da *Regulation (EU) N. 575/2013*), trouxeram uma nova realidade em relação à capacidade de tais entidades suportarem o financiamento de empresas, especialmente daquelas de menor porte, haja vista o incremento do custo de tais operações para as instituições financeiras, em função da nova sistemática prudencial de

---

*although the calibrations which apply in the related annual reporting and IFRS regime applied. SME interests were, however, to the fore in the review of the Transparency Directive, with concerns repeatedly raised as to the costs of the transparency regime, the visibility and 'bottleneck' problems faced by SME issuers (when the market is processing extensive disclosures and focused on the largest issuers as a result, particularly between annual and half-year reports), a related reduction in the value of regulated markets to SME issuers, and the disproportionate impact on the SME segment of the absence of a consolidated regime for pan-EU disclosure dissemination. The Commission's 2011 Proposal related the reform process to the wider SME and growth agenda, and focused closely on enhancing regulated market venues for SME issuers and on reducing the cost of capital for SMEs. The major SME-related reform under the 2013 Amending Transparency relates to the interim reporting regime; while general in application it has been driven by SME sector concerns. Similarly, the general reforms to the dissemination regime are designed to support SME issuers. The Directive also extends the period within which the half-yearly report must be published, in an attempt to address SME bottleneck problems.” (MALONEY, Niamh. Op. cit., p.134).*

<sup>1116</sup> Cf. *Financial Services and Markets Act* de 2000, §87A; *Prospectus Rules* da *Financial Conduct Authority*, § 2.3.

<sup>1117</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L412-1 e *Règlement général da AMF*, article 212-7.

<sup>1118</sup> Cf. *Testo unico*, art. 94 e *Regolamento Consob n. 11971* de 14.5.1999, art. 5.

<sup>1119</sup> Cf. *WpPG*, §7.

alocação de capital que passou a ser exigida de tais instituições.<sup>1120</sup>

Adicionalmente, também no bojo das reformas iniciadas após a crise de 2008, foram instituídos requisitos mais rígidos em relação às entidades gestoras de veículos de investimento, incluindo fundos de *venture capital* e de *private equity*, o que gerou temor em relação ao desenvolvimento de tal indústria, especialmente diante de sua importância em

---

<sup>1120</sup> Tal diagnóstico constou de estudo elaborado pelo *Securities and Markets Stakeholder Group (SMSG)* a pedido da *European Securities Market Authority (ESMA)*: “As a result of the global financial crisis, SMEs’ own financial resources have deteriorated, leading to lower generation of internal cash flow and hence to greater external financing needs. This has lead SMEs to deleverage their own balance sheets and to create liquidity cushions to take into account the uncertainty in bank lending over the near future. In the wake of the current financial crisis banks are generally, and to an even larger degree than historically, shying away from financing SMEs as they need to deleverage their balance sheet. This restricts credit to businesses even in those cases where companies generate a positive cash-flow which would allow for the servicing of debt. Smaller, younger and still developing companies are considered riskier, and banks prefer to concentrate their resources on lending to sovereigns (0% risk weighted), and larger companies, typically blue chip, where information asymmetries are smaller and where failure is less likely. In addition, banks have reduced cross-border lending which has led global companies to increasingly rely on their own domestic financial institutions further reducing the availability of debt capital for SMEs. It should be noted however that access to credit by SMEs remains strong in Germany. According to IFO index and KfW there has been no credit crunch on SME financing. Funding conditions for SMEs, with exception of very small ones, have never been better. Especially small and medium intermediaries like the German co-operative and saving banks provide financing to SMEs. As a result of the implementation of Basel III/CRD IV and Solvency II, banks and insurance companies face new tougher own funds requirements and greater liquidity constraints. This further reduces the availability of bank lending to companies and insurance companies to invest into equity causing an even greater crowding out effect for lending to SMEs compared to bigger companies and sovereigns. While larger companies may also be able to tap the corporate bond markets this option is typically not available for SMEs.” (SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding*. France, 2012, p. 5. Disponível em: <<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-smsg-59.pdf>>. Acesso em: 01 nov. 2016). Em mesmo sentido foi a conclusão do *The Growth and Emerging Markets Committee* da *International Organization of Securities Commission – IOSCO*: “The implementation of Basel III requirements is expected to have a significant impact on SMEs. Financing to SMEs could come under pressure, according to some industry observers and analysts, who are of the view that the global banking regulatory standard will pose a challenge to banks as it could make SME financing more costly. Many stakeholders, including regulators, the banking industry, as well as small businesses and their advisors, have warned that Basel III and its European version, the *Capital Requirements Directive (CRDIV)*, which require banks, amongst other requirements, to hold more capital, are likely to have a disproportionately negative impact on SMEs’ access to finance, even though this sector had little to do with the causes of the financial crisis. In Europe, given the greater dependence of SMEs on debt financing, the impact is likely to be even more adverse.” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. *SME Financing Through Capital Markets – Final Report*. Op. cit., p. 21). Em avaliação semelhante, N. Maloney afirma: “In the EU, the capital market dimension of SME finance has long been a policy concern of the Commission. The financial crisis has significantly sharpened the focus on the SME sector, internationally and domestically. In the EU, and reflecting wider political, market, and policy concern, the support of efficient SME access to finance has become a central pillar of crisis-era economic policy and of the current ‘Europe 2020’ economic strategy. Access-to-finance difficulties have long troubled the SME sector. In particular, bank lending has been dominant, given the information asymmetry, signalling, and relating discounting risks that SMEs face in the capital markets, which are exacerbated by the difficulties SMEs face in ensuring coverage by market gatekeepers/information intermediaries, notably investment analysts. Access-to-finance difficulties for SMEs accordingly became acute over the period of the crisis and in the time since, given the contraction in bank funding. The proportion of small bank loans as a proportion of total EU lending has dropped, reflecting de-leveraging pressures, reduced bank risk appetite, and regulatory effects relating to increased capital charges.” (MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 68-69).



relação ao provimento de capital às empresas em estágios iniciais de desenvolvimento.<sup>1121</sup>

Nesse contexto, iniciaram-se importantes movimentos de revisão regulatória com o objetivo de ampliar não apenas os mecanismos de formação semipública de capital, mas também simplificar o regime regulatório das ofertas públicas, especialmente quando realizadas por sociedades empresárias de menor porte.

Nesse contexto, a *Board of Supervisors* da *European Securities Market Authority* (*ESMA*) solicitou ao *Securities and Markets Stakeholder Group* (grupo multidisciplinar de assessoramento ao regulador europeu, composto por membros da indústria e da academia), a elaboração de um completo diagnóstico sobre o impacto da regulação europeia no processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, em relação às empresas pequenas e médias.<sup>1122</sup>

Como resultado, foi elaborado o relatório denominado *Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding*, identificando diversos empecilhos atualmente existentes na regulamentação em vigor e sugerindo medidas regulatórias voltadas a facilitar o acesso ao mercado de valores mobiliários por tais empresas.<sup>1123</sup> A iniciativa culminou com a realização de uma abrangente consulta pública pela *European Commission*, proposta com o intuito de coletar subsídios para uma ampla reforma da *Prospectus Directive*.<sup>1124</sup>

---

<sup>1121</sup> Cf. MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 303-305.

<sup>1122</sup> Cf. SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding*, Op. cit., p. 1.

<sup>1123</sup> Em linhas gerais, tais propostas contemplaram (i) a criação de um regime específico para mercados secundários diferenciado voltados a empresas de menor porte; (ii) alteração da *Prospectus Directive* para tornar mais fácil o acesso ao mercado de valores mobiliários por empresas de menor porte; (iii) aumento da disponibilidade de informações produzidas por analistas de investimento e agências de *rating* acerca de tais empresas; (iv) redução do custo de acesso e manutenção da listagem de tais empresas perante mercados regulados; (v) promoção de reformas na regulamentação dos fundos de investimento, com o intuito de incrementar a possibilidade de investimento em empresas de menor porte; (vi) incentivos fiscais; e (vii) medidas educativas. (Cf. SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP. *Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding*, Op. cit., p. 16-20).

<sup>1124</sup> Sobre os propósitos de tal revisão, a *European Commission* ressaltou ao divulgar o respectivo *Consultation Document*: “*The prospectus is the gateway into capital markets for firms seeking funding, and most firms seeking to issue debt or equity must produce one. It is crucial that it does not act as an unnecessary barrier to the capital markets. It should be as straightforward as possible for companies (including SMEs) to raise capital throughout the EU. The Commission is required to assess the application of the Directive by 1 January 2016 but given the importance of making progress towards a Capital Markets Union, has decided to bring the review forward. The review will seek to ensure that a prospectus is required only when it is truly needed, that the approval process is as smooth and efficient as possible, the information that must be included in prospectuses is useful and not burdensome to produce and that barriers to seeking funding across borders are reduced. (...) The objective of the review of the Directive is to reform and reshape the current prospectus regime in order to make it easier for companies to raise capital throughout the EU and to lower the associated costs, while maintaining effective levels of consumer and investor protection.*” (EUROPEAN COMMISSION. *Consultation Document: Review of the Prospectus Directive*. Bruxelas, 2015, p. 2-3. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document_en.pdf)>. Acesso em: 01 nov. 2016).

Tal processo levou à divulgação, ao final de 2015, de proposta de uma nova regulamentação aplicável às ofertas de valores mobiliários no âmbito da União Europeia e que, uma vez implementada, substituirá a *Prospectus Directive*.<sup>1125</sup>

Para além das importantes alterações a serem implementadas em relação aos procedimentos das ofertas públicas,<sup>1126</sup> a proposta da *European Commission* contempla, também, a ampliação da abrangência dos regimes especiais aplicáveis aos mecanismos de formação semipública de capital.

Entre as principais propostas estão o aumento dos limites constantes do *Article 1º (3)(d)* e do *Article 3º (2)(c)* da *Prospectus Directive* para EUR 10 milhões e EUR 500 mil, respectivamente.<sup>1127</sup>

---

<sup>1125</sup> Cf. EUROPEAN COMMISSION. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*. Bruxelas, 2015. Disponível em: <[http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:036c16c7-9763-11e5-983e-01aa75ed71a1.0006.02/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:036c16c7-9763-11e5-983e-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF)>. Acesso em: 01 nov. 2016. Sobre o escopo e os objetivos da nova regulamentação, a *European Commission* ressaltou em seu *Explanatory Memorandum*: “*The revision of the Prospectus Directive pursues a simple goal: provide all types of issuers with disclosure rules which are tailored to their specific needs while making the prospectus a more relevant tool of informing potential investors. In consequence, the proposal puts special emphasis on four groups of issuers: (1) issuers already listed on a regulated market or an SME growth market, which want to raise additional capital by means of a secondary issuance, (2) SMEs, (3) frequent issuers of all types of securities and (4) issuers of non-equity securities. It also intends to further incentivise the use of the cross-border "passport" for approved prospectuses, which was introduced by the Prospectus Directive. The proposed measures should (i) reduce the administrative burden of drawing up of prospectus for all issuers, in particular for SMEs, frequent issuers of securities and secondary issuances; (ii) make the prospectus a more relevant disclosure tool for potential investors, especially in SMEs; and (iii) achieve more convergence between the EU prospectus and other EU disclosure rules.*” (EUROPEAN COMMISSION. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*. Op. cit., p. 3).

<sup>1126</sup> Tais propostas serão brevemente exploradas no item 4.4.2.

<sup>1127</sup> A esse respeito, esclareceu a *European Commission* em seu *Explanatory Memorandum*: “*While most of the provisions on scope remain unchanged, the Proposal sets out new thresholds in Article 1(3)(d) and Article 3(2), of 'EUR 500 000' and 'EUR 10 000 000' respectively, in such a way as to ensure legal clarity. Under Directive 2003/71/EC, the prospectus requirement applies to offers of securities with a total consideration of EUR 5 000 000 or above, and Member States are free to set out their national rules below that amount (currently 17 Member States require a prospectus below the threshold of EUR 5 000 000). Article 1(3)(d) provides that no prospectus is required under this Regulation for offers of securities with a consideration below EUR 500 000. This acknowledges that the cost of producing a prospectus is disproportionate with regard to the envisaged proceeds where an offer of securities to the public has a consideration below EUR 500 000, as is typically the case on securities-based crowdfunding platforms. Increasing the range of small offers where the harmonised prospectus established by this Regulation does not apply will not, however, preclude Member States from requiring appropriate forms of disclosure for such issuance sizes, as long as Member States calibrate such requirements in a proportionate way, in keeping with the spirit of simplification and better integration of markets. While Article 3 clarifies that prior publication of a prospectus is mandatory for the offer of securities to the public and the admission of securities to trading on a regulated market situated or operating within the Union, its paragraph 2 establishes a mechanism of optional exemption at the discretion of Member States. Member States are given the choice to exempt from the harmonised prospectus established by this Regulation all offers of securities with a total consideration between EUR 500 000 and an amount which cannot exceed EUR 10 000 000.*” (EUROPEAN COMMISSION. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*. Op. cit., p. 13).

A proposta contempla, ainda, a ampliação do regime simplificado de realização de ofertas por empresas pequenas e médias, a ser aplicado especialmente em relação aos casos em que os valores mobiliários ofertados não serão admitidos à negociação em mercados regulados,<sup>1128</sup> por meio da utilização de um modelo simplificado de prospectos e da sujeição de um regime de obrigações posteriores também diferenciado.<sup>1129</sup>

#### 4.3.3.3 O regime brasileiro

Em comparação com o arcabouço regulatório norte-americano e europeu, os regimes especiais que conformam os mecanismos de formação semipública de capital no Brasil são ainda bastante incipientes, não obstante as recentes iniciativas a respeito da matéria.

Conforme mencionado anteriormente, a Lei nº 6.385/76 atribui à CVM amplos poderes para modelar o regime regulatório aplicável às ofertas de valores mobiliários e aos seus emissores.<sup>1130</sup> Todavia, tal prerrogativa ainda não foi, por aqui, utilizada em todo o seu potencial.

Para além das previsões constantes da Instrução CVM nº 400/03 em relação à realização facilitada de ofertas de valores mobiliários por micro e pequenas empresas, sem a necessidade de registro da transação<sup>1131</sup> ou do respectivo emissor perante a CVM,<sup>1132</sup> limitadas ao montante de R\$ 2,4 milhões a cada período de doze meses,<sup>1133</sup> (e da possibilidade de dispensa de registro ou de parte dos requisitos aplicáveis às ofertas públicas

---

<sup>1128</sup> Aplicando-se, por exemplo, em relação aos valores mobiliários negociados em *multilateral trading facilities*, inclusive aqueles criados especialmente para as sociedades empresárias de menor porte, nos termos do *MiFID II*. Acerca de tal regime, a *European Commission* ressaltou em seu *Explanatory Memorandum*: “*The specific regime for SMEs will allow these companies to draw up a distinct prospectus in case of an offer of securities to the public provided that they have no securities admitted to trading on a regulated market. For such companies the prospectus schedules (which will be designed in details by delegated acts) will focus on information that is material and relevant for companies of such size and a bottom-up approach will be taken to build the new information schedules. Compared to the existing Annexes XXV to XXVIII of Regulation (EC) No 809/2004, further alleviations will be introduced, so as to ensure proportionality between the company size and the cost of producing a prospectus. Article 15 also introduces an optional format for the prospectus for SMEs in the form of a “question and answer” disclosure document, which will be designed in details by delegated acts. ESMA will be empowered to develop guidelines helping SMEs to draw up a prospectus under that format. Like for all the minimum disclosure requirements under the prospectus regime, delegated acts will be adopted to specify the reduced information which must be included in the simplified registration document and securities note.*” (EUROPEAN COMMISSION. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*. Op. cit., p. 16).

<sup>1129</sup> Cf. *Article 15 da Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*.

<sup>1130</sup> Cf. artigo 19, § 5º e 21, §§1º e 6º da Lei nº 6.385/76.

<sup>1131</sup> Cf. artigo 5º, III da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1132</sup> Cf. artigo 7º, IV e V da Instrução CVM nº 480/09.

<sup>1133</sup> Cf. artigo 5º, §4º da Instrução CVM nº 400/03.

de maneira casuística pelo regulador)<sup>1134</sup> não havia, até recentemente, por aqui, nenhum regime especial para realização de ofertas que não envolvesse uma complexa e custosa oferta pública de valores mobiliários, devidamente registrado perante a CVM.

Tal panorama foi alterado apenas em 2008, com o advento da Instrução CVM nº 476/09, que instituiu um regime especial para a realização de transações qualificadas como “ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”.

A despeito da estranheza causada pela nomenclatura utilizada – uma vez que, tradicionalmente, o que qualifica uma oferta pública, inclusive nos termos da definição constante da Lei nº 6.385/76, é justamente o emprego de esforço de venda<sup>1135</sup> – o regime foi adotado com o propósito de criar um mecanismo facilitado para a realização de determinadas ofertas que contassem, simultaneamente, com limitação quantitativa e qualitativa em relação a seus destinatários.<sup>1136</sup>

Todavia, muito embora a CVM tenha declaradamente buscado inspiração no regramento norte-americano quando da elaboração de tal norma,<sup>1137</sup> a análise detida do

---

<sup>1134</sup> Cf. artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1135</sup> Em crítica à imprecisão técnica associada a tal nomenclatura, N. Eizirik et al. afirmam: “Vale ressaltar que, apesar de ser denominada “pública”, na oferta restrita não é admitida a “busca de investidores através de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores”. Devido ao acima disposto, observa-se claramente que as ofertas restritas, na forma em que foram reguladas pela Instrução CVM nº 476/2009, possuem determinadas características que as aproximam das ofertas privadas, como o fato de serem realizadas sem a utilização de meios de comunicação de massa ou estabelecimentos abertos ao público em geral (elemento objetivo) e de serem destinadas exclusivamente a um número limitado de investidores qualificados (elemento subjetivo). Em nosso entendimento, a CVM, ao editar a Instrução CVM nº 476/2009, incorreu em equívoco conceitual, na medida em que as denominadas ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos são, na verdade, ofertas privadas. (...) A CVM, contudo, ao invés de admitir a natureza privada das ofertas descritas na Instrução CVM nº 476/2009 e reconhecer que elas não estariam sujeitas à obrigatoriedade de registro, preferiu qualificá-las como públicas e dispensá-las automaticamente da obtenção de registro perante a Autarquia.” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 159-159). Todavia, O. Yazbek sugere uma justificativa mais pragmática para tal opção: “(...) de um modo geral, investidores institucionais, como os fundos de investimento e os fundos de pensão, apenas podem adquirir valores mobiliários que tenham sido objeto de oferta pública. No caso dos fundos de investimento, por exemplo, tal distinção está hoje consagrada na definição de ativo financeiro constante do inciso V do art. 2º da Instrução CVM nº 555/2014.” (YAZBEK, Otávio (2016). Op. cit., p. 181).

<sup>1136</sup> Cf. Artigo 1º, §1º da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1137</sup> Nesse sentido, declarou a CVM no bojo do Edital de Audiência Pública 05/08: “A Minuta se inspirou na regulamentação de outros países, como os Estados Unidos, que possuem regras semelhantes de dispensa de registro para ofertas públicas dirigidas a investidores qualificados e permitem a negociação desses títulos de forma restrita.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 05/2008, p. 1. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 nov. 2016). A esse respeito, esclarece O. Yazbek: “Vale ainda esclarecer que uma boa parte das obrigações estabelecidas para emissores e intermediários, assim como das restrições criadas pela Instrução CVM nº 476/2009, a despeito de inspirada pela experiência de outros países (e, em especial, pela norte-americana, como já se viu), está diretamente relacionada a preocupações que a CVM tinha em razão das características do mercado brasileiro e da natureza do passo que se estava dando. Daí por que a apresentação de referências aos regimes criados pelas normas estrangeiras será evitada nas discussões que se seguem.” (YAZBEK, Otávio (2016). Op. cit., p. 185).

conteúdo da Instrução CVM nº 476/09 revela significativas diferenças em comparação com a sistemática vigente naquele mercado, bem como no âmbito do mercado de valores mobiliários europeu.

A primeira grande diferença diz respeito às espécies de valores mobiliários que podem ser ofertados nos termos desse regime.

Não obstante a Lei nº 6.385/76 tenha, desde 2001, adotado uma noção genérica de valor mobiliário, a Instrução CVM nº 476/09 trata de circunscrever sua aplicação a um rol restrito desses títulos,<sup>1138</sup> excluindo, por exemplo, da incidência da norma, transações envolvendo valores mobiliários atípicos (nos termos da definição constante do artigo 2º, IX da Lei nº 6.385/76) algo que não se verifica nos regimes estrangeiros, que tradicionalmente se estendem para ofertas envolvendo quaisquer tipos de valores mobiliários.

Nessa sistemática de aplicação seletiva a apenas algumas espécies de valores mobiliários, a regra não contemplava em seu regime, até 2014, as ações ou valores mobiliários nela lastreados, conversíveis ou permutáveis, que passaram a integral tal rol apenas por meio da reforma promovida pela Instrução CVM nº 551/14.

A partir de então, a norma passou a contemplar dois regimentos distintos para realização de ofertas públicas de distribuição com esforços restritos:<sup>1139</sup> um deles aplicável às transações envolvendo valores mobiliários representativos de dívida (desde que não conversíveis)<sup>1140</sup> e outro aplicável às ofertas envolvendo ações e valores mobiliários nelas lastreados, conversíveis ou permutáveis (incluindo, também, certificados de depósito, debêntures conversíveis e bônus de subscrição).<sup>1141</sup>

A diferença entre tais regimes é substancial: enquanto as ofertas de valores mobiliários representativos de dívida podem ser realizadas por emissores dispensados de registro perante a CVM, as transações envolvendo ações e valores mobiliários nelas conversíveis apenas podem ser realizadas por companhias abertas devidamente registradas nos termos da Instrução CVM nº 480/09, sujeitas, portanto, a todas as obrigações, inclusive de natureza informacional, ali prescritas.<sup>1142</sup>

A despeito dos propósitos declarados quando da inclusão de tais valores mobiliários no âmbito do regime especial prescrito pela Instrução CVM nº 476/09, inseridos no contexto

---

<sup>1138</sup> Cf. artigo 1º da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1139</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2016). *Op. cit.*, p. 426-427.

<sup>1140</sup> Cf. artigo 1º, §1º, I a X da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1141</sup> Cf. artigo 1º, §1º, XI a XIV da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1142</sup> Cf. Artigo 1º, §1º, XI da Instrução CVM nº 476/09.

de uma política regulatória voltada a incentivar a utilização do mercado primário de valores mobiliários por empresas de menor porte,<sup>1143</sup> o fato de a utilização de tal mecanismo estar restrito às companhias abertas registradas perante o regulador retira, evidentemente, grande parte de sua utilidade enquanto um efetivo mecanismo de formação semipública de capital apto a auxiliar a capitalização de empresas em estágios menos desenvolvidos, justamente por não contemplar qualquer tipo de customização em relação ao regime regulatório ao qual tais emissores estão sujeitos.

A despeito de, conforme explorado acima, a dispensa de registro perante a CVM não ser suficiente para evitar a aquisição da qualidade de companhia aberta para os efeitos da atração da disciplina societária especial a elas aplicável nos termos da Lei nº 6.404/76 – em função da definição constante do artigo 4º de tal diploma, bem como do artigo 22 da Lei nº 6.385/76 –, fato é que a obrigatoriedade de registro perante o regulador agrega uma série de outros custos, diretos e indiretos, inclusive em função das obrigações informacionais que dele derivam, que poderiam ser evitados caso a norma contemplasse, para tais operações, a mesma hipótese de dispensa existente quando da realização de ofertas envolvendo valores mobiliários representativos de dívida.

---

<sup>1143</sup> A esse respeito, declarou a CVM no âmbito do Edital de Audiência Pública SDM nº 01/14, sobre a inclusão de tais valores mobiliários no rol da Instrução CVM nº 476/09: “*A Minuta propõe incluir ações e debêntures conversíveis ou permutáveis por ações emitidas por companhias registradas na categoria A no rol de valores mobiliários que podem ser objeto de uma oferta pública distribuída com esforços restritos, desde que observadas as condições previstas na instrução. As alterações incorporam algumas das sugestões apresentadas pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores à CVM com o objetivo de aprimorar o ambiente regulatório para que empresas de menor porte consigam acessar o mercado de capitais e se financiar por meio de emissões públicas de ações. Nesse primeiro estágio de inclusão de ações na lista de ativos da Instrução CVM nº 476, de 2009, as propostas da Minuta abrangem, todavia, apenas o grupo de companhias registradas na CVM na categoria A, independentemente do seu porte. A CVM avaliará oportunamente a conveniência da inclusão de regras diferenciadas para ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários emitidos por empresas de pequeno e médio porte.*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública nº 01/2014*, p. 1. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 01 nov. 2016). Sobre a motivação de tal reforma, O Yazbek destaca: “*Originariamente, a Instrução CVM no 476/2009 permitia, no § 1º de seu art. 1º, apenas a distribuição de títulos de dívida (e não apenas de debêntures e notas comerciais, como também daqueles títulos de aparecimento mais recente e as cotas de fundos de investimento fechados, que já apresentam uma natureza mais complexa). Quando da discussão pública sobre a matéria, a CVM expressamente esclareceu que entendia que esse seria o caminho mais adequado naquele primeiro momento. Afinal, tratava-se de um mecanismo novo que se deveria testar. Ademais, a oferta de ações demandaria alguns cuidados adicionais, tendo em vista algumas disposições da Lei no 6.404/1976 e o tipo de tutela dispensado aos acionistas de uma sociedade. A reforma veio não apenas em razão da experiência acumulada com os primeiros anos de vigência da regra (e de seu evidente sucesso, com um marcado aumento no número de operações e nos volumes captados), mas também em razão de um projeto mais amplo. Como se esclarece no Edital de Audiência Pública SDM nº 1/2014, as mudanças então promovidas destinavam-se a atender a algumas das sugestões apresentadas pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores (um comitê constituído por diversas entidades, públicas e privadas, em fins de 2012, para apresentar propostas destinadas a melhorar as condições de acesso de médias e pequenas empresas ao mercado de capitais), facilitando o financiamento de empresas de menor porte por meio de emissões públicas de ações.*” (YAZBEK, Otávio (2016). Op. cit., p. 184).

Dessa forma, os benefícios decorrentes do regimes especial se limitam, basicamente, à celeridade em relação à realização da transação, uma vez que não sujeita a prévio registro perante o regulador.

Mesmo a dispensa da obrigatoriedade de elaborar um prospecto – elemento central dos regimes especiais existentes nos Estados Unidos da América e na Europa – por aqui não significa muito em termos de desoneração regulatória.

Isso porque, dentro da sistemática atualmente em vigor no bojo da Instrução CVM nº 400/03, a parte mais relevante e de custosa elaboração do prospecto, relativa às informações sobre o emissor dos valores mobiliários, é formada exclusivamente a partir das informações constantes do formulário de referência (cujo conteúdo é simplesmente anexado ao prospecto)<sup>1144</sup> cuja elaboração é obrigatória para todas as companhias registradas perante a CVM.<sup>1145</sup>

Assim, os emissores que realizam ofertas de ações nos termos da Instrução CVM nº 476/09 estão materialmente sujeitos às mesmas obrigações, inclusive informacionais, aplicáveis àqueles que realizam ofertas públicas registradas nos termos da Instrução CVM nº 400/03.

Ademais, ao insistir em prescrever um rol taxativo de valores mobiliários que podem ser ofertados nos termos da Instrução CVM nº 476/09, a norma restringe significativamente a possibilidade de utilização desses mecanismos de formação semipública de capital por emissores organizados sob tipos societários diversos das sociedades por ações, que ficam impedidos, por exemplo, de realizar ofertas de valores mobiliários atípicos (o que também representa uma grande distinção em relação aos regimes norte-americano e europeu, que contemplam tal alternativa).

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

De acordo com a Instrução CVM nº 476/09,<sup>1146</sup> as ofertas realizadas nos termos de seu regramento devem ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais, conforme definição constante da Instrução CVM nº 539/13, que encampa: (i) instituições financeiras e entidades equiparadas; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii)

---

<sup>1144</sup> Cf. item 5 do Anexo III à Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1145</sup> Cf. artigo 24 da Instrução CVM nº 480/03.

<sup>1146</sup> Cf. artigo 2º da Instrução CVM nº 476/09.

entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; (viii) investidores não residentes.<sup>1147</sup>

Tal restrição qualitativa é, portanto, substancialmente mais rigorosa do que aquela constante da disciplina norte-americana e europeia, que contempla, como visto, critérios financeiros mais brandos para os efeitos de presumir a sofisticação dos investidores aptos a participar desse tipo de oferta.

Outra importante distinção reside no fato de o regime brasileiro cumular a limitação qualitativa com a quantitativa. Não obstante a rigorosa restrição em relação aos destinatários da oferta acima apontada, sob a ótica de sua sofisticação, a Instrução CVM nº 476/09 impõe, simultaneamente, uma limitação quantitativa no contexto de tais transações:<sup>1148</sup> nessas operações, é admitida a procura de, no máximo, setenta e cinco investidores profissionais, dos quais apenas cinquenta podem subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados.<sup>1149</sup>

Como visto, essa também não é a tendência da regulamentação estrangeira, que lança mão de limites quantitativos apenas em relação à participação de investidores comuns, não impondo qualquer tipo de limitação dessa natureza em relação à participação de investidores sofisticados.<sup>1150</sup> Adicionalmente, é absolutamente vedado, por aqui, o emprego de

---

<sup>1147</sup> Cf. artigo 9-A da Instrução CVM nº 539/13.

<sup>1148</sup> Sobre tal opção, no contexto do mercado de valores mobiliários brasileiro, O. Yazbek afirma: “*Por outro lado, o fato de uma oferta ser destinada exclusivamente a investidores qualificados não é, por si só, suficiente para caracterizar uma oferta como privada, como já se antecipou. O inciso VII do art. 4o da Instrução CVM no 400/2003, com efeito, coloca, dentre os aspectos que a CVM pode considerar para autorizar a dispensa de registro de uma oferta, que esta seja destinada exclusivamente a investidores qualificados. A qualificação dos destinatários, então, não tem o condão de, isoladamente, transformar uma oferta de valores mobiliários em privada. A mesma conclusão, aliás, é reforçada pelo regime criado pela Instrução CVM no 476/2009.*” (YAZBEK, Otávio (2016). Op. cit., p. 180).

<sup>1149</sup> Cf. artigo 3º da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1150</sup> Cumpre assinalar, todavia, que a restrição quantitativa imposta nos termos da Instrução CVM nº 476/09 é parcialmente atenuada pelo fato de, para efeitos de tal cômputo, fundos de investimento sob mesma gestão e carteiras de investimentos administradas por um mesmo gestor serem considerados como um único investidor (Cf. artigo 3º, §1º da Instrução CVM nº 476/09). Da mesma forma, não são considerados para efeitos de tal limite, os investidores não residentes, uma vez que a norma se aplica exclusivamente à oferta realizada no território brasileiro. A esse respeito, inclusive, manifestou-se a CVM no contexto da Audiência Pública SDM



mecanismos de esforço de venda em relação aos valores mobiliários ofertados no contexto dessas transações,<sup>1151</sup> restrição que, como visto, foi recentemente atenuada no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, no contexto das reformas promovidas pelo *JOBS Act*.

Por fim, cumpre destacar outra diferença substancial em relação aos regimes estrangeiros, também com importante potencial de impacto em relação ao custo dessas transações, qual seja, a obrigatoriedade de as ofertas realizadas nos termos da Instrução CVM nº 476/09 serem intermediadas por integrantes do sistema de distribuição,<sup>1152</sup> que estão, ademais, sujeitos às mesmas obrigações e responsabilidades que se impõem nas ofertas públicas de distribuição realizadas nos termos da Instrução CVM nº 400/03.

Não obstante a Lei nº 6.385/76 contemple a possibilidade de a CVM dispensar a atuação de intermediários em ofertas públicas,<sup>1153</sup> a autarquia optou por exigir tal mecanismo nas ofertas realizadas nos termos da Instrução CVM nº 476/09, alçando tais instituições a condições de *gatekeepers*<sup>1154</sup> em tais processos,<sup>1155</sup> o que não se verifica, conforme

---

nº 01/14: “A CVM concorda com os comentários dos participantes e também entende que quando os esforços de venda são realizados fora do território brasileiro o investidor estrangeiro não deve ser contabilizado para fins dos limites do art. 3º, independentemente de onde seria realizada a liquidação da operação. No entanto, para manter a sistematicidade da norma, a negociação realizada por investidores não residentes em mercado secundário brasileiro com títulos emitidos em oferta concomitante fora da nossa jurisdição está submetida às restrições previstas nos arts. 13 e 15. Ainda, a CVM preferiu manter a redação atualmente em vigor do caput do art. 1º da Instrução CVM nº 476, de 2009, em relação à qual havia pouca dúvida no mercado. De qualquer forma, aproveita-se a oportunidade para reafirmar o entendimento já apresentado no Edital de Audiência Pública SDM nº 01/14: o emissor pode realizar oferta simultânea, no exterior, de valores mobiliários idênticos aos ofertados com esforços restritos no Brasil, respeitando, em cada caso, a regulamentação local aplicável.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Relatório de Análise – Edital de Audiência Pública nº 01/2014 – Processo CVM nº RJ-2013-5756*, p. 7. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 nov. 2016).

<sup>1151</sup> Cf. artigo 2º, Parágrafo único da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1152</sup> Cf. artigo 2º da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1153</sup> Cf. artigo 19, §5º da Lei nº 6.385/76. Tal dispensa pode ser, inclusive, em determinadas circunstâncias, solicitada em ofertas públicas sujeitas à Instrução CVM nº 400/03, conforme artigo 3º, §2º de tal diploma.

<sup>1154</sup> Acerca da definição e função dos *gatekeepers*, J. Coffee: “Typically, the term connotes some form of outside or independent watchdog or monitor – someone who screens out flaws or defects or who verifies compliance with standards or procedures. Within the corporate context, the prior academic commentary has usually used the term ‘gatekeeper’ to mean an independent professional who plays one of two distinct roles, which tend to overlap in practice. First, the gatekeeper may be a professional who is positioned so as to be able to prevent wrongdoing by withholding necessary cooperation or consent. For example, an investment banking firm can refuse to underwrite the issuer’s securities if it finds that the issuer’s disclosures are materially deficient; similarly, an auditor or an attorney who discovers a serious problem with a corporate client’s financial statements or disclosure can prevent a merger from closing by declining to deliver an opinion that is a necessary precondition for that transaction. In this first sense, the gatekeeper is a private policeman who has been structured into the process to prevent wrongdoing.” (COFFEE JR, John. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. New York: Oxford University Press, 2006, p. 2).

<sup>1155</sup> Sobre tal opção regulatória no contexto do regime instituído pela Instrução CVM nº 476/09, O. Yazbek afirma: “Tal obrigatoriedade não decorre apenas da necessidade de respeito à dinâmica das ofertas realizadas em mercado de capitais, mas também de um outro ponto – sob tal Instrução, os intermediários assumem, na ausência do registro e dos mecanismos asseguratórios a ele inerentes, o papel de verdadeiros *gatekeepers*, para usar uma expressão já desgastada. Aos intermediários é atribuída, então, uma série de obrigações e de

mencionado, nos regimes norte-americano e europeu.

Não obstante o importante auxílio de tais intermediários no processo de seleção dos potenciais participantes da oferta, a obrigatoriedade de sua contratação e a imposição a tais instituições de diversas obrigações semelhantes àquelas existentes no contexto de ofertas públicas tradicionais implicam em custos significativos.<sup>1156</sup>

Nos termos da Instrução CVM nº 476/09, os intermediários são responsáveis não apenas pelo envio de determinadas informações a respeito da oferta ao regulador,<sup>1157</sup> pela manutenção dos controles relativos aos investidores acessados,<sup>1158</sup> pela verificação da qualificação dos investidores ofertados<sup>1159</sup> e pela verificação da adequação do investimento ao seu perfil,<sup>1160</sup> mas também pelas informações prestadas pelos ofertantes aos investidores, respondendo inclusive por falta de diligência e omissão na verificação das mesmas<sup>1161</sup> (da mesma forma como ocorre nas ofertas públicas registradas),<sup>1162</sup> o que, na prática, impõem a tais instituições a necessidade de conduzirem processos de auditora (*due diligence*) no contexto de tais transações, ainda que com escopo reduzido em função de sua natureza.<sup>1163</sup>

Evidente que toda a proteção e segurança derivada de tal opção – e que nem sempre

---

*responsabilidades relacionadas à adequada aplicação e à integridade do regime criado, em uma espécie de arranjo alternativo a algumas das salvaguardas que vigoram sob o regime mais tradicional, tendo em vista as dispensas dadas. Obrigações e responsabilidades que vão além daquelas que já tipicamente vigoram nas ofertas públicas de distribuição. Assim, além das obrigações contidas em diversos pontos da norma, os arts. 11 e 16 sujeitam os intermediários a algumas obrigações relevantes. O parágrafo único do art. 11 deixa clara ainda, de forma bastante incisiva, a responsabilidade dos administradores do intermediário líder da oferta pelo que consta daquele dispositivo.”*(YAZBEK, Otávio (2016). Op. cit., p. 188).

<sup>1156</sup> Cujas ausências, alias, é reputada como uma das grandes vantagens de tais regimes especiais no exterior, conforme apresentado no item 4.3.3.1 acima.

<sup>1157</sup> Cf. artigo 7º-A, 8º e 11, VII da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1158</sup> Cf. artigo 7º-A, §2º da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1159</sup> Cf. artigo 11, III da Instrução CVM nº 476/09

<sup>1160</sup> Cf. artigo 11, IV da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1161</sup> Cf. artigo 11, I da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1162</sup> Cf. artigo 56, §1º da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1163</sup> A esse respeito, avaliando a responsabilidade das instituições intermediárias nos termos da Instrução CVM nº 476/09, N. Janson et al. afirmam: “*Deve-se também considerar que a responsabilidade dos coordenadores da oferta realizada sob a Nova 476 em nada difere daquela de uma oferta realizada sob a Instrução 400, devendo o coordenador líder “tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta”. Dessa forma, é esperado que, por conta da gestão de risco e reputação dos bancos de investimentos e demanda de investidores por um disclosure adequado, na maioria das ofertas públicas de distribuição de ações realizadas sob a Nova 476 sejam elaborados os mesmos documentos da oferta preparados para a realização de uma oferta sob a Instrução 400. Assim, seria necessário, entre outros, revisar e atualizar o Formulário de Referência, elaborar o prospecto da oferta, realizar a due diligence completa, elaborar demonstrações financeiras auditadas e, se aplicável, informações trimestrais revisadas, além de contratar carta conforto dos auditores da oferta.”* (JANSON, Nair; MALUF, Rafael Vargas; STIRNBERG, Tobias; CÂMARA, Felipe. Nova 476. In: *Revista RI*. São Paulo: The Media Group, v. 181, 2005, p. 39).

seria justificável, em função da participação restrita a investidores profissionais prescrita pela norma – significa em incremento do custo associado a tais operações para os respectivos ofertantes, decorrente da participação obrigatória de tais intermediários e, sobretudo, em função das responsabilidades a eles atribuídas.

Em suma, verifica-se que, no Brasil, os regimes especiais destinados a promover a formação semipública de capital por meio do mercado de valores mobiliários – essenciais, como dito, a qualquer política regulatória voltada a incentivar tal método de capitalização, especialmente por empresas de menor porte – ainda podem ser considerados demasiadamente restritos, impondo relevantes (e, em certa medida, injustificados) custos diretos e indiretos às sociedades empresárias que deles pretendem se beneficiar.

Tal realidade se encontra na contramão dos movimentos destinados a promover a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários deflagrados recentemente ao redor do globo, especialmente após o advento do *JOBS Act*.<sup>1164</sup>

Especificamente em relação ao regime instituído pela Instrução CVM nº 476/09, alguns indícios dessa circunstância se revelam a partir da análise das ofertas públicas de ações distribuídas com esforços restritos realizadas desde a alteração promovida em 2014. Até aqui, tal regramento ainda não se prestou a auxiliar o acesso ao mercado de valores mobiliários por empresas de menor porte, tendo sido utilizado exclusivamente por companhias abertas listadas em bolsa no contexto de ofertas subsequentes das ações (referidas tradicionalmente pela expressão em inglês *follow-on*).<sup>1165</sup>

#### 4.3.4 Mercados secundários alternativos

Os mecanismos de formação semipública de capital por meio do mercado de valores mobiliários contemplam, ainda, uma outra dimensão bastante relevante: a existência (ou

---

<sup>1164</sup> Cumpre destacar que, embora a CVM tenha avaliado a possibilidade de instituir um regime regulatório diferenciado a ser utilizado por empresas de menor porte, por meio da criação de uma categoria especial para o registro desses emissores, sujeitos a obrigações, inclusive informacionais, customizadas, o Colegiado da Autarquia optou por não levar adiante tal iniciativa: “O Colegiado decidiu pelo arquivamento do processo que apresentou as conclusões do Grupo de Trabalho Pequenas e Médias Empresas. Esperar-se-á o resultado das iniciativas recentes para facilitar a criação de mercado de acesso para pequenas e médias empresas antes de voltar a pensar na criação de uma categoria de emissor registrado com dispensas regulatórias.” (Processo CVM nº RJ2013/11795 – Apresentação dos trabalhos do GT PME – Criação da Categoria C).

<sup>1165</sup> Desde a edição da Instrução CVM nº 551/14, foram realizadas dez ofertas públicas de ações distribuídas com esforços restritos, envolvendo montante de aproximadamente R\$2.5 bilhões de reais. Todas elas, entretanto, foram realizadas por companhias abertas que já eram anteriormente listadas em bolsa de valores, no contexto de ofertas subsequentes (*follow-ons*). (Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/)>. Acesso em: 12 dez. 2016. CVM. Disponível em: <<http://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#!/consultarOferta>>. Acesso em: 12 dez. 2016).

não) de um mercado secundário no qual os valores mobiliários ofertados no contexto dos regimes regulatórios especiais acima descritos – que muitas vezes não contemplam o atendimento aos requisitos (inclusive informacionais) tipicamente exigidos como condição e obrigação subsequente no contexto das ofertas públicas tradicionais – possam ser, de alguma maneira, transacionados, ainda que sujeitos a determinadas restrições.<sup>1166</sup>

Conforme observado acima, uma das contrapartidas comumente impostas no contexto de tais regimes especiais é justamente a restrição à negociabilidade dos valores mobiliários ofertados.

Essa restrição justifica-se por alguns motivos. Como visto, tais regimes especiais muitas vezes contemplam a dispensa em relação ao cumprimento das obrigações informacionais que tradicionalmente são impostas no contexto das ofertas públicas, seja como requisito prévio para sua realização (no contexto da própria oferta), seja por meio de obrigações periódicas e eventuais que se impõem em seguida, justamente pelo fato de se pressupor que haverá um mercado secundário para tais valores mobiliários a partir de então e, conseqüentemente, que os investidores que nele transacionam necessitam de um conjunto informacional mínimo para efeitos de sua tomada de decisão de investimento.<sup>1167</sup>

Adicionalmente, os limites quantitativos e qualitativos que são impostos no contexto de tais operações poderiam ser frustrados caso se permitisse a livre e irrestrita negociação posterior dos valores mobiliários ofertados após a sua realização, o que se torna um problema especialmente na hipótese de não haver informações suficientes disponíveis publicamente acerca do respectivo emissor.

No entanto, evidente que a imposição de restrições absolutas à negociação de valores mobiliários objeto de ofertas realizadas sob regimes especiais gerariam outro grave problema: a ausência de qualquer perspectiva de liquidez com relação a esses valores mobiliários torna tais transações menos atrativas para os investidores, que invariavelmente precificarão esse elemento no momento da oferta, aumentando, conseqüentemente, o custo de capital para o respectivo emissor ofertante.<sup>1168</sup>

---

<sup>1166</sup> Sobre a importância de tais mecanismos, F. Friedman e C. Grose afirmam: “*The attractiveness of the private placement can be enhanced if there is a regulated OTC market on which the private placement shares can be traded after an initial "restricted" period. In the United States, for example, the attractiveness of private placements was increased when the SEC created Rule 144A, a form of private placement to qualified institutional investors in which shares could subsequently be traded among other Rule 144A qualified institutional investors.*” (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 26).

<sup>1167</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 267.

<sup>1168</sup> Cf. PITTA, André Grünspun. (2016). Op. cit., p. 427. A esse respeito, W. Sjostrom afirma: “*The net effect of restricted stock resale regulation is that the restricted stock is less liquid or more costly to resell than freely*

Uma alternativa para superar tal restrição é, a despeito da maneira como a oferta de valores mobiliários foi realizada, o emissor dos valores mobiliários optar pela sua sujeição aos requisitos, inclusive informacionais, tradicionalmente exigidos para a admissão à negociação de tais títulos em mercados secundários. Contudo, evidente que tal alternativa implicaria na assunção de todos aqueles custos diretos e indiretos cujo propósito de tais regimes especiais é justamente aliviar.

Assim, de modo a equacionar esse conflito, o arcabouço regulatório trata de, também, viabilizar alguns mecanismos de liquidez para os valores mobiliários ofertados no âmbito dos regimes especiais acima descritos, por meio de um conjunto de regras que permitem, em dadas circunstâncias e atendidos determinados critérios, a transferência desses valores mobiliários a terceiros, sem que isso implique na aquisição do *status* de companhia aberta pelo respectivo emissor, especialmente para os efeitos de sua submissão ao regime informacional obrigatório tradicionalmente imposto a tais companhias.

Esse regramento, está, portanto, associado à definição daquele outro perímetro regulatório, anteriormente referido – e também extremamente relevante ao processo de formação de capital –, por meio do qual se viabiliza não apenas a realização de uma oferta de valores mobiliários (portanto, no mercado primário), mas também a negociação desses valores mobiliários em mercado secundário sem que isso implique a submissão da sociedade empresária ao regime – societário e regulatório – tradicionalmente aplicável às companhias abertas.

#### 4.3.4.1 O regime norte-americano

No âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, o arcabouço regulatório que respalda a formação de um mercado secundário alternativo para os valores mobiliários ofertados no contexto de *exempt offers* por emissores que não sejam considerados *reporting companies* para os efeitos do *Securities and Exchange Act* de 1934 é fruto de uma complexa e peculiar construção interpretativa e regulatória.

Conforme mencionado acima, as *Sections 3(a)11, 3(b) e 4(a)(2)* do *Securities Act* de 1933 estabelecem regimes especiais para realização de determinadas transações envolvendo a oferta de valores mobiliários, dispensadas do cumprimento dos requisitos aplicáveis às

---

*tradable stock. As a result, the issuer has to discount the price at which it offers restricted shares in order to attract investors.*” (SJOSTROM, William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings. *UCLA Law Review*, vol. 56, 2008, p. 420. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 11 jun. 2015).

ofertas públicas de valores mobiliários prescritos na *Section 5* do diploma.

Tais regimes se aplicam, porém, exclusivamente em relação a ofertas primárias, ou seja, realizadas pelo próprio emissor, dos valores mobiliários. Entretanto, os requisitos tipicamente aplicáveis às ofertas públicas não se limitam às operações realizadas pelos emissores (as chamadas ofertas primárias), abarcando também as chamadas ofertas secundárias, realizadas por titulares de tais valores mobiliários (que, por exemplo, as adquiriram no contexto de uma oferta).<sup>1169</sup>

Assim, grande parte da construção necessária a viabilizar a negociação de valores mobiliários adquiridos em ofertas sujeitas a regimes especiais, no contexto do mercado de valores mobiliários norte-americano, estão associadas à não caracterização de tais transações como ofertas públicas secundárias de valores mobiliários.<sup>1170</sup>

O caminho para tal construção remonta ao disposto na *Section 4(a)(1)* do *Securities Act* de 1933, que estabelece que a disciplina aplicável às ofertas públicas (contemplada na *Section 5* do diploma) não se aplica a transações realizadas por alguém que não seja o próprio ofertante (*issuer*) ou um intermediário (um *underwriter* ou um *dealer*).<sup>1171</sup>

Não obstante a noção de *issuer* – emissor do valor mobiliários – e de *dealer* – tradicionalmente, os intermediários que atuam na negociação de valores mobiliários em mercados secundários – sejam relativamente objetivas e tais agentes sejam expressamente beneficiados por outras dispensas nos termos da *Section 4(a)* do *Securities Act* de 1933,<sup>1172</sup> a amplitude da definição de *underwriter* constante do *Securities Act* de 1933, somada à ausência de dispensas específicas para ofertas realizadas por agentes que se enquadrem em tal categoria no diploma, agregam grande incerteza quando o enquadramento de uma determinada transação de venda de valores mobiliários na hipótese prevista na *Section 4(a)(1)*,<sup>1173</sup> diante da possibilidade de o respectivo vendedor poder, nesse contexto, ser considerado um *underwriter*, especialmente quando envolve valores mobiliários objeto de uma *exempt offer*.

---

<sup>1169</sup> Cf. COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 337.

<sup>1170</sup> A esse respeito, J Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*issuer sales are known as primary offerings, and sales by others are referred to as either trading transactions or secondary distributions. (...)Section 5 literally requires that every sale be either registered or exempt. Thus, there is the burden on all who sell or even offer to sell a security to prove compliance with Section 5.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 337).

<sup>1171</sup> Cf. *Securities Act of 1933, §4(a)*.

<sup>1172</sup> Cf. PALMITER, Alan. Op. cit., p. 307.

<sup>1173</sup> Cf. COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 337.

Conceitualmente, o *underwriter* (expressão de difícil tradução,<sup>1174</sup> mas que, por aqui, costuma ser chamado de coordenador, no contexto das ofertas públicas) é a instituição responsável pela aproximação entre emissor e investidores no contexto das ofertas públicas de distribuição, promovendo, em linhas gerais, a estruturação da operação, a busca pelos potenciais investidores e a efetiva colocação dos valores mobiliários ofertados.<sup>1175</sup>

Todavia, a definição de *underwriter* constante da *Section 2(a)(11)* do *Securities Act* de 1933 é bastante ampla,<sup>1176</sup> contemplando qualquer pessoa que (i) tenha adquirido valores mobiliários diretamente de um emissor, com a intenção de distribuí-los em mercado; (ii) atue, em uma distribuição, na oferta ou na venda de valores mobiliários em benefício de um emissor; (iii) participe direta ou indiretamente nessas atividades; ou (iii) exerça tais atividades em relação ao controlador do emissor, ou a pessoa a ele ligada.

---

<sup>1174</sup> Sobre a dificuldade de tradução da expressão, N. Eizirik afirma: “O termo ‘underwriter’ encontra-se consagrado não só na prática do mercado de capitais como também na própria regulamentação administrativa da CVM; não tendo sido convenientemente traduzido, podemos considerá-lo integrado ao nosso vocabulário financeiro e jurídico. Literalmente, ‘to underwrite’ significa ‘escrever embaixo’ ou ‘subscrever’. O ‘underwriter’, então, seria o subscritor das ações de uma companhia. A atividade de ‘underwriter’, porém, é bem mais ampla, estando diretamente relacionada à colocação pública de valores mobiliários no mercado.” (EIZIRIK, Nelson. “‘Underwriting’ de Valores Mobiliários”. In: EIZIRIK, Nelson (1992). Op. cit., p. 27.)

<sup>1175</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 229. Sobre tal atividade, N. Eizirik afirma: “O ‘underwriter’ é uma típica operação financeira, originalmente praticada por instituições bancárias, particularmente no caso da emissão de obrigações, atualmente cada vez mais desempenhada por instituições financeiras especializadas, como bancos de investimento, sociedades corretoras e distribuidoras. A função econômica essencial do ‘underwriter’ é a de servir como um elemento de aproximação entre a empresa que emite publicamente os valores mobiliários e o público investidor. Nesta linha, ressalta sua atuação como empresa especializada, apta a assessorar a companhia emissora em todas as etapas do lançamento ao público de seus valores mobiliários.” (EIZIRIK, Nelson. (1992b). Op. cit., p. 28). Tal atividade pode ser exercida sob diversas modalidades, contemplando, por parte das instituições que dela se encarregam, apenas obrigações de melhores esforços em relação à colocação dos valores mobiliários ofertados, ou à garantia firme de subscrição por parte da instituição em relação a toda ou parte da emissão. Sobre tais modalidade, N. Eizirik afirma: “Em função da natureza das atribuições e responsabilidades assumidas pelo ‘underwriter’ em uma colocação pública de valores mobiliários, podemos reconhecer as seguintes modalidades de operações de underwriting: a) firme; b) com garantia de sobras; c) melhor esforço. No underwriting “firme” (‘straight’, ou ‘com garantia de subscrição total’) há o compromisso assumido pela instituição financeira de subscrição da totalidade dos valores mobiliários para posterior revenda ao público. No caso, o underwriter assume o risco integral da colocação, uma vez que, enquanto subscritor, torna-se titular das ações, não lhe cabendo devolvê-las à companhia emissora, ou dela receber qualquer compensação, na hipótese de insucesso da colocação pública. Assim, o underwriter subscreve a emissão, pagando de imediato à companhia a importância respectiva, e depois passa a colocá-la junto ao público. A operação de underwriting firme constitui o esquema em regra mais seguro para a companhia emissora, uma vez que para ela há certeza de subscrição integral dos títulos em uma data determinada. No ‘underwriting’ ‘residual’ (‘stand by’, ou “com garantia de sobras”) há, para o ‘underwriter’, a obrigação de subscrever as sobras, após a colocação dos títulos junto aos acionistas da companhia ou no mercado. Algumas vezes o ‘stand by’ pode designar operação na qual o ‘underwriter’ garante a subscrição de uma parcela dos valores mobiliários objeto da colocação pública. Normalmente, o underwriter faz um esforço de colocação, subscrevendo posteriormente as ações não vendidas ao público. No underwriter de ‘melhor esforço’ (‘best effort’, ou ‘sem garantia de subscrição’) compromete-se o underwriter apenas em realizar seus ‘melhores esforços’ para colocar os títulos, não se comprometendo em adquiri-los na hipótese de insucesso da distribuição pública.” (EIZIRIK, Nelson. (1992b). Op. cit., p. 32-33).

<sup>1176</sup> Cf. *Securities Act of 1933*, §2(a)(11).

Todavia, apesar de a atividade de *underwriter*, conforme definida no diploma legal, orbitar em função da noção de “distribuição”, não há uma definição a esse respeito no *Securities Act* de 1933,<sup>1177</sup> que deverá remeter, invariavelmente, para o emprego daqueles típicos esforços de venda que qualificam as ofertas públicas de valores mobiliários.<sup>1178</sup>

Tal questão não é relevante em relação aos adquirentes de valores mobiliários objeto de distribuição pública que pretendem, subseqüentemente, aliená-los, uma vez que o registro de tais operações perante o regulador autoriza automaticamente sua revenda posterior, implicando, inclusive, na aquisição, pelo emissor, do *status* de *reporting company* nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934,<sup>1179</sup> especialmente para os efeitos de imposição de obrigações informacionais periódicas e eventuais posteriormente a essa transação.

O mesmo não ocorre, todavia, em relação às *exempt offers*, em que a revenda posterior do valor mobiliário adquirido não está previamente autorizada, dependendo do registro de tal transação perante o regulador (nos termos da *Section 5* do *Securities Act* de 1933) ou de seu enquadramento na hipótese de dispensa constante da *Section 4(a)(1)* do diploma (que não beneficia, como dito, aqueles que se enquadram como *underwriter*).<sup>1180</sup>

---

<sup>1177</sup> A esse respeito, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*On close review, there are four broadly defined roles that qualify someone as an underwriter: 1. any person who purchases from an issuer with a view to the distribution of a security; or 2. any person who offers or sells for an issuer in connection with a distribution; or 3. any person who participates or has a direct or indirect participation in the activities covered by 1 or 2 above; or 4. any person who participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking. It should be apparent from a close reading of Section 2(a) (11) that one does not become an underwriter solely because one has purchased from an issuer, sold for an issuer, or otherwise acted in connection with a purchase or sale. A further requirement before one engaged in such acts will be deemed an underwriter is that the purchase, sale, or underwriting activity must be “in connection with a distribution.” Regrettably for those who wish certainty, no definition of distribution appears in the Act.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 339).

<sup>1178</sup> Cf. COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 349.

<sup>1179</sup> A esse respeito, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*Resales of nonexempt securities frequently pose serious problems under the Securities Act. The first type of problem concerns whether the resale destroys the exemption the issuer relied upon when it sold that security without registration. This would occur, for example, if the issuer relied upon the private offering exemption in Section 4(a)(2) and its sophisticated purchaser soon sold to someone who does not satisfy the Ralston criteria. Similarly, a resale to one whose residency is different from that of the issuer may disqualify an offering that initially was exempt under the intrastate exemption of Section 3(a)(11).*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 339).

<sup>1179</sup> Cf. COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 349.

<sup>1180</sup> Nesse sentido, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*Resales of securities by a non-control person pose Section 5 problems only when the security being resold has not been registered. This conclusion follows from the view that the issuer’s registration statement satisfies the information needs of all subsequent purchasers of the distributed security. In this way, we can well understand that what is in fact registered is not the security itself but its overall distribution, including resales, of the registered security. Even a seller of unregistered securities is beyond Section 5 if she can establish investment intent. If she purchased her securities from the issuer with investment intent, then her resale cannot be regarded as being “with a view to” their distribution. The question of whether the resale implicates a distribution therefore only arises if the non-control*



Por essa razão, os valores mobiliários ofertados nessas transações são costumeiramente referidos como valores mobiliários restritos (*restricted securities*), justamente diante da impossibilidade, *a priori*, de serem livremente negociados.<sup>1181</sup> Não porque exista uma vedação explícita para tanto no *Securities Act* de 1933, mas pelo fato de que a venda subsequente dos valores mobiliários recém-adquiridos em uma *exempt offer* poderia ser tomada como um indício substancial de que tal título foi adquirido com a intenção de revenda, atraindo, portanto, a qualificação de *underwriter* nos termos do diploma e, conseqüentemente, tornando tal operação vedada de acordo com a sua *Section 4(a)(1)*.<sup>1182</sup>

Portanto, dentro do esquema regulatório contemplado no *Securities Act* de 1933, a possibilidade de negociação de um valor mobiliário adquirido diretamente do emissor por um investidor no contexto de uma *exempt offers* (ou seja, um *restricted security*) depende da demonstração de que (i) o valor mobiliário não foi adquirido, no contexto de tal oferta, com a intenção de sua subsequente distribuição (ou seja, em contrário, que foi adquirido com a intenção de investimento); e (ii) a venda desse valor mobiliário não se caracteriza como uma distribuição.<sup>1183</sup>

No intuito de conferir segurança jurídica em relação a tais transações – o que, como dito, é importante para o estabelecimento de algum tipo de mercado secundário para tais valores mobiliários, sem que isso implique na aquisição do *status* de companhia aberta pelo respectivo emissor – diversas foram as construções regulatórias, interpretativas e jurisprudenciais desenvolvidas ao longo dos anos.

A primeira delas diz respeito à demonstração inequívoca de que a venda não é feita como o propósito de promover a distribuição do valor mobiliário outrora objeto de uma

---

*person making the resale cannot establish investment intent when the securities were acquired.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 349).

<sup>1181</sup> Nesse sentido, A. Palmiter afirma: “*Securities originally acquired in a nonpublic distribution, either from the issuer or a control person, may not be resold into a public trading market without registration or another exemption – and thus are ‘restricted’.*” (PALMITER, Alan. Op. cit., p. 306).

<sup>1182</sup> A esse respeito, L. Loss at. Al. afirmam: “*That is to say, on the assumption that the number of initial offerees and all the other relevant factors are such as to justify the conclusion that the first stage of the transaction does not involve a public offering, it is still necessary to consider whether the purchasers’ intent is to take for resale. If so, obviously, it is the number and type of ultimate offerees that are significant; otherwise a distribution by means of a sale to two or three firm commitment underwriters for distribution would be a private offering. The fact that a buyer does resell is not conclusive that he so intended when he or she bought. The private offering exemption does not impose an indefinite restraint on alienation — though naturally, the shorter the period before resale, the stronger would be the inference that there had been an intention to resell from the beginning, unless the original purchaser could show some plausible reason why he had changed his mind. This came to be known as the change of circumstances doctrine. Time, in other words, is relevant on the question of intent, but is not conclusive.*” (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Op. cit., p. 566).

<sup>1183</sup> *Ibidem.*

*exempt offer*, ou, em contrário, demonstrar que o valor mobiliário foi adquirido pelo respectivo investidor (que, naquele momento posterior, pretende vendê-lo), com a intenção de investimento.

O entendimento prevalecente, em relação ao tema, era de que deveria haver, para os efeitos de tal demonstração, o transcurso de algum período prévio em que tal valor mobiliário permaneceu sob titularidade de tal investidor (*holding period*), de modo a demonstrar que sua intenção original era de investimento, e não a de distribuir tal valor mobiliário.<sup>1184</sup>

Diante da enorme insegurança envolvida na matéria, a SEC editou, em 1972, a *Rule 144*.<sup>1185</sup> A norma, em linhas gerais, contempla requisitos objetivos para a venda ao público de valores mobiliários restritos, adquiridos em *exempt offers*, sem que isso implicasse na qualificação do alienante como um *underwriter* para os efeitos do *Securities Act* de 1933 (e sem, portanto, a necessidade de registro de uma oferta pública secundária perante o regulador para tanto).<sup>1186</sup>

Dessa forma, a *Rule 144* exige que os valores mobiliários estejam sob titularidade daquele investidor por pelo menos seis meses (em se tratando de valores mobiliários emitidos por uma *reporting company* adimplente em relação às obrigações informacionais previstas no *Securities and Exchange Act* de 1934) ou um ano (em se tratando de um emissor que não seja uma *reporting company*).<sup>1187</sup> Transcorrido tal período, a venda de tais valores mobiliários passa a ser permitida a qualquer tipo de investidor.

Não obstante a utilidade da norma, evidente que a obrigatoriedade de aguardar determinado período para promover a venda do valor mobiliário adquirido representava um

---

<sup>1184</sup> No âmbito do caso *United States v. Sherwood*, julgado pela *United States District Court, Southern District of New York*, em 1959, convencionou-se que tal período deveria ser de, pelo menos, dois anos: “*The passage of two years before the commencement of [transaction involving] these shares is an insuperable obstacle to my finding that Sherwood took these shares with a view to distribution thereof, in the absence of any relevant evidence from which I could conclude he did not take the shares for investment.*” (175 F. SUPP. 480 (1959) apud STEINBERG, Marc. Op. cit., p. 308 ).

<sup>1185</sup> Cf. COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 349.

<sup>1186</sup> A *Rule 144* contempla também um regramento específico para a venda de valores mobiliários de titularidade de controladores (ou pessoas a eles ligadas) sem a necessidade de registro de uma oferta secundária. Sobre os propósitos de tal regramento, M. Steinberg afirma: “*Since its adoption in 1972, Rule 144 has been amended several times and substantially liberalized. The basic purpose of Rule 144, however, has remained the same. Generally, with certain caveats, Rule 144 provides a safe harbor under the Section 4(a)(1) exemption for investors (e.g., institutional as well as individual investors) who are selling their securities without registration, and for brokers under the Section 4(a)(4) exemption who are effecting sales of such securities. Rule 144 provides this safe harbor through an objective set of provisions, premised on the rationale that some relaxation of Securities Act disclosure and registration requirements is appropriate with respect to relatively small secondary transactions. If the investor and the broker make the sales in compliance with the conditions set forth in Rule 144, they will not be deemed to be “underwriters” or engaged in a “distribution.”*” (STEINBERG, Marc. Op. cit., p. 327).

<sup>1187</sup> Cf. 17 CFR §144(d).

empecilho importante. Ademais, a venda de tais valores mobiliários após tal prazo também embutia certa complexidade, em função dos requisitos impostos aos emissores em relação à transferência desses valores mobiliários, como, por exemplo, garantir que os adquirentes dos mesmos também não se qualifiquem como *underwriter* para os efeitos do *Securities Act* de 1933.<sup>1188</sup>

Todavia, de modo a atenuar os empecilhos advindos da necessidade de aguardar certo período para proceder à venda dos valores mobiliários adquiridos no contexto daquelas operações, construiu-se uma solução interpretativa a partir da combinação das duas hipóteses de dispensa constante, respectivamente das *Sections 4(a)(1)* e *4(a)(2)* do *Securities Act* de 1933, e que, por isso, ficou conhecida como *Section 4(a) 1 ½*.

Essa interpretação, em linhas gerais, assumia que era possível que valores mobiliários restritos, adquiridos por meio de *exempt offers*, fossem alienados em mercado secundário sem a necessidade de aguardar período algum, desde que em uma transação que guardasse características semelhantes àquelas ofertas (ou seja, sem envolver esforço de venda e restrita a investidores dotados de sofisticação financeira, que teriam qualificação suficiente para ter participado daquela oferta).<sup>1189</sup>

Diante da disseminação desse entendimento e de sua aplicação prática por longo período, e com o objetivo de conferir maior segurança a tais situações, a *SEC* editou, em

---

<sup>1188</sup> Cf. 17 CFR § 230.502(d). A esse respeito, W. Sjostrom afirma: “Once the applicable holding period has run, restricted securities are still not freely tradable to the same extent as securities issued in a registered offering. This is because an issuer of privately placed securities is required to take reasonable steps to prevent resales in violation of Section 5 of the Securities Act. Therefore, an issuer typically implements various safeguards when issuing securities in a private placement, such as (1) placing a restrictive legend on the certificates representing the securities that specifies that they may not be sold unless the transaction is registered or the seller furnishes the issuer an opinion of counsel that the proposed sale is exempt from registration, and (2) instructing the issuer’s transfer agent not to process any transfer of the securities unless the transfer is cleared by company counsel. These types of safeguards force investors to contend with a number of formalities to sell the private placement securities, including filling out various forms and obtaining a legal opinion that the resale can be made without registration.” (SJOSTROM, William K. Op. cit., p. 419).

<sup>1189</sup> Sobre essa construção, C. Jordan afirma: “(...) inventive practitioners, under pressure from investors to inject more liquidity into the secondary market, began to give ‘reasoned’ opinions with respect to ‘private’ resales within the hold periods. The reasoning went that although § 4(a)(2), then known as § 4(2), only provided an exemption for the issuer in a transaction not involving a public offering, a ‘private’ resale by an investor, not involving a public offering, should also be exempt. The private nature of the resales would be indicated by taking the same procedural precautions as had accompanied the initial placement by the issuer. As the reasoning straddled the statutory language of then § 4(1) and (2), it was quickly dubbed the § 4(1/2) exemption.” (JORDAN, Cally. Op. cit., p. 99). Da mesma forma, W. Sjostrom ressalta: “Restricted securities can also be resold outside of Rule 144 under the so-called Section 4(1-1/2) exemption — an exemption that does not actually appear in the Securities Act but has long been recognized by the SEC. The exemption permits the resale of restricted securities “so long as some of the established criteria for sales under both Section 4(1) and Section 4(2) of the [Securities] Act are satisfied.” Specifically, when selling restricted securities under Section 4(1-1/2), a reseller claims he is not an underwriter because the resale does not involve a distribution, and therefore the resale transaction is exempt under Section 4(1).” (SJOSTROM, William K. Op. cit., p. 420).

1990, a *Rule 144A*, estabelecendo parâmetros objetivos para a realização de operações, em mercado secundário, de venda de valores mobiliários restritos entre investidores dotados de alto grau de sofisticação, com o objetivo declarado de incentivar a liquidez de tais títulos.<sup>1190</sup>

Em linhas gerais, a regra estabelece a possibilidade de negociação de valores mobiliários restritos, objeto de uma *exempt offer* – e.g., realizada nos termos da *Regulation D* – sem necessidade de transcurso de qualquer período (*holding period*) e sem que tais transações se qualifiquem como ofertas públicas secundárias ou os respectivos investidores vendedores e adquirentes como *underwriter*.<sup>1191</sup>

Para tanto, a *Rule 144A* estabelece alguns requisitos, bastante objetivos. O primeiro deles é que a aquisição de tais valores mobiliários em mercado secundário seja restrita a investidores qualificados (*qualified investors buyers*),<sup>1192</sup> que, para os efeitos da regra, são investidores institucionais (e.g. fundos de pensão, seguradoras, fundos de investimento etc.) com investimentos de pelo menos USD 100 milhões.<sup>1193</sup>

Além disso, os valores mobiliários negociados em respaldo da *Rule 144A* não podem ser da mesma espécie ou classe de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsas de valores ou sistemas automatizados de negociação.<sup>1194</sup> A regra exige, ainda, a divulgação de determinadas informações financeiras na hipótese de emissores que não sejam *reporting companies* para os efeitos do *Securities and Exchange Act* de 1934.<sup>1195</sup>

Embora a norma seja voltada a viabilizar a negociação em mercado secundário de valores mobiliários restritos, a *Rule 144A* é aplicável a quaisquer ofertas secundárias de natureza restrita ou limitada. Assim, é comum a situação em que uma oferta secundária nos termos da *Rule 144A* é estruturada simultaneamente com a oferta primária (por exemplo, nos termos da *Regulation D*),<sup>1196</sup> na qual uma instituição financeira atua como adquirente de tais

---

<sup>1190</sup> Cf. *Securities Act Release* n° 6862 (1990).

<sup>1191</sup> Cf. 17 CFR §144A(b).

<sup>1192</sup> Cf. 17 CFR §144A(d)(1).

<sup>1193</sup> Cf. 17 CFR §144A(a)(1).

<sup>1194</sup> Cf. 17 CFR §144A(d)(3)(i).

<sup>1195</sup> Cf. 17 CFR §144A(d)(4). Tal obrigação é, inclusive, bastante criticável, uma vez que no âmbito das ofertas primárias realizadas nos termos da Regulation D, nenhum requisito informacional é imposto quando participam apenas *accredited investors*, categoria bem menos restrita do que os *qualified investors buyers* previstas na *Rule 144A*. A esse respeito, J Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “Consider for a moment the anomaly in subsection 144A(d)(4), which, for unlisted issuers, conditions the safe harbor’s availability on the purchaser’s ability to obtain certain information from the security’s issuer. Does it make sense to require financial institutions to have this sort of access to information as a precondition to the Rule 144A safe harbor when the same institution can qualify as an accredited investor under Section 4(a)(5) with assets of only \$5 million, so that its purchase from the issuer is exempt regardless of whether it enjoys access to information about the issuer?” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 381).

<sup>1196</sup> Cf. JORDAN, Cally. Op. cit., p. 102.

valores mobiliários, e, ato seguinte, realiza sua colocação junto aos investidores finais em respaldo da *Rule 144A*.<sup>1197</sup>

Essa combinação constitui uma interessante alternativa em relação à realização de uma oferta pública típica, que invariavelmente embute custos e procedimentos ainda mais complexos.<sup>1198</sup> Após a edição do *JOBS Act*, tais transações também passaram a poder ser realizadas com o emprego de esforço de venda (*solicitation*), da mesma forma como autorizado em relação às ofertas primárias realizadas nos termos da *Regulation D*.

Essa estrutura regulatória estabelecida pela *Rule 144A* permitiu, nos Estados Unidos da América, o estabelecimento de um mercado relativamente líquido para os valores mobiliários ofertados no contexto de *exempt transactions*, inclusive no âmbito de plataformas eletrônicas de negociação que foram especialmente desenvolvidas para viabilizar a negociação desses valores mobiliários exclusivamente entre *qualified investors buyers*.

---

<sup>1197</sup> Sobre tal estrutura, C. Jordan afirma: “*First of all, there must be a valid private placement, a sale by an issuer to an investor (which would benefit from the §4(a) (2) exemption). Then, that investor, provided Rule 144A conditions are met, may resell in reliance on the §4(a)(1) exemption, a transaction not involving an issuer, underwriter, or dealer. Even here, Rule 144A has transformed private placement practice, with intermediaries such as registered broker-dealers, wearing their QIB hat, taking the securities from the issuer, as an ‘initial purchaser’, rather than as an intermediary as such. The initial purchasers can then immediately resell on to other QIBs, in a process which closely resembles a ‘distribution’ but which, by the sleight of hand of Rule 144A, is deemed not to be one. This structure avoids the sometimes protracted negotiations with multiple investors in a traditional private placement; the initial purchasers do the deal and then resell into the universe of QIBs. In this manner, Rule 144A, originally envisaged as a secondary market resale rule, becomes an instrument for private, primary market offerings.*” (JORDAN, Cally. Op. cit., p. 100-101).

<sup>1198</sup> No âmbito do mercado norte-americano, a quantidade de transações realizadas na forma de ofertas regidas pela *Rule 144A* passaram a ser uma alternativa em relação aos típicos processos de *initial public offerings*, especialmente em função do substancial incremento no custo de tais operações após a edição da *Sarbanes-Oxley*. A esse respeito, E. Schwieger afirma: “*The prevalence of private placements has affected corporate perceptions of the public market as the primary vehicle for capital formation. Whereas many companies continue to use private placements as an intermediate step to a public offering, others have begun to consider private placements to be “the best way to raise capital in the [United States].” Some companies have considered the private placement market because it allows them “to gain most of the advantages of being public while sidestepping the disadvantages., Banks have indicated that they view the move toward private placement capital formation as a way to “reduce their dependency on traditional exchanges.” This may reduce the pressure to ever publicly list the stock in the future, making the private placement platform a destination rather than an intermediate market.” Already, much of the behavior that is typical for public offerings has been replicated for private placement and restricted security resales.*” (SCHWIEGER, Elena. Redefining the Private Placement Market after Sarbanes-Oxley: NASDAQ’s PORTAL and Rule 144A. *The Business Lawyer*. Washington DC: New American Bar Association, vol. 64, 2008-2009, p. 906). No mesmo sentido, W. Sjostrom ressalta: “*A private company Rule 144A equity offering blurs the dichotomy between a public offering and a private offering. It is marketed and sold through an underwriter much the same as an IPO, yet the company remains private. In some respects, a Rule 144A equity offering imparts the best of both worlds: It results in a large infusion of equity capital and a trading market for the company’s equity securities, without increasing liability exposure or sacrificing confidentiality and flexibility. Hence, a Rule 144A equity offering is now a bona fide alternative to an IPO.*” (SJOSTROM, William K. Op. cit., p. 420). Para uma ampla comparação dos benefícios inerentes a tal modelo de acesso ao mercado de valores mobiliários, em contraste às tradicionais *initial public offerings*, ver. SJOSTROM, William K. Op. cit., p. 432-441).

Na mesma data em que a *Rule 144A* foi editada, a *National Association of Securities Dealers (NASD)*, lançou a plataforma eletrônica *PORTAL* (“*Private Offering, Resale and Trading Through Automated Linkages Systems*”), dedicada exclusivamente a facilitar a realização de ofertas e de negociações envolvendo valores mobiliários sujeitos ao regramento contido na *Rule 144A*, cujo acesso era restrito a *qualified investor buyers*.<sup>1199</sup>

Na sequência, diversas outras plataformas semelhantes foram criadas, especialmente por instituições financeiras, posteriormente fundidas ao *PORTAL*, atualmente denominado *NASDAQ Private Market* que, ao lado da plataforma *Shares Post*, constituem os principais ambientes eletrônicos para negociação de valores mobiliários em respaldo ao regramento contido na *Rule 144A*, contribuindo significativamente para sua liquidez.<sup>1200</sup>

Tais mercados ficaram conhecidos como *private markets*, justamente por viabilizar a manutenção do *status* de companhias fechadas (*private companies*) por parte das empresas cujos valores mobiliários (inclusive ações) são ali negociados.<sup>1201</sup>

---

<sup>1199</sup> Sobre a criação do *PORTAL*, E. Schwieger afirma: “*On the same day it approved Rule 144A, the SEC also approved the original electronic PORTAL, a computer system that used NASDAQ terminals and network facilities but operated independently of the NASDAQ system to facilitate both private placement offerings and restricted security resales. In addition to providing resale trading in private placement securities, the PORTAL system facilitated the initial issuance of such securities by carrying information about a proposed offering to all PORTAL-registered QIBs. PORTAL’s move to a web based format for restricted equity trading on August 15, 2007 comprised a password-protected system only available to QIBs, thereby potentially creating the first genuinely transparent secondary marketplace for trading in private placements and restricted securities.*” (SCHWIEGER, Elena. Op. cit., p. 900). Para um amplo detalhamento sobre a criação e o funcionamento do *PORTAL*, ver SCHWIEGER, Elena. Op. cit., p. 900-905.

<sup>1200</sup> Nesse sentido, E. Schwieger afirma: “*Rule 144A destroyed the illiquidity discount previously applicable to all private placements by eliminating any holding period for sales to qualified institutional buyers (QIBs), and thereby ensured more accurate and efficient markets for restricted securities.*” (SCHWIEGER, Elena. Op. cit., p. 895).

<sup>1201</sup> Sobre tal fenômeno, S. Choi e A. Pritchard afirmam: “*The distinction between public and private companies presents a critical threshold for regulatory requirements. Public companies, as we will see, face a number of mandatory disclosure requirements among other regulatory obligations. The conventional wisdom justifying this division is that private companies are closely held and do not face the same collective action problems investors of public companies face in obtaining information and holding corporate managers accountable. But is this conventional wisdom still valid? A growing phenomenon in the United States capital markets is the rise of trading in the stock of private companies. (...) Securities trading in pre-IPO, private company shares is a growing phenomenon. Organized trading markets have arisen on the Internet to facilitate such trades. Nasdaq Private Market connects private companies with Nasdaq’s broker-dealer network. It allows private companies to limit the secondary market transactions that occur on the Nasdaq Private Market (see website at [www.nasdaqprivatemarket.com](http://www.nasdaqprivatemarket.com)). Other intermediaries in turn facilitate transactions for private companies tradable in the Nasdaq Private Market. SharesPost, a member broker-dealer of the Nasdaq Private Market, provides a platform where those interested in buying shares of private companies may connect with sellers of such shares (see website at [www.sharespost.com](http://www.sharespost.com)). Only accredited investors may buy the stock of private companies through SharesPost.*” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 167-168). Acerca dos mecanismos de funcionamento de tais plataformas, R. Thompson e D. Langevoort afirmam: “*SecondMarket resembles eBay or StubHub in that a seller posts a willingness to sell, and a buyer agrees to that price, makes a lower offer, or sets up a meeting to negotiate. The market was strong enough for Facebook prior to its IPO that there were weekly auctions. In these transactions, SecondMarket employees vetted the buyer to make sure it was accredited and met the issuer’s approval because there often is a right of*

Isso é possível especialmente em função dos já mencionados critérios previstos no *Securities and Exchange Act* de 1934 em relação à aquisição do *status* de *reporting company* e, conseqüentemente, a imposição de obrigações periódicas e eventuais que dele derivam.

Tais critérios, inclusive, foram alargados por meio de alteração promovida a tal diploma pelo *JOBS Act*, justamente com a intenção de aumentar o perímetro regulatório sob o qual uma determinada empresa poderia manter sua condição de *private company*, a despeito da realização de ofertas sob regimes especiais e da negociação de seus valores mobiliários entre investidores institucionais nos termos da *Rule 144A* ou nos termos da *Rule 144*.<sup>1202</sup>

Conforme visto, a aquisição de tal condição, nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934, ocorre nas seguintes hipóteses: (i) admissão à negociação de seus valores mobiliários em uma bolsa de valores nacional (*national securities exchange*)<sup>1203</sup>; (ii) existência de tipo ou classe de valores mobiliários detidos por mais de duas mil pessoas ou

---

*first refusal. Another SecondMarket employee ensured compliance with regulations and oversaw settlement. SharesPost began with a somewhat different business model that focused more on online information sharing but adapted in the face of an SEC enforcement action in early 2012 that forced it to register as a broker-dealer in executing trades. Because the trading in these privately issued securities can be relatively thin, both SecondMarket and SharesPost have been concerned with providing a richer informational environment that would promote fair (and not wildly volatile) pricing. SharesPost, for instance, developed an index for shares traded there that aggregates information about not only recent trade prices, but also posted interest in future transactions, valuations reflected in third-party research, and “premoney” valuations in earlier venture capital rounds for the issuer.” (LANGEVOORT, Donald C; THOMPSON, Robert B. (2013) Op. cit., p. 350).*<sup>1202</sup> Cf. THOMPSON, Robert B; LANGEVOORT, Donald C. (2012) Op. cit., p. 42-44 A proposta foi motivada, inclusive, em decorrência do ocorrido com a companhia *Facebook*, que após várias ofertas realizadas de acordo com os regimes especiais prescritos no *Securities Act* de 1933, chegou próxima aos limites quantitativos de número de acionistas imposto pelo *Securities and Exchange Act* de 1934 que, uma vez atingidos, obrigam a companhia a tornar-se uma *reporting company*. Sobre tal episódio, motivador da reforma legislativa nesse aspecto, Thompson e D. Langevoort afirmam: “In late 2010, reports surfaced that Facebook was pursuing a deal engineered by Goldman Sachs that would have brought in new capital from a sizable number of private investors whose interests would be bundled together in a single investment vehicle. Such private placements are standard, but the bundling was seemingly responsive in part to Facebook’s desire to limit the number of shareholders of record because it was edging toward the magic number (500) that at the time would have triggered public status with its rigorous disclosure, governance, and accountability consequences. Facebook wanted to delay this until it was ready for its planned initial public offering (IPO) and a stock exchange listing, other steps that trigger 1934 Act obligations. The question was whether the bundling was just a legal artifice for avoiding a regulatory status to which the company should be subject. The publicity generated by this question in turn endangered the exempt status of the private placement (under a different portion of the securities laws), so that the domestic portion of the deal was reportedly called off in favor of an offshore transaction, free of such requirements. Members of Congress responded quickly to Facebook’s dilemma and found that other high-tech firms had similar misgivings. At roughly the same time, other deregulatory initiatives, such as the promotion of “crowd-funding” and other kinds of small business capital raising, gained political traction in Congress as well as in the White House. These were all styled as job creation mechanisms—a particularly potent political label heading into an election year—and bipartisan momentum grew. The product was the so-called JOBS Act, which became law in April 2012. Among many other things, the new legislation raises the 500-shareholder test to 2,000 so long as no more than 499 of those are not “accredited investors.” (LANGEVOORT, Donald C; THOMPSON, Robert B. (2013). Op. cit., p. 338-339).

<sup>1203</sup> Cf. Section 12(b) do *Securities and Exchange Act* de 1934.

quinhentas pessoas que não sejam *accredited investors*;<sup>1204</sup> desde que se trate de empresa detentora de ativos em valor superior a USD 10 milhões;<sup>1205</sup> ou (iii) realização de uma oferta pública de valores mobiliários registrada nos termos do *Securities Act* de 1933.<sup>1206</sup>

Nesse contexto, empresas que tenham realizado uma *exempt transaction* e cujos valores mobiliários sejam negociados apenas no âmbito das plataformas alternativas acima referidas estarão aptas a manter seu *status* de empresas fechadas, sob a perspectiva do regime regulatório aplicável (especialmente em relação às obrigações informacionais exigidas nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934),<sup>1207</sup> enquanto não atingirem o número de dois mil titulares de valores mobiliários de sua emissão ou quinhentos que não sejam *accredited investors* (sendo que esta última hipótese dificilmente ocorrerá, considerando que a negociação em tais plataformas se restringe a investidores sujeitos a critérios de sofisticação ainda mais rigorosos).<sup>1208</sup>

---

<sup>1204</sup> Anteriormente à edição do *JOBS Act*, esse limite era de até quinhentos acionistas. Cumpre destacar, ainda, que tal cômputo deve ser feito a partir dos acionistas registrados como tais nos livros da companhia (*record shareholders*), o que pode significar uma quantidade ainda maior de beneficiários finais de tais ações, em função das dinâmicas estruturais próprias do mercado norte-americano, em que não existem mecanismos tão rígidos de segregação. A esse respeito, R. Thompson e D. Langevoort afirmam: “*The dysfunction here comes from the reference to “record” ownership. The term necessarily invites a distinction between the record owner and someone else who has the real economic interest in the shares. If there are multiple beneficial economic owners for one or more record owners, the potential difficulty in applying a consistent statutory policy regarding the threshold for regulation under the 1934 Act based on the number of shareholders becomes manifest. (...) SEC rules, unchanged on this point since the promulgation of what is now Rule 12g5-1 shortly after the enactment of the 1964 statute, fail to account for this development.*”<sup>84</sup> *The language initially proposed for the rule would have counted owners by looking through the title held in the name of a nominee broker-dealer or bank to get to the customers who hold the real economic interest,*<sup>85</sup> *but the final rule omitted such language and SEC interpretations make clear that a look through is not required (even though other SEC rules do provide for a look through in other circumstances).*<sup>86</sup> *The absence of a look through widens the range of trading that can occur without 1934 Act regulation because beneficial owners can, and do, make individual decisions to sell their stock, so that one broker-dealer as record owner may reflect the reality of hundreds of investors trading.*” (LANGEVOORT, Donald C; THOMPSON, Robert B. (2013) Op. cit., p. 355-356).

<sup>1205</sup> Cf. *Securities and Exchange Act de 1934*, §12(g)(1).

<sup>1206</sup> Cf. *Securities and Exchange Act de 1934*, §15(d).

<sup>1207</sup> Cumpre destacar que a aquisição do *status* de companhia aberta para os efeitos da atração do regime societário especial a elas aplicável dependerá essencialmente da disciplina societária ao qual está sujeita, de acordo com o seu Estado de constituição. Todavia, conforme verificado ao longo do Capítulo 3 do presente trabalho, tal disciplina societária tende a ser predominantemente de natureza dispositiva, inclusive para as companhias abertas, viabilizando diversos arranjos econômicos distintos quanto a formatação de sua estrutura. Ademais, como também mencionado, não há, na legislação societária, obrigatoriedade de organização sob a forma de uma *corporation* para acessar o mercado de valores mobiliários, especialmente no contexto dos regimes especiais acima referidos.

<sup>1208</sup> A esse respeito, R. Thompson e D. Langevoort: “*The ’34 Act traditionally has used different metrics for determining what companies have disclosure obligations, focusing on the company’s size measured by its number of shareholders and assets rather than the qualitative investor characteristics or the scaled approach to regulation seen in the ’33 space; those measures of actively-traded securities defined the companies that would have to meet the main disclosure requirements of the securities laws. The JOBS Act enacts a remarkable transformation in moving the two acts closer together in terms their approach to boundaries. It inserts the investor qualification approach from the ’33 Act into the ’34 Act by making it possible for companies to avoid reporting company obligations measured not just by the number of investors who may be trading the stock, but*



Tal alternativa estabelece um significativo perímetro para a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários de maneira faseada e menos custosa, que beneficia sobremaneira as sociedades em estágios menos avançados de desenvolvimento.<sup>1209</sup>

---

*whether they are accredited investors.”* (THOMPSON, Robert B; LANGEVOORT, Donald C. (2012) Op. cit., p. 12). J. Coffee, ao analisar as modificações propostas pelo *JOBS Act*, afirma que tal realidade levou ao surgimento de uma nova categoria de empresas – as semipúblicas – que não estão sujeitas ao regime informacional obrigatório a despeito da existência de um mercado secundário efetivo para os seus valores mobiliários: *“The development that is most associated with the appearance of these new semi-public companies is the enactment of the JOBS Act earlier this year. In truth, that legislation was not responsible for the appearance of semi-public companies, but, much like a shot of steroids, that act will grow their size and number rapidly. By amending §12(g)(1) of the Securities Exchange Act to raise the mandatory threshold for “reporting company” status to 2,000 shareholders of record, the JOBS Act has also ensured that all companies that are not yet a “reporting company” will have considerable discretion and a debatable choice about whether to become one. The impact of a 2,000 shareholder of record ceiling has not been fully appreciated because it was not well understood how few companies have in fact anywhere near 2,000 shareholders of record. A recent SEC study, released last month, underscores just how high this ceiling is. In calendar year 2011, there were approximately 2,983 companies with a class of securities registered under §12(g) (i.e., “reporting companies”).”* (COFFEE JR, Jonh (2014). Op. cit.).

<sup>1209</sup> Sobre o impacto da medida para o processo de formação de capital das empresas de menor porte por meio do mercado de valores mobiliários, bem como defendendo a necessidade de criação de mecanismos ainda mais amplos e efetivos para viabilizar a negociação dos valores mobiliários das companhias que se beneficiam dos regimes especiais acima descritos, afirma L. Aguillar: *“The lack of a fair, liquid, and transparent secondary market for these securities is a longstanding problem that needs an effective solution. Indeed, I’ve spoken publicly about this very issue on a number of occasions, most recently less than two weeks ago at the annual SEC Speaks conference. This topic is increasingly urgent in light of certain new, or anticipated, Commission rules required by the JOBS Act that would result in a far wider range of small business securities needing to find liquidity in the secondary markets. Specifically, proposed rules under Regulation A-plus and Crowdfunding, and final rules under Rule 506(c) of Regulation D, would permit wide distributions of securities and also allow such securities to be freely-traded by security holders immediately upon issuance, or after a one-year holding period. These registration exemptions also provide — or are expected to provide — for lesser on-going reporting requirements than is required for listed securities. Moreover, under the Commission’s recently proposed rules to amend Section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 (the “Exchange Act”), as required by the JOBS Act, the number of record holders a company may have before it is required to publish annual and quarterly reports would greatly increase. In addition, the Crowdfunding proposal, as required by the JOBS Act, would permanently exclude any purchaser of the shares from counting as a record holder for purposes of Section 12(g)—and any future secondary purchasers of those shares would also be excluded. Thus, regardless of the resulting number of record holders of such shares, the Section 12(g) provisions would never be triggered. The combined results of these existing and pending rules is that companies will be able to sell their securities to a wider swath of the public and remain outside of the protections of the registration provisions of the Exchange Act for longer periods of time—perhaps even permanently. As a result, investors who acquire these shares—many who are expected to be less financially sophisticated and need not be so-called “accredited investors” —may be left holding shares that they are unable to sell. One idea that been suggested as a way to foster an active secondary market for small company stocks is for the Commission to approve one or more venture exchanges. Such exchanges would be limited to smaller cap companies that are expected to meet less stringent listing standards. Clearly, the coming tsunami of unregistered and unlisted shares requires some new solutions—and venture exchanges may be a viable alternative. Venture exchanges are hardly a new idea, however, and prior efforts to establish them in this country have fared poorly. Accordingly, we need a thoughtful and prudent approach that carefully examines why the prior attempts failed. As we all know, “[t]hose who cannot remember the past are condemned to repeat it.”* (AGUILAR, Luis A. *The Need for Greater Secondary Market Liquidity for Small Businesses*. Advisory Committee on Small and Emerging Companies. Washington, DC, 2015. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/statement/need-for-greater-secondary-market-liquidity-for-small-businesses.html>>. Acesso em: 04 nov. 2016).

#### 4.3.4.2 O regime europeu

O regramento europeu também contempla alternativas para a criação de mercados secundários alternativos, que podem ser utilizados (mas não somente) para viabilizar a negociação de valores mobiliários ofertados de acordo com os regimes especiais contemplados pela *Prospectus Directive*.

Conforme mencionado no Capítulo 3 do presente trabalho, a circunscrição de tal perímetro, no contexto do mercado de valores mobiliários europeu, ocorre por meio da definição de mercados regulados constante do *MiFID*<sup>1210</sup> (e substancialmente replicada no *MiFID II*).<sup>1211</sup>

A obrigação de divulgação de um prospecto devidamente aprovado pelo regulador local, nos termos da *Prospectus Directive*, surge não apenas em função da realização de uma oferta pública, mas também em decorrência da admissão à negociação dos valores mobiliários em um mercado regulado,<sup>1212</sup> ainda que tenham sido objeto de uma oferta em que tal obrigação não se aplica.<sup>1213</sup>

Ademais, na hipótese de realização de ofertas dispensadas do cumprimento dos requisitos sujeitos à *Prospectus Directive*, quaisquer vendas subsequentes dos valores mobiliários ofertados apenas poderão ser realizadas caso não configurem uma oferta pública, ou seja, devendo atender aos mesmos critérios que fundamentaram a utilização do regime especial no âmbito do mercado primário.<sup>1214</sup>

Tais regramentos comunitários, inclusive, foram incorporados de maneira bastante uniforme pela regulação local, constando também do *Financial Services and Markets Act* de 2000<sup>1215</sup>, no Reino Unido, do *Code monétaire et financier* e do *Règlement général da Autorité des Marchés*,<sup>1216</sup> na França, do *Testo unico* e do *Regolamento Consob n. 11971 de 14.5.1999*<sup>1217</sup>, na Itália, e do *WpPG*<sup>1218</sup>, na Alemanha.

Da mesma forma, a sujeição de um determinado emissor ao regime informacional obrigatório, nos termos da *Directive 2004/109/EC (Transparency Directive)*<sup>1219</sup> e à

---

<sup>1210</sup> Cf. *Directive 2004/39/EC*, article 4° (1)(14).

<sup>1211</sup> Cf. *Directive 2014/65/EU*, article 4° (1)(21).

<sup>1212</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 3° (3).

<sup>1213</sup> Cf. DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 921.

<sup>1214</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 3°(2).

<sup>1215</sup> Cf. *Financial Services and Markets Act* de 2000, § 86(1A) e (2).

<sup>1216</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L411-2 e *Règlement général da AMF*, article 212-4.

<sup>1217</sup> Cf. *Testo unico*, art. 100 – 1o e *Regolamento Consob n. 11971 de 14.5.1999*, art. 34-ter.

<sup>1218</sup> Cf. *WpPG*, §3(2).

<sup>1219</sup> Cf. *Transparency Directive*, article 1° (1).

disciplina societária especial aplicável às companhias abertas, nos termos da legislação local,<sup>1220</sup> também está sujeita a admissão à negociação dos valores mobiliários em um mercado regulado.

Assim, tal definição é essencial para a circunscrição do perímetro regulatório sobre o qual as sociedades empresárias podem utilizar-se de mecanismos de formação semipública de capital sem atrair as custosas obrigações decorrentes dos regimes legais acima mencionados, aplicáveis tipicamente às companhias que captam recursos por meio de amplo apelo à poupança popular e almejam listagem em grandes bolsas de valores.<sup>1221</sup>

Conforme mencionado anteriormente, a definição de “mercados regulados” remete aos principais segmentos de negociação das grandes bolsas de valores europeias (conhecidos como *premium segments*), sujeitos a um rígido regramento em relação ao seu funcionamento e à admissão à negociação de valores mobiliários em seus ambientes.

Em contrapartida, cria-se espaço para outros ambientes de negociação, sujeitos a procedimentos menos rigorosos de funcionamento e que não impõem aos emissores cujos valores mobiliários são ali negociados aquele conjunto de obrigações tradicionalmente aplicável às companhias abertas.

Tais ambientes, nos termos do *MiFID*<sup>1222</sup> (e do *MiFID II*),<sup>1223</sup> genericamente qualificados como sistemas multilaterais de negociação (*multilateral trading facilities*), são dotados de maior flexibilidade organizativa em relação aos mercados regulados, embora possam também ser administrados pelas mesmas entidades que administram as bolsas de valores.

Adicionalmente, diante da não sujeição dos emissores cujos valores mobiliários são negociados em *multilateral trading facilities* ao regime societário e regulatório aplicável às companhias abertas, compete às entidades administradoras de tais ambientes fixar as obrigações informacionais e os requisitos organizativos aos quais tais emissores estão sujeitos (razão pela qual tais ambientes são também referidos como *exchange-regulated markets*).<sup>1224</sup>

---

<sup>1220</sup> Conforme detalhado no item 3.5.2 acima.

<sup>1221</sup> Cf. MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 171.

<sup>1222</sup> Cf. *Directive 2004/39/EC, article 4º(1)(15)*.

<sup>1223</sup> Cf. *Directive 2014/65/EU, article 4º (1)(22)*.

<sup>1224</sup> Cf. MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 171. A esse respeito, P. Davies e S. Worthington afirmam: “*However, as just noted, the operators of an investment exchange may operate multiple types of markets according to their commercial views about which types of market will be attractive to potential issuers and investors. From a regulatory point of view, those markets will be either “regulated” or “exchange regulated”. This is a distinction drawn by European Community law. The Community requirements for a regulated market are now*

No âmbito europeu, grande parte desses ambientes alternativos de negociação se especializaram fundamentalmente na listagem de empresas de menor porte, qua buscavam acesso gradual e faseado ao mercado de valores mobiliários. O caso mais proeminente foi o *Alternative Investment Market (AIM)*, segmento da *London Stock Exchange* organizado na forma de um *multilateral trading facility* totalmente regulamentado e supervisionado pela próprio entidade.<sup>1225</sup>

Outros exemplos de mercados estruturados sob esse formato são o *Alternext*, da *Euronext-NYSE – Paris*,<sup>1226</sup> o *AIM Italia* (espelhado no análogo britânico, anteriormente

---

*set out in Title III of Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments (MIFID). Article 36 states that “Member States shall reserve authorization as a regulated market to those systems which comply with the provisions of this Title”. The Title then sets out a number of requirements for acquiring the status of a regulated market, many of which cover the same ground as is to be found in the domestic rules governing the award of recognised investment exchange status.” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 920).*

<sup>1225</sup> Cumpre destacar que, em função da definição de *public company* constante do *Companies Act*, as companhias cujas ações são negociadas no *AIM* não escapam de tal qualificação para os efeitos da atração da disciplina societária ali constante. Todavia, conforme mencionado no Capítulo 3 do presente trabalho, grande parte dos requisitos estruturais e organizativos aplicados às companhias abertas no Reino Unido decorrem, em verdade, das regras de listagem aplicáveis aos *premium segments* e *standard segments*, nos termos do *Listing Rules* da *Financial Conduct Authority*, as quais não se aplicam obrigatoriamente ao *AIM*, que, em decorrência de organizar-se sob a forma de um *exchange-regulated market*, está sujeito ao seu próprio regramento a esse respeito. Cumpre ressaltar, também, que nada impede que uma companhia opte por realizar uma oferta pública de distribuição e ter suas ações admitidas à negociação no *AIM* (o que, aliás, é bastante comum). A esse respeito, P. Davies e S. Worthington afirmam: “*We have noted already that there are two triggers for the requirement to produce a prospectus: a public offer and the admission of shares to trading on a regulated market. Where, as is usual, shares are both offered to the public and admitted to trading on a regulated market, both triggers will be pulled, but either will do. We have also noted that AIM is not now a regulated market and so simple admission to trading on AIM will not trigger the prospectus requirement. That will be irrelevant if the admission is accompanied by a public offer, but a company which secures admission of its securities to AIM will be able to escape the prospectus requirements of FSMA if it makes an offer which falls outside the concept of a public offer, as certain types of placing, for example, will.*” (DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. Op. cit., p. 916). O sucesso do *AIM* fez com que a *London Stock Exchange* criasse o *High Growth Segment*, que, embora caracterizado como um mercado regulado, constitui um segmento específico, com requisitos mais brandos, voltados a empresas em estágios menos avançados de desenvolvimento. A respeito do *AIM*, B. Hannigan afirma: “*Of course, a company need not seek a listing and it can be (and most public companies are) unlisted, i.e. its securities are not admitted to the Official List maintained by UKLA, but such a company can still be admitted to trading and unlisted public companies are commonly traded on AIM, the Alternative Investment Market which is an exchange regulated market operated by the LSE. Companies trading on AIM are subject to a simpler regime (most Directives do not apply) and with more relaxed criteria for entry to the market. Companies are not required to have reached a certain size, or to have a defined percent. age of shares in public hands, or to provide a lengthy trading history. All companies must produce an admission document making certain disclosures about such matters as their directors’ backgrounds, their promoters and business activities. Once admitted to AIM, at company has to accept certain ongoing requirements. mainly disclosure requirements with respect to financial matters and company and related party transactions and changes in the business and the management structures.*” (HANNIGAN, Brenda. Op. cit., p. 478).

<sup>1226</sup> Sobre a organização do *Alternext*, M. Germain e V. Magnier destacam: “*Altenext est un marché pour les PME (8). Sa mission est double. Il doit organiser l’admission de titres de capital et de titres de créance à la demande des sociétés émettrices sur un système électronique de conclusion de transactions par confrontation multilatérale d’ordres doublé de dispositifs de négociation bilatérale, et fixer les obligations permanentes des sociétés qui y sont admises. Seuls les émetteurs ont donc l’initiative de l’admission aux négociations, ce qui distingue Altenext du marché libre (voy. n° 2703)*” (GERMAIN, Michel; MAGNIER, Véronique. Op. cit. p. 815).

denominado *Mercato Alternativo de Capitale*), da *Borsa Italiana*,<sup>1227</sup> o *Entry Standard/Open Market* da *Deutsche Börse*.<sup>1228</sup>

A relevância de tais mercados no contexto europeu, associada à importância conferida às iniciativas voltadas à promoção do acesso ao mercado de valores mobiliários por empresas de menor porte – também objeto do já mencionado *Report on Helping Small and Medium Sized Companies Access Funding* – fez com que o *MiFID II* contemplasse expressamente uma categoria de *multilateral trading facilities* voltados especialmente à negociação de valores mobiliários de emissores com esse perfil.<sup>1229</sup>

#### 4.3.4.3 O regime brasileiro

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

---

<sup>1227</sup> Acerca das características do *AIM Italia*, R. Costi: “*Borsa Italiana S.p.A. ha organizzato e gestisce il Mercato Alternativo del Capitale (MAC), che costituisce un sistema multilaterale di negoziazione destinato alla negoziazione dei titoli di rischio delle piccole e medie imprese, nonché l’AIM (Alternative Investment Market) Italia, un sistema multilaterale di negoziazione pure destinato alle piccole e medie imprese e modellato sull’analogo mercato inglese.*” (COSTI, Raul.Op. cit., p. 255).

<sup>1228</sup> Sobre as particularidades do *Entry Standard/Open Market*, esclarece a da *Deutsche Börse*: “*In Europe, there are two legally defined ways to access the capital market: EU-regulated markets, and markets regulated by the stock exchanges themselves (regulated unofficial markets). At FWB® Frankfurter Wertpapierbörse (the Frankfurt Stock Exchange), an IPO in the EU-regulated Official Market or Regulated Market leads into the General Standard or its Prime Standard segment. In the Open Market, the fulfillment of special transparency requirements leads into the Entry Standard, which is regulated by the Frankfurt Stock Exchange. Issuers in General Standard and Prime Standard fulfill the highest European transparency requirements and gain all the advantages of a full listing. With the Entry Standard, the Frankfurt Stock Exchange uses the available flexibility to create a simple, quick and cost-efficient way of including shares in exchange trading which is particularly suitable for small and medium-sized companies.*” (DEUTSCHE BÖRSE. *Entry Standard: Tailor-made capital market access for small-caps and mid-caps*. 2005, p. 5. Disponível em: < <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/blob/1192454/96e9f9a8092d388f854cf7d4ee41a648/data/Entry-Standard-brochure.pdf>>. Acesso em: 26 dez. 2016).

<sup>1229</sup> Cf. *article 33(1) do MIFD II*. A esse respeito, N. Maloney afirma: “*the 2014 MiFID II/MiFIR reforms provide for a specialist ‘SME Growth Market’, as a subset of the exchange-regulated market/MTF classification and on an opt-in basis 750 (MiFID II Article 33); Member States must provide that the operator of an MTF can apply to its home NCA to have the MTF registered as an SME Growth Market (Article 33(1)). The admission of securities to exchange-regulated markets/MTFs is not subject to extensive regulation under MiFID II/MiFIR (see further Chapter V section 8 ); registration of such a trading venue as an SME Growth Market, however, requires that the exchange-regulated market/MTF comply with a range of additional criteria. (...)The SME Growth Market reforms may also threaten the distinction between regulated markets and exchange-regulated markets/MTFs with respect to mandatory issuer disclosure and admission requirements. Exchange-regulated markets/MTFs operate outside the regulated market perimeter (and the related issuer disclosure and admission rules) and so can offer distinct admission products which signal to investors that they provide a platform for higher-risk securities which are subject to a lower level of regulation than applies on regulated markets. This distinction may become blurred. It is also difficult to see how this new regulated segment will enhance the current flexible, second-tier, exchange-regulated market/MTF-based regime, which has experienced significant growth.*” (MALONEY, Niamh. Op. cit., p. 174).

respaldo de tal regramento.

Como dito acima, a Instrução CVM nº 476/09 institui dois regimes diferentes para a colocação de valores mobiliários, a depender da sua natureza. E o mesmo ocorre em relação ao regime de sua negociação em mercado secundário, em que tais valores mobiliários estão também sujeitos a regramentos distintos.

Na hipótese de valores mobiliários representativos de dívida ou de cotas de fundos de investimento fechado ofertados nos termos da Instrução CVM nº 476/09, a sua negociação em mercado secundário poderá ocorrer apenas a partir de noventa dias, contados da data de sua subscrição ou aquisição pelo respectivo investidor.<sup>1230</sup>

Tal restrição foi instituída justamente para evitar a frustração da limitação quantitativa dos investidores objeto de tais ofertas, evitando que a quantidade máxima estabelecida na norma seja ultrapassada imediatamente após a finalização da oferta, por meio de transferências ocorridas em mercado secundário.<sup>1231</sup>

Adicionalmente, a norma estabelece que, na hipótese em que esses valores mobiliários são emitidos por emissores que se utilizam da hipótese de dispensa de registro de emissor perante a CVM contemplada na Instrução CVM nº 476/09 (que exclui, como visto, as ações e valores mobiliários nelas lastreados, conversíveis ou permutáveis), sua negociação em mercado secundário poderá ocorrer somente em mercado de balcão (organizado ou não organizado)<sup>1232</sup> e exclusivamente entre investidores qualificados,<sup>1233</sup> que contemplam, nos termos da Instrução CVM nº 539/13: (i) os investidores profissionais; (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado; (iii) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e (iv) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados.<sup>1234</sup>

---

<sup>1230</sup> Cf. artigo 13 da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1231</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise SDM – Audiência Pública nº 05/2008*, p. 13. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 nov. 2016.

<sup>1232</sup> Cf. artigo 14 da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1233</sup> Cf. artigo 15 da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1234</sup> Cf. artigo 9-B da Instrução CVM nº 539/13. Em relação aos fundos de investimento, é necessário, em qualquer hipótese, a obtenção de seu registro de funcionamento perante a CVM, sendo que a negociação das cotas ofertadas nos termos da Instrução CVM nº 476/09 deverá também ocorrer exclusivamente em mercado de balcão e entre investidores qualificados (cf. artigo 14, §1º da Instrução CVM nº 476/09), exceto na hipótese

Tal restrição está associada ao fato de esses emissores não estarem sujeitos às obrigações, especialmente de natureza informacional, que constituem condição para a livre negociação de valores mobiliários em mercados secundários, exigidas, via de regra, em função do registro do emissor perante a CVM, nos termos da Instrução CVM nº 480/09.

Na hipótese de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos de valores mobiliários emitidos por emissor dispensado de registro perante a CVM, a norma prescreve algumas informações periódicas e eventuais que deverão ser necessariamente divulgadas por tais emissores posteriormente<sup>1235</sup> – incluídos fatos relevantes e demonstrações financeiras preparadas de acordo com os padrões prescritos pela Lei nº 6.404/76 e auditadas por auditores independentes – reputadas, portanto, indispensáveis à sua negociação em mercado secundário, ainda que restrita a investidores qualificados.

Na hipótese de emissores registrados ou que venham a posteriormente obter o respectivo registro perante a CVM, não há qualquer restrição em relação ao tipo de investidor autorizado a adquirir esses valores mobiliários em mercados secundários (após transcorrido o período de noventa dias acima referido), sendo permitida a sua livre negociação, inclusive em mercado de bolsa<sup>1236</sup> e entre quaisquer tipos de investidores.<sup>1237</sup>

Todavia, tal dinâmica de negociação em mercados secundários não se aplica às companhias que realizam ofertas de ações ou valores mobiliários nelas lastreados, conversíveis ou permutáveis.

Nesse caso, como visto, não há hipótese de dispensa de registro do emissor perante a CVM, de modo que apenas é permitida a realização de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos tendo por objeto esses valores mobiliários quando emitidos por companhia aberta registrada perante a CVM nos termos da Instrução CVM nº 480/09.

Apesar de tal obrigação – que já implica em ônus significativos, como dito anteriormente – a norma vai além e estabelece também restrições à negociação desses valores mobiliários em mercados secundários, embora não se aplique, nesse caso, nenhum período inicial de vedação à negociação, como ocorre em relação aos demais valores mobiliários.<sup>1238</sup>

---

de o fundo divulgar ao mercado um prospecto contendo as informações que seriam exigidas no caso de uma oferta pública tradicional, hipótese em que a negociação das cotas poderá também ser realizada em bolsa e entre quaisquer tipos de investidores (cf. artigo 15, §2º da Instrução CVM nº 476/09).

<sup>1235</sup> Cf. artigo 17 da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1236</sup> Cf. artigo 14 da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1237</sup> Cf. artigo 15, §1º da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1238</sup> Cf. artigo 13, Parágrafo único da Instrução CVM nº 476/09.

Não obstante tais emissores estejam sujeitos a todo o regramento e a todas as obrigações informacionais aplicáveis às companhias abertas registradas perante a CVM, a Instrução CVM nº 476/09 restringe a negociação de ações e valores mobiliários nelas lastrados, conversíveis ou permutáveis ofertados nos termos dessa norma a investidores qualificados,<sup>1239</sup> exceto na hipótese de o emissor já ter realizado anteriormente oferta pública registrada de tais valores mobiliários ou após transcorridos dezoito meses de sua admissão à negociação em bolsa.<sup>1240</sup> Caso contrário, a livre negociação de tais valores mobiliários, entre quaisquer tipos de investidores, poderá ocorrer apenas após decorrido tal prazo.

Tal restrição, além de dissonante da prática internacional, é contraditória com a própria estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Isso porque o propósito declarado da Instrução CVM nº 480/09 é justamente estabelecer e unificar o regime informacional obrigatório necessário à negociação, em mercados secundários, de quaisquer valores mobiliários.

Antes de tal norma, de fato as informações que se exigiam acerca de um determinado emissor no momento da realização de uma oferta pública de valores mobiliários eram mais completas do que aquelas que eram devidas em bases periódicas e eventuais, das companhias abertas registradas perante a CVM.

Nesse sentido, um dos principais objetivos subjacentes à edição da Instrução CVM nº 480/09 foi justamente sanar tal distorção, por meio do estabelecimento de um regime informacional unificado e obrigatório a todos os emissores registrados, com distinções apenas em função das diferentes categorias de registro, relativas à natureza dos valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação.<sup>1241</sup>

---

<sup>1239</sup> Cf. artigo 15, §1º da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1240</sup> Cf. artigo 15, §3º da Instrução CVM nº 476/09.

<sup>1241</sup> Cf. PITTA, André Grünspun Pitta (2013a). Op. cit., p. 211-212. Sobre tal motivação, declarou a CVM, no âmbito do Edital de Audiência Pública 07/08, que divulgou a minuta da norma que, posteriormente, se converteu na Instrução CVM nº 480/09: “Embora a Instrução CVM nº 400, de 2003, tenha trazido as informações prestadas no momento da distribuição de valores mobiliários a níveis satisfatórios, as informações permanentemente à disposição dos investidores permanecem aquém do desejável. Esta deficiência prejudica o bom funcionamento dos mercados secundários. Isto porque, a falta de informações de qualidade no decorrer da vida do emissor ou do papel vai sendo gradativamente descontada do preço. Ademais, papéis cujo nível de informação é insatisfatório tendem a ser menos líquidos. As informações periódicas são, portanto, uma fonte primordial de dados sobre o emissor e os seus valores mobiliários que já estejam admitidos à negociação nos mercados. Elas viabilizam a correta precificação dos títulos durante sua permanência no mercado secundário. Por isso, elas constituem componente fundamental no processo de tomada da decisão de investimentos, tanto no mercado primário, quanto no secundário. O modelo proposto pela Minuta tenta corrigir o problema da qualidade das informações periódicas existente na estrutura atual. No modelo proposto pela Minuta, o Formulário de Referência constitui a principal fonte de informação do investidor sobre o emissor. O investidor encontrará em tal formulário as mais importantes informações sobre o emissor, notadamente as atividades desenvolvidas, os fatores de risco, o grupo econômico, os ativos



Assim, a norma operou, também, a equiparação entre as obrigações informacionais devidas quando da realização de uma oferta pública e aquelas devidas posteriormente a tal operação, em bases periódicas e eventuais, como condição para a negociação de tais valores mobiliários em mercados secundários.<sup>1242</sup>

Por essa razão, inclusive, a Instrução CVM nº 400/03 foi modificada (pela Instrução CVM nº 482/09), justamente para, entre outras alterações, retirar, do conteúdo mínimo dos prospectos realizados em tais ofertas, quaisquer informações acerca do emissor, passam a ser incorporadas a partir dos respectivos formulários de referência preparados pelos emissores, conforme exigido nos termos da Instrução CVM nº 476/09.<sup>1243</sup>

Não parece, portanto, justificável, a opção constante da Instrução CVM nº 476/09 de restringir a negociação, em mercado secundário, de valores mobiliários emitidos por companhias sujeitas ao regime informacional obrigatório constante de Instrução CVM nº 480/09, uma vez que, independentemente da maneira como tais valores mobiliários foram ofertados, todas as informações acerca dos respectivos emissores exigidas nos termos da regulamentação como condição para sua livre negociação em mercados secundários estarão disponíveis aos investidores.

Diante da imposição dessa restrição, emissores que não são beneficiários de nenhuma dispensa em relação às obrigações informacionais tradicionalmente exigidas das companhias abertas – como ocorre, em regra, nos regimes estrangeiros – estão sujeitos às restrições, quanto à negociabilidade dos valores mobiliários por eles emitidos, que, em tese, apenas seriam justificáveis nas hipóteses em que tais dispensas são concedidas.

A restrição cria, ainda, algumas situações bastante particulares, uma vez que determinada companhia aberta registrada perante a CVM que jamais realizou qualquer tipo de oferta de valores mobiliários (registrada ou com esforços restritos) poderá solicitar a admissão de seus valores mobiliários em bolsa de valores sem qualquer limitação em relação ao tipo de investidores que poderão negociá-los, ao passo que aquelas que realizaram ofertas com esforços restritos de suas ações – e, portanto, tiveram suas informações escrutinadas

---

*relevantes, estrutura de capital, os dados financeiros históricos e os comentários dos administradores sobre tais dados, projeções e estimativas divulgadas, administração, recursos humanos, operações com partes relacionadas, política de negociação de valores mobiliários, planos de recompra de ações, política de divulgação de informações e valores mobiliários emitidos pelo emissor.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 07/08. p. 10. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 nov. 2016).*

<sup>1242</sup> Cf. PITTA, André Grünspun Pitta (2013a). Op. cit., p. 211-212.

<sup>1243</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 01/09. p. 2-3. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 nov. 2016.

pelos intermediários de tais ofertas e pelos investidores que dela participaram – estarão sujeitos à restrição à negociação acima descrita.

Não houve, portanto, como visto, o estabelecimento de um regime regulatório diferenciado e proporcional aplicável às empresas que se utilizam de mecanismos de formação semipública de capital – estratégia recorrentemente utilizada, como visto, no âmbito de políticas regulatórias voltadas a promover a utilização do mercado de valores mobiliários por empresas de menor porte – uma vez que, por aqui, tais empresas estão sujeitas, materialmente, às mesmas obrigações aplicáveis a quaisquer companhias que captam recursos por meio do mercado de valores mobiliários, inclusive por meio de ofertas públicas tradicionais.

E ainda que fosse o objetivo do regulador abrandar os requisitos impostos às sociedade empresárias que desejam utilizar tal mecanismo de formação de capital, no bojo da competência de que dispõem em relação à fixação de tais obrigações, não seria possível, todavia, atingir o mesmo grau de efetividade verificado, a esse respeito, nos mercados norte-americano e europeu.

A grande dificuldade, como dito, está associada à definição de companhia aberta constante da Lei nº 6.404/76 e da Lei nº 6.385/76. Conforme explorado no Capítulo 3 do presente trabalho, a definição de companhia aberta constante de tais diplomas – fundamental para a sujeição das sociedade por ações à disciplina societária especial aplicável a tais companhias e ao poder de supervisão da CVM – é bastante abrangente, capturando quaisquer companhias que tenham valores mobiliários passíveis de negociação no mercado de valores mobiliários.<sup>1244</sup>

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

---

<sup>1244</sup> Cf. artigo 4º da Lei nº 6.404/76 e artigo 22 da Lei nº 6.385/76.

dispensado.<sup>1245</sup>

Todavia, a definição de “mercado de valores mobiliários”, advinda da análise sistemática da Lei nº 6.385/76, é bastante abrangente e comporta três modalidades distintas de mercado: o mercado de bolsa, o mercado de balcão organizado e o mercado de balcão não organizado.<sup>1246</sup>

Embora a distinção entre tais modalidades seja matéria complexa,<sup>1247</sup> resta claro que a amplitude associada a tais noções dificulta a criação de algum tipo de mercado, sistema ou ambiente para a negociação de valores mobiliários que não configure, para os efeitos da Lei nº 6.385/76, ao menos um mercado de balcão (organizado ou não), o que é suficiente para atrair o *status* de companhia aberta para o emissor dos valores mobiliários nele transacionado.

Tal circunstância fica ainda mais evidente a partir da análise do disposto na Instrução CVM nº 461/07, que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários.<sup>1248</sup>

Embora a norma utilize nomenclatura inspirada no *MiFID*, a definição de “mercados regulamentados de valores mobiliários” constante da Instrução CVM nº 461/07, adstrita àquelas modalidades prescritas pela própria Lei nº 6.385/76, é substancialmente mais abrangente do que aquela constante de norma europeia, encampando os mercados de bolsa, de balcão organizado e de balcão não organizado.<sup>1249</sup>

Em linhas gerais, o *MiFID*<sup>1250</sup>, em sistemática preservada e aprimorada pelo *MiFID II*<sup>1251</sup> distingue os ambientes de negociação (*trading venues*) entre os “mercados regulados”, os *multilateral trading facilities*, as *organized trading facilities* e os *systematic internalizers*.

---

<sup>1245</sup> Conforme explorado no item 3.5.2 acima.

<sup>1246</sup> Cf. artigo 21 da Lei nº 6.385/76.

<sup>1247</sup> Para uma ampla análise das nuances e distinções associadas a cada um desses ambientes, ver. YAZBEK, Otavio (2009). Op. cit., p. 129-144 e DUTRA, Marcos Galileu. *As Novas Estruturas Organizacionais das Bolsas*. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 23-37.

<sup>1248</sup> Cf. artigo 1º da Instrução CVM nº 461/07.

<sup>1249</sup> Cf. artigo 2º da Instrução CVM nº 461/07

<sup>1250</sup> Cf. *MiFID*, article 4º (7), (14), (21).

<sup>1251</sup> Cf. *MiFID II*, article 4º(21), (22), (23) e (24). A respeito da relevância de tal diferenciação na sistemática do *MiFID II*, M. Maloney afirma: “*Venue classification is at the heart of the 2014 MiFID II/MiFIR trading venue regime. (...) The MiFID II venue classification is also designed to ensure that functionally similar trading is subject to similar rules, but it has a distinct market-shaping function that is designed to ensure that trading, particular in the equity markets, takes place on organized venues which are open and transparent and subject to similar regulation, and that the OTC trading space reduces. To achieve this, MiFID II/MiFIR provides for four organized trading venues: regulated markets; MTFs; OTFs; and Sis. The regulated market, MTF, and OTF venues are multilateral and subject to broadly similar rules. The SI venue is essentially bilateral and sits in the OTC space. But, as the SI classification is designed to capture high volumes of internalization activity by investment firms, it is subject to tailored ‘venue-like’ regulation. The OTC trading space remains undefined (as under MiFID I).*” (MALONEY, Niamh. Op. cit., loc. 23490-23501).

Todavia, sistemas assemelhados às *multilateral trading facilities* e *organized trading facilities* – que no regramento Europeu não são considerados mercados regulados, operando o mencionado perímetro regulatório em relação à atração do *status* de companhia aberta – se assemelham, em função de suas características, a mercados que, no Brasil, seriam caracterizados como mercados de balcão organizado,<sup>1252</sup> atraindo, portanto, o *status* de companhia aberta em relação àquelas sociedades cujas ações são ali negociadas.

E, ainda que se busque, pela via regulatória, evitar a qualificação de mercados com essa características como mercados de balcão organizado – considerando que compete à CVM tal definição<sup>1253</sup> – a peculiar noção de mercado de balcão não organizado constante da Lei nº 6.385/76<sup>1254</sup> – segundo a qual qualquer transação envolvendo a compra e venda de valores mobiliários que conte com a participação de uma entidade integrante do sistema de distribuição (e.g. corretoras, distribuidoras, agentes autônomos de investimento etc.) é considerada como ocorrida em tal mercado<sup>1255</sup> – impossibilita a criação de um ambiente no qual se poderia ter a negociação de ações de uma companhia sem que isso implicasse sua

---

<sup>1252</sup> Cumpre ressaltar que a noção de mercado de balcão organizado constante da Lei nº 6.385/76 e da Instrução nº 461/07 contemplam determinados mercados organizados por meio de sistemas multilaterais e centralizados (cf. artigo 92, I) ou por meio de execução de negócios tendo como contraparte determinados agentes que se comprometem a apresentar ofertas de compra e de venda – conhecido como mercado de *dealers* – (cf. artigo 92, II), em modelos de funcionamento que podem se assemelhar aos *MTFs* ou *OTFs* europeus. Sobre tais particularidades da estrutura do mercado brasileiro, O. Yazbek afirma: “*A rigor, o mercado de balcão (em inglês denominado ‘over the counter’ ou simplesmente, ‘OTC’), em contraposição ao de bolsa, é aquele em que as instituições financeiras e as demais entidades autorizadas a operar fazem-no diretamente entre si, ou diretamente com seus clientes, sem um mecanismo centralizado e compulsório de formação de preços. (...) Não obstante a adequação da imagem, deve-se apontar outras formas de negociação em mercado de balcão, com maior ou menor grau de centralização, conforme a regulamentação aplicável e o ativo negociado – raro, sistemas de negociação em mercado de balcão organizado, sobretudo naquilo que, no Brasil, se convencionou chamar de ‘balcão organizado’ aproxima-se bastante, ao menos operacionalmente, dos sistemas propriamente bursáteis. Essa variedade é estimulada, ainda, pelo desenvolvimento de sistemas eletrônicos de negociação, com feições as mais distintas. Com efeito, no Brasil se vem adotando, desde 1996, uma distinção bastante peculiar entre o chamada mercado de balcão organizado e o não-organizado. O primeiro seria, assim, aquele supervisionado por uma entidade autorreguladora e cujo funcionamento foi autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, hoje nos termos da Instrução nº 461/07. Como se viu na seção anterior, a caracterização do mercado de balcão organizado envolve algum tipo de controle sobre a legitimidade do processo de formação de preços ainda que, diferentemente do que ocorre nos mercados de bolsa, a formação de preços propriamente dita não seja seu alvo.*” (YAZBEK, Otavio (2009) Op. cit., p. 143-144).

<sup>1253</sup> Cf. artigo 18, I da Lei nº 6.385/76.

<sup>1254</sup> Cf. artigo 21, §3º da Lei nº 6.385/76.

<sup>1255</sup> A respeito das características de tal mercado, afirmamos em outra oportunidade: “*Desta forma, a caracterização do mercado de balcão não organizado não é feita a partir de seus elementos estruturais (como ocorre com relação ao mercado de bolsa e ao mercado de balcão organizado), justamente pelo fato do mesmo ter natureza absolutamente difusa, marcado essencialmente pela ausência da intervenção organizativa e estruturadora de uma determinada entidade, de modo que acaba sendo qualificado e identificando em razão das características das operações que nele ocorrem, por uma espécie de critério de exclusão. Trata-se, portanto, do mercado dos intermediários integrantes do sistema de distribuição, onde transações bilaterais com valores mobiliários são realizadas fora de qualquer local, ambiente ou sistema de negociação estabelecido ou mantido por determinada entidade.*” (PITTA, André Grünspun (2014). Op. cit., p. 997).

qualificação como uma companhia aberta.

Essas circunstâncias diminuem a possibilidade de criação de um perímetro regulatório para a negociação de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias sem que as mesmas acabem por atrair a qualificação de companhia aberta, seja para os efeitos da disciplina societária especial constante da Lei nº 6.404/76, seja para os efeitos da atração da competência regulatória da CVM sobre tais emissores,<sup>1256</sup> o que inviabiliza, por aqui, a criação de mercados semelhantes aos *exchange-regulated markets* no modelo existente na Europa, sujeitos exclusivamente à regulamentação e supervisão das entidades administradoras de tais mercados.

E ainda que a CVM pretendesse exercer de maneira mais efetiva sua prerrogativa de permitir o acesso ao mercado de valores mobiliários por parte de sociedades empresárias organizadas sob outras formas diversas da sociedade por ações, tal circunstância, embora pudesse, em tese, evitar a atração das regras que conformam a disciplina societária especial constante da Lei nº 6.404/76, não evitaria a atração da competência regulatória da CVM sobre tais empresas, em vistas do disposto na própria Lei nº 6.385/76, segundo o qual quaisquer emissores de valores mobiliários, seus administradores e controladores sujeitam-se à disciplina prevista em tal diploma para as companhias abertas.<sup>1257</sup>

Por essas razões, constata-se, inclusive, que as iniciativas autorregulatórias encampadas por entidades administradoras de mercados voltadas à criação de segmentos especiais de listagem para empresas de menor porte – como é o caso do Bovespa Mais e do Bovespa Mais – Nível 2 instituídos pela BM&FBOVESPA – são substancialmente diversas, em sua essência, das iniciativas assemelhadas no mercado europeu, uma vez que, por aqui, não há qualquer distinção no regime legal e regulatório ao qual as companhias que integram tais segmentos estão sujeitas.

Em suma, resta evidente que, por aqui, existem importantes restrições decorrentes da própria legislação que dificultam a delimitação de um perímetro regulatório sob o qual possa ser desenvolvido um mercado secundário alternativo em que a negociação, ainda que restrita, de valores mobiliários ocorra sem que implique na aquisição do *status* de companhia aberta por parte de seus emissores, o que, como visto, é reputado como relevante no âmbito de

---

<sup>1256</sup> Cf. artigo 4º, IV e VI, artigo 8º, V, artigo 9º I, IV e V e artigo 22 da Lei nº 6.385/76.

<sup>1257</sup> Cf. artigo 2º, §2º da Lei nº 6.385/76. Considerando que tal dispositivo faz referência exclusivamente à disciplina aplicável às companhias abertas constantes da Lei nº 6.385/76 – que trata essencialmente da competência regulatória da CVM em relação a tais companhias – é possível (embora não seja incontroverso) entender que o aludido comando não alcança a disciplina societária especial aplicável às companhias abertas nos termos da Lei nº 6.404/76.

políticas regulatórias voltadas a incentivar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários por sociedades empresárias em estágios iniciais de desenvolvimento.

#### 4.3.5 *Investment-based crowdfunding*

De modo a completar a análise dos mecanismos alternativos de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, é relevante avaliar os modelos regulatórios que vem surgindo com o intuito de viabilizar as operações de financiamento participativo (conhecidas pelo termo em inglês *crowdfunding*).

Os impactos causados pela evolução tecnológica na estrutura e organização dos mercados financeiros e de valores mobiliários é absolutamente perceptível em diversas dimensões, especialmente em decorrência do desenvolvimento da rede mundial de computadores (*internet*) a partir do início dos anos 1990.<sup>1258</sup>

As mudanças mais marcantes, e que se operaram de início, dizem respeito à maneira como os agentes econômicos passaram a realizar suas operações bancárias e no mercado de valores mobiliários, especialmente no tocante ao seu relacionamento com os intermediários que atuam em tais mercados, bem como a forma como os mercados secundários passaram a se organizar, com o advento dos sistemas eletrônicos de negociação, cujo maior exemplo foi o surgimento da *National Association of Securities Dealers Automated Quotation – NASDAQ*, no mercado norte-americano.<sup>1259</sup>

Ademais, a celeridade com que as informações afetas aos valores mobiliários negociados e seus respectivos emissores passam a ser divulgadas e disseminadas também impactou sobremaneira o funcionamento do mercado, agregando significativo dinamismo e eficiência.<sup>1260</sup>

Evidente que as facilidades advindas de tal evolução impactam significativamente os mecanismos e as preocupações regulatórias relacionadas à captação da poupança popular

---

<sup>1258</sup> A respeito dos impactos da revolução tecnológica no mercado de valores mobiliários, P. Cohen destaca: “Over the past two decades, the U.S. securities industry has changed dramatically. The securities markets have experienced unbounded growth.’ The participation and influence of institutional investors has increased new financial instruments providing innovative risk management methods have proliferated.’ Moreover, new economic approaches to investing have led to modernized trading strategies Changes in trading volume, participants, and trading methods have altered the organization of U.S. equity markets and the manner in which they function.’ Technological innovation has played a particularly important role in the maturation of U.S. securities markets. Because of technological advances, “markets no longer are, or need be, only physical places”.” (COHEN, Paul D. “Securities Trading Via the Internet”. *Stanford Journal of Law, Business and Finance*. Stanford: Stanford University Press, v. 4, 1998, p. 2-3).”

<sup>1259</sup> Cf. COHEN, Paul D. Op. cit., p. 3.

<sup>1260</sup> Cf. COHEN, Paul D. Op. cit., p. 4.

por meio de ofertas públicas, haja vista o alto potencial de difusão e penetração de tais operações quando realizadas por meio do emprego de meios eletrônicos de comunicação.<sup>1261</sup>

O uso da rede mundial de computadores no contexto das ofertas públicas de distribuição foi, em verdade, uma das primeiras preocupações que emergiu a partir do desenvolvimento tecnológico deflagrado a partir do início dos anos 1990, mobilizando os reguladores do mercado de valores mobiliários ao redor do mundo, que imediatamente externaram preocupações advindas da facilidade com que seria possível acessar investidores a partir de então, inclusive no contexto de operações de natureza fraudulenta, uma vez que a *internet* facilita enormemente o esforço de venda de valores mobiliários junto ao público investidor, de maneira absolutamente dinâmica e instantânea.<sup>1262</sup>

Consequentemente, é também inegável que tais mecanismos facilitam enormemente o acesso direto entre potenciais emissores de valores mobiliários e potenciais investidores – especialmente por parte de empresas de menor porte<sup>1263</sup> – alterando sobremaneira o papel e a atuação dos intermediários financeiros no contexto de tais relações, exacerbando, inclusive, seu papel de *gatekeepers* no bojo desse elo.<sup>1264</sup>

Nesse cenário, a agenda regulatória do mercado de valores mobiliários recentemente

---

<sup>1261</sup> Cf. COHEN, Paul D. Op. cit., p. 5.

<sup>1262</sup> A esse respeito, S. Choi afirma: “*Nonetheless, the Internet also presents several challenges to the securities market. With the increase in the number of active investors on the Internet comes a corresponding increase in potentially unsophisticated investors. Many individual investors who previously invested in mutual funds may be drawn to investing in individual stocks through the reduced cost of Internet-based securities transactions. Because fraudulent issuers may sell securities with greater ease over the Internet, these investors are at risk. The reduced cost of conducting an offering, moreover, may attract an increased number of disreputable issuers onto the Internet. Honest businesses must pull together financial data from within the company and check for accuracy. Fraudulent issuers, on the other hand, may simply type up an offering statement from scratch, limited only by their imagination.*” (CHOI, Stephen J. Gatekeepers and the Internet: Rethinking the Regulation of Small Business Capital Formation. *The Journal of Small & Emerging Business Law*. Portland: Lewis & Clark Law School, v. 1, n. 27, 1998, p. 37-38). O tema também foi objeto de preocupação por parte da CVM que, em 2005, emitiu o Parecer de Orientação nº 32, explicitando o entendimento do regulador sobre a caracterização de ofertas públicas realizadas por meio da rede mundial de computadores: “*O problema da utilização da Internet no mercado de valores mobiliários relaciona-se diretamente com a realização de oferta de valores mobiliários emitidos em outros países e a prestação de serviços de negociação de valores mobiliários junto a pessoas residentes no Brasil por intermediários estrangeiros. Além disso, a utilização da Internet também atinge ofertas e atividades no mercado de valores mobiliários efetuadas integralmente no Brasil, por agentes locais. (...)O uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta, via de regra, como pública, nos termos do inciso III do § 3º do art. 19 da Lei nº 6.385/76, uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio. Esse entendimento já consta, inclusive, do art. 3º, IV, da Instrução 400/05. Dessa forma, salvo se medidas preventivas forem tomadas, ou situações especiais forem verificadas, faz-se necessário o prévio registro de tais ofertas perante a Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do caput do artigo 19 da Lei nº 6.385/76.*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de Orientação 32, de 30 de setembro de 2005. 2005, p. 1. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 26 dez. 2016).

<sup>1263</sup> Cf. CHOI, Stephen J. Op. cit., p. 36-37.

<sup>1264</sup> Cf. CHOI, Stephen J. Op. cit., p. 42-53.

voltou-se para os chamados mecanismos de financiamento participativo, referidos usualmente pela expressão em inglês *crowdfunding*.<sup>1265</sup>

Tais mecanismos têm origem com o surgimento de *internet*, associados, em um primeiro momento, a iniciativas voltadas ao financiamento de determinados projetos culturais ou sociais, por meio das quais se busca utilizar o ambiente virtual para levantar recursos (basicamente sob a forma de doações) destinados a financiar tais projetos, sem o estabelecimento de vínculos de investimento.<sup>1266</sup>

Tais transações evoluíram, entretanto, para modelos em que tal apelo ao público ocorre a partir de uma relação que pressupõe a expectativa de retorno financeiro baseado no sucesso de uma determinada empresa nascente ou iniciante para a qual se busca financiamento, aproximando-as claramente, em termos de suas características, das ofertas públicas de valores mobiliários, no contexto de operações que passaram a ser conhecida

---

<sup>1265</sup> Sobre a origem da expressão e buscando definir seu conteúdo, P. Belleflamme et al. afirmam: “*The concept of crowdfunding finds its root in the broader concept of crowdsourcing, which refers to using the crowd to obtain ideas, feedback and solutions in order to develop corporate activities (Howe, 2008; Kleemann, Voß and Rieder, 2008). In the case of crowdfunding, the objective is to collect money for investment; this is generally done by using social networks, in particular through the Internet (Twitter, Facebook, LinkedIn and different other specialized blogs). In other words, instead of raising the money from a very small group of sophisticated investors, the idea of crowdfunding is to obtain it from a large audience (the “crowd”), where each individual will provide a very small amount. This can take the form of equity purchase, loan, donation or pre-ordering of the product to be produced.*” (BELLEFLAMME, Paul; LAMBERT, Thomas; SCHWIENBACHER, Armin. *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*. 2012, p. 2. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1578175>>. Acesso em: 26 nov. 2016).

<sup>1266</sup> A esse respeito, S Choi e A. Pritchard afirmam: “*Crowdfunding has its roots outside of the formal capital markets, with the rise of the Internet. The Internet allowed groups of people to pooled their money through websites, such as kickstarter.com, to fund various artistic and other creative endeavors. People typically contributed money without regard to investment return, for projects such as the development of a video game, the filming of documentaries, or the writing of a first novel. In return for their funding, project sponsors typically promised contributors copies of the completed video game, a digital download of the finished documentary film, or first edition copies of their book.*” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 605). No mesmo sentido, acerca das origens do *crowdfunding*, A. O. Mattos Filho afirma: “*Este é um método razoavelmente novo na busca de capitais de terceiros, com a finalidade de financiar com o dinheiro arrecadado novos empreendimentos, de sorte a permitir que seu fundador possa iniciar a atividade que se propõe. Os recursos arrecadados podem ser aplicados em investimentos que se objetivam sejam lucrativos, mas também podem se destinar ao financiamento de atividades artísticas, políticas ou de benemerência. Os crowdfunding são filhos diretos da informática, na medida em que as ofertas são todas feitas pelos websites hospedados pelos vários portais de comunicação de massa. Aqui só nos interessam os mecanismos destinados a propiciar recursos que impliquem alguma forma de participação em uma aplicação financeira coletiva, a qual é feita com intuito de lucro. Os mercados em geral vivem da comunicação entre os ofertantes e os demandantes de determinado bem. Esse é o preceito básico que governa os atos de nossas vidas. Assim é que todo o sistema de oferta e demanda de valores mobiliários foi construído em função dos mecanismos de oferta e de negociação, bem como, no mesmo sentido, surgiu todo o sistema de controle, fiscalização e punição criado pelo sistema estatal. Mas, se como regra as transações cotidianas prescindem de regramento maior por parte do Estado, quando se adentra a busca de recursos junto ao público poupador a normatização estatal se torna tão mais rígida quanto maior for o universo de potenciais investidores atingíveis.*” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. cit., v. 2, p. 310-311).



como *equity-crowdfunding*, *investment-based crowdfunding* ou *crowdinvesting*.<sup>1267</sup>

Tal realidade embute um importante dilema a ser enfrentado no que diz respeito à conformação do arcabouço regulatório sob o qual tais transações devem ser realizadas, decorrente da já mencionada problemática harmonização entre as políticas regulatórias voltadas à formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários e aquelas associadas particularmente à proteção aos investidores.<sup>1268</sup>

Conforme abordado anteriormente, as políticas regulatórias deliberadamente voltadas a promover a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários usualmente embutem a dispensa, em todo ou em parte, das obrigações e requisitos que, via de regra, são impostos diante dos processos de captação de recursos por meio do apelo à poupança popular.

E, como visto, tal dinâmica, em muitos casos, envolve determinadas contrapartidas, por exemplo, associadas ao estabelecimento de restrições quantitativas e qualitativas quanto aos potenciais participantes dessas operações.

Todavia, as particularidades e características atinentes às transações de *investment-based crowdfunding* impõem a necessidade de se imprimir dinâmica diferentes sob a perspectiva da sua regulação.

Tais operações tradicionalmente envolvem empresas nascente ou iniciantes, que pretendem buscar investidores interessados em prover recursos para o financiamento de suas atividades em contrapartida de uma participação em seus resultados futuros, por meio de

---

<sup>1267</sup> Existem diversas outras modalidades de *crowdfunding* que não envolvem a oferta de valores mobiliários, como, por exemplo: (i) *donation crowdfunding*, em que determinadas pessoas fornecem dinheiro para um determinado projeto ou ideia sem qualquer contrapartida; (ii) *reward crowdfunding*, em que as pessoas que suportaram financeiramente uma ideia ou projeto recebem algum tipo de contrapartida, na forma de um brinde ou recompensa; (iii) *pre-purchase*, em que as pessoas pagam, antecipadamente, por um produto a ser desenvolvido com os recursos angariados; (iv) *Peer-to-peer (P2P) lending*, que se assemelha a um mecanismo de concessão de empréstimo, por meio do qual um investidor financia uma ideia ou projeto e, ao final, recebe o valor emprestado acrescido de juros. Essas outras modalidades de *crowdfunding* não serão objeto de análise no presente trabalho. Para uma abrangente visão de todas as modalidades de *crowdfunding* ver PICHLER, Flavio; TEZZA, Ilaria. *Crowdfunding as a new phenomenon: Origins, Features and Literature Review*. In: BOTTIGLIA, Roberto; PICHLER, Flavio (ed.). *Crowdfunding for SMEs – A European Perspective*. London: Palgrave Macmillan, 2016, p. 10-12.

<sup>1268</sup> A esse respeito, T. Hazen afirma: “*Policymakers continually face the challenge of effectively balancing the benefits of encouraging small business formation against the investor protection goals of the securities laws. Without the crowdfunding exemption that was recently enacted by Congress and signed into law,13 crowdfunding would not be a viable capital-raising method in light of the costs of complying with securities registration or even the more limited disclosure requirements available under the exemption set forth in SEC Regulation A.*” (HAZEN, Thomas Lee. *Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure*. *North Carolina Law Review*, v. 90, 2012, p. 1739. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1954040>>. Acesso em: 03 abr. 2015).

amplo apelo realizado por intermédio de plataformas eletrônicas especializadas em intermediar esse tipo de transação, tendo como alvo, inclusive, pessoas comuns e sem sofisticação financeira.<sup>1269</sup>

Por outro lado, tais transações não podem submeter-se a requisitos regulatórios exageradamente rigorosos ou que imponha custos impeditivos para os respectivos ofertantes. Tratam-se, portanto, de operações que, de um lado, merecem tratamento regulatório especial (menos oneroso), mas em relação às quais deve haver, também, ampla liberdade em relação à quantidade e perfil de investidores ofertados, uma vez que seu sucesso depende, via de regra, de sua pulverização junto ao público (em contrário ao que ocorre em relação a vários dos mecanismos alternativos de formação de capital analisados anteriormente, em que a dispensa de atendimento de requisitos regulatórios, bem como os riscos que daí derivam, costumam ser, em alguma medida, compensados pela imposição daquelas restrições quantitativas e qualitativas quanto ao público investidor ofertado).<sup>1270</sup>

---

<sup>1269</sup> Acerca de tal modalidade de *crowdfunding*, A. Hagedorn e A. Pinkwart afirmam: “*Crowdinvesting is a subset of crowdfunding, providing a framework with which shares of young companies or projects can be offered to the public. The innovative idea behind it is that anyone can offer investment possibilities if minimum standards are fulfilled and, equally, anyone can invest. Therefore, we define crowdinvesting as: “a financing method for young ventures and other commercial projects that supports the acquisition of equity by coordinating the submission of different forms of shares to an undefined group of possible investors through social virtual communities .” Unlike crowdfunding, it concentrates mainly on financing young ventures or commercial projects by equity or mezzanine capital through the issue of shares and thereby requires a legal body. Compared to crowdfunding, participation is generally not rewarded by gifts or material incentives, but by return on investment.*” (HAGEDORN, Anja; PINKWART, Andreas. *The Financing Process of Equity-Based Crowdfunding: An Empirical Analysis*. In: BRÜNTJE, Dennis; GAJDA, Oliver. *Crowdfunding in Europe – State of the Art in Theory and Practice*. New York: Springer, 2016, p. 71-72).

<sup>1270</sup> Nesse sentido, A. Fink afirma: “*It is difficult to perfectly align these two interests, as both sides contain unknown potentialities, the most extreme being the size and influence of the Crowd. We know there will be, as there always is in any industry with multiple transactions, some level of fraud. From the sub-prime crisis to the technology IPO boom to the elusiveness of insider trading, history has proven that regulators will always be a few steps behind the violators. The size and the power of the Crowd, and its willingness to contribute to crowdfunding enterprises are largely unknown, and cannot be understood without an attempt to open the crowdfunding investing doors. Of course, the participation of the Crowd will also largely depend on the enabling framework that is created, and regulators should be careful not to impose burdensome restrictions that kill the Crowd’s participation.*” (FINK, Andrew. *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act*. 2012, p. 32. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2046051>>. Acesso em: 26 nov. 2016). Da mesma forma, S Choi e A. Pritchard afirmam: “*Crowdfunding poses a dilemma for securities regulators. Its explicit goal is to increase capital market access for those companies, typically small and unknown startups, that otherwise would have difficulty getting raising capital. Yet in inviting small and unknown startups, crowdfunding also invites fraudsters and con artists eager to bilk unsophisticated investors of their money. Will disclosures, investor tests, and background checks adequately offset the increased risk of fraud posed by those issuers that self-select themselves into the crowdfunding market (i.e., those issuers unable to raise capital through more traditional means from institutional investors)?*” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). *Op. cit.*, p. 608). Em linha semelhante, sobre a importância do *crowdfunding* no bojo da política regulatória destinada a aproximar empresas nascentes e iniciantes do mercado de valores mobiliários, A. O. Mattos Filho afirma: “*Ora, a Internet e os crowdfunding subvertem ou têm o condão de ir contra toda a sistemática de controle governamental hoje existente. As eventuais dificuldades, entretanto, não deverão significar que a iniciativa deva ser colocada simplesmente no campo da ilegalidade. Esse é um mecanismo*

Não obstante o enorme receio de essas operações revestirem, em verdade, esquemas fraudulentos de captação de recursos – bastante evidenciado no contexto da discussões regulatórias havidas ao redor do mundo em relação à regulamentação de tais operações<sup>1271</sup> – observa-se que, guardadas as diferenciações de cada modelo regulatório, que serão sucintamente apresentados a seguir, o *investment-based crowdfunding* vem sendo regulamentado a partir de alguns pressupostos comuns, incluindo: (i) limitação do valor das ofertas que podem ser realizadas nesse contexto; (ii) limitação do valor do investimento que pode ser realizado em transações dessa natureza por investidores comuns; (iii) imposição de um conjunto informacional mínimo a ser divulgado no contexto da oferta e posteriormente, em bases eventuais ou periódicas; e (iii) atribuição às plataformas eletrônicas especializadas que atuam na intermediação de tais operações o papel de efetivo *gatekeepers* em relação a essas transações, sujeitos a um regime regulatório inspirado naquele que se aplica aos

---

*que pode ajudar a consertar as enormes distorções que hoje temos no sistema de capitalização do sistema produtivo, inclusive e principalmente o brasileiro. Claro, desde que conte com um aparato regulatório leve e compatível com as ferramentas da informática e a capacidade de fiscalização da normatização eventualmente estabelecida. Na verdade, a capitalização em massa de pequenos empreendimentos, por pequenos investidores, pode significar um mecanismo a mais para a prática de uma economia de mercado, buscando dar um lugar ao sol ao empreendedorismo ainda desassistido entre nós. Em decorrência do movimento de consolidação do sistema financeiro que se vê, inclusive entre nós, resulta que as corretoras não ligadas aos conglomerados financeiros aguardam, no leito de morte, a hora da partida. Os bancos pequenos e médios encontram cada vez maior dificuldade na obtenção de funding. Como consequência, as emissões somente passam a interessar ao sistema de distribuição a partir de um patamar de valor muito elevado, dados os custos de análise, o trabalho de oferta aos investidores institucionais ou a investidores no exterior (road shows), de registro junto à CVM, custos para ingresso da negociação nos pregões da bolsa de valores, etc. O que disso resulta é que o médio e o pequeno empreendedor não têm acesso aos mecanismos de capitalização de seus empreendimentos via mercado de valores mobiliários.” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. cit., v. 2, p. 312-313).*

<sup>1271</sup> Acerca de tais preocupações, T. Hazen afirma: “*It is naive to assume that limiting offerings to small amounts per investor will deter scammers from taking advantage of investors via crowdfunding. Even limiting the exemption to relatively small amounts such as \$250 or \$500 does not mean that there is an insufficient investor-protection stake such that scrutiny is not warranted. Why does a small amount of money from many investors present less of an investor-protection threat than more significant amounts of money from fewer investors? While the argument that the limited risk exposure per investor warrants less regulation may have some surface appeal, a deeper analysis does not support this as the primary basis for a specially tailored exemption, unless the exemption is conditioned on meaningful disclosures to investors. Also, although it is often said that good things come in small packages, fraud can come in small packages, too. Fraud in small packages can be just as effective and damaging to the victims, many of whom may be least able to bear the risk of even a small investment in a speculative business. Investors in crowdfunding offerings are likely to be strangers to the company and, as such, would have no information about the company except that provided by the company or the website where the securities are offered for sale. If anything, the impersonal nature of the Internet would seem to call for more, rather than less, investor protection. Also, the solicitation of small investors is likely to attract more unsophisticated investors who are in need of the investor protection provisions generally found in the securities laws. It also is likely to attract investors with limited funds who cannot tolerate high investment risk, even for small amounts of money. Furthermore, if an overly permissive crowdfunding exemption were recognized, what is to prevent scammers from repeatedly going to the same investors for purportedly different investments? Even putting aside scammers who are trying to bilk the public, crowdfunding offers the potential for raising large amounts of money, warranting the mandatory disclosure that is required by the federal securities laws.*” (HAZEN, Thomas Lee. Op. cit., p. 1765-1766).

intermediários que tradicionalmente atuam no mercado de valores mobiliários.<sup>1272</sup>

#### 4.3.5.1 O regime norte-americano

No contexto do mercado de valores mobiliários norte-americano, o estabelecimento de um regime regulatório especial para as operações de *investment-based crowdfunding* integrou o pacote de medidas voltadas a incentivar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários implementadas pelo *JOBS Act*, por meio da inclusão da *Section 4(a)(6)* do *Securities Act de 1933*, consistindo uma das mais comentadas – e controversas – inovações introduzidas por meio de tal reforma.

Tal dispositivo contempla uma hipótese especial de dispensa de registro e do atendimento dos procedimentos aplicáveis às ofertas públicas de valores mobiliários, observados os seguintes requisitos:<sup>1273</sup> (i) o valor agregado de todas as ofertas realizadas pelo emissor em um período de doze meses não pode exceder USD 1 milhão; (ii) na hipótese de investidores com patrimônio líquido ou renda anual inferior a USD 100 mil, o investimento realizado em todas as operações da qual participe não pode superar o maior entre USD 2 mil ou cinco por cento de sua renda anual ou patrimônio líquido; (iii) na hipótese de investidores com patrimônio líquido ou renda anual superior a USD 100 mil, o investimento realizado em todas as operações da qual participe não pode superar dez por cento de sua renda anual ou patrimônio líquido, limitado ao valor máximo de USD 100 mil; e (iv) a oferta deve ser conduzida por meio de uma corretora ou uma plataforma especializada registrada perante a *SEC*.

O *Securities Act* de 1933 estabelece, ainda, que não poderá haver nenhum tipo de esforço de venda ou divulgação da oferta fora dos ambientes da corretora ou da plataforma especializada a cargo da distribuição,<sup>1274</sup> bem como restringe a transferência dos valores mobiliários adquiridos durante o prazo de doze meses (exceto na hipótese de transferência para membros da família ou para investidores classificados como *accredited investors*).<sup>1275</sup>

Os emissores dos valores mobiliários ofertados em tais transações deverão, ainda, no momento da oferta, divulgar determinadas informações aos investidores, relacionadas ao seu plano de negócios e situação financeira (incluindo demonstrações financeiras auditadas, no

---

<sup>1272</sup> Cf. GABISON, Garry. *Understanding Crowdfunding and its Regulations*. JRC Science and Policy Report, 2015, p. 20-25. Disponível em: <<http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC92482/lbna26992enn.pdf>>. Acesso em: 26 nov. 2016.

<sup>1273</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, § 4(a)(6).

<sup>1274</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, § 4(A)(b)(2).

<sup>1275</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, §4(A)(e).

caso de ofertas em valor superior a USD 500 mil).<sup>1276</sup> Posteriormente, os emissores devem ainda divulgar algumas informações em bases anuais, relacionadas aos seus resultados financeiros e operacionais.<sup>1277</sup>

Ademais, de modo a tratar as preocupações externadas em relação à alta probabilidade de ocorrência de fraudes no âmbito de tais operações – que pautou, em grande medida, a tramitação do *JOBS Act* pelo parlamento norte-americano – o *Securities Act* de 1933 passou a impor uma série de obrigações às plataformas especializadas a cargo de tais operações.<sup>1278</sup>

Dessa forma, para além da obrigatoriedade de registro de tais entidades perante a *SEC* e a *Financial Industry Regulatory Authority – FINRA*,<sup>1279</sup> foram atribuídas diversas obrigações às plataformas que atuam em operações de *investment-based crowdfunding*, incluindo deveres em relação: (i) à disponibilização aos investidores das informações divulgadas pelos emissores, bem como de eventual material educativo exigido pela *SEC* no contexto dessas transações;<sup>1280</sup> (ii) à confirmação de que os investidores que participam de tais operações avaliaram as informações disponibilizadas;<sup>1281</sup> (iii) à adequação (*suitability*) do investimento aos investidores, a partir de testes relacionados à sua capacidade de compreender os riscos a ele inerentes;<sup>1282</sup> (iv) à checagem do histórico e da idoneidade do emissor e seus administradores;<sup>1283</sup> e (v) à verificação de que os investidores não estão descumprindo as limitações em relação ao valor de investimento acima descritas.<sup>1284</sup>

Verifica-se, portanto, no âmbito do arcabouço legal e regulatório norte-americano, um marcante e inédito rigor em relação à disciplina instituída com o objetivo de viabilizar as transações de *investment-based crowdfunding* – fruto, como dito, do acalorado debate legislativo que permeou o tema – o que acabou por tornar tal regramento bastante restritivo,<sup>1285</sup> sobretudo em comparação com as soluções adotadas em alguns países

---

<sup>1276</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, §4(A)(b)(1).

<sup>1277</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, §4(A)(b)(4).

<sup>1278</sup> Cf. COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 312.

<sup>1279</sup> Cf. *Section 4A(a)(1) e (2)* do *Securities Act* de 1933.

<sup>1280</sup> Cf. *Section 4A(a)(3)* do do *Securities Act* de 1933.

<sup>1281</sup> Cf. *Section 4A(a)(4)(A)* do do *Securities Act* de 1933.

<sup>1282</sup> Cf. *Section 4A(a)(4)(C)* do do *Securities Act* de 1933.

<sup>1283</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, §4A(a)(5).

<sup>1284</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, §4A(a)(8).

<sup>1285</sup> Acerca da restritividade inerente a tal regramento, e dos custos que dele derivam, S. Bradford ressalta: “*The new crowdfunding exemption is disappointing. It is poorly drafted, leaving many ambiguities and inconsistencies for the SEC or the courts to resolve. Its mandatory disclosure requirements are too complicated and expensive for the small offerings it is designed to facilitate. Its individual investment limits are too high, exposing investors to more risk than many of them can afford. Its regulation of crowdfunding intermediaries is haphazard, unnecessarily disadvantaging non-broker intermediaries, but failing to include a crucial investor*

européus.

#### 4.3.5.2 O regime europeu

No âmbito do mercado de valores mobiliários europeu, o ponto de partida da regulamentação das operações de *investment-based crowdfunding* é formado pelas disposições da *Prospectus Directive* que, como visto, excepcionam do tratamento conferido às ofertas públicas, as ofertas que envolvam valores financeiros limitados.<sup>1286</sup>

As plataformas especializadas por meio das quais tais transações são efetivadas, por sua vez, estão sujeitas a diversas disposições do *MiFID* (e em seu sucessor, *MiFID II*) aplicáveis a intermediários ou assessores financeiros, a depender das interpretações específicas conferidas a tais atividades nos termos da regulamentação local.<sup>1287</sup>

A partir desses elementos centrais, os países membros da União Europeia passaram, nos últimos anos, a delimitar regimes próprios para as transações de *investment-based crowdfunding*, centradas no estabelecimento das condições sob as quais tais operações poderiam ser realizadas e dos deveres e obrigações a serem observados pelas plataformas especializadas por meio das quais ocorrem.

No Reino Unido, após amplo debate público,<sup>1288</sup> a *Financial Conduct Authority* editou uma série de medidas regulatórias com o intuito de estabelecer a disciplina sob a qual tais transações deveriam ser realizadas, por meio do *Crowdfunding and the Promotion of*

---

*protection provision. Its failure to include a “substantial compliance” provision to protect innocent and immaterial violations, coupled with its complicated regulatory requirements, makes inadvertent violations likely. And the new liability provision the Act adds is fairly draconian and will expose innocent but unsophisticated entrepreneurs to unexpected liabilities. Because of these and a number of other problems, the promise of crowdfunded securities offerings remains unfulfilled. The new exemption is not the regulatory panacea crowdfunding supporters hoped for, and it is unlikely to spawn a crowdfunding revolution.”* (BRADFORD, Steven. “The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled”. *Securities Regulation Law Journal*. Thomson Reuters: New York, v. 40, 2012, p. 198).

<sup>1286</sup> Cf. HOOGHIEMSTRA, Sebastiaan; DE BUYSERE, Kristof. “The Perfect Regulation of Crowdfunding: What Should the European Regulator Do?” In: BRÜNTJE, Dennis; GAJDA, Oliver. Op. cit., p. 137-138.

<sup>1287</sup> A esse respeito, S. Hooghiemstra e K. De Buysere afirma: “*Platforms might need to obtain a prior authorization for investment activities/services which relate to financial instruments. A platform may qualify as one of the following investment services/activities under MiFID (De Buysere et al., 2012): • Investment advice; • The placing of financial instruments; • The execution of orders on behalf of clients; • The reception and transmission of order in relation to one or more financial instruments; • Services related to underwriting. Whether an equity crowdfunding platform will fall under any of these MiFID investment activities/services depends in particular upon the national interpretation of financial market authorities (Weitnauer & Parzinger, 2013). These differ on a country-per-country basis.*” (Cf. HOOGHIEMSTRA, Sebastiaan; DE BUYSERE, Kristof. Op. cit., p. 144-145).

<sup>1288</sup> Para uma ampla visão acerca desse debate, ver FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *Policy Statement 14/4: The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*. 2014. Disponível em: <<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>>. Acesso em: 27 nov. 2016.

*Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014*.<sup>1289</sup>

Tal regramento enfoca essencialmente no papel das plataformas por meio das quais as operações são efetivadas. Nesse sentido, sob a perspectiva dos emissores de tais valores mobiliários, o regramento constante da *Prospectus Directive*, conforme implementado por meio do *Financial Services and Markets Act 2000*, e do *Companies Act* de 2006 deve ser observado, no que diz respeito ao enquadramento da operação como uma oferta pública.

Significa dizer que a dispensa do emissor em relação ao cumprimento das obrigações, inclusive informacionais, atinentes às ofertas públicas – inclusive a elaboração e publicação de prospecto – dependerá do enquadramento da operação em algumas das já mencionadas hipóteses de dispensa.<sup>1290</sup> Ademais, a despeito de tal enquadramento, o regramento relativo à realização de operações de *investment-based crowdfunding* impõe requisitos informacionais aos respectivos ofertantes semelhantes àqueles aplicáveis aos prospectos.<sup>1291</sup>

Cumprir destacar, ainda, que diante da vedação constante do *Companies Act* de 2006 em relação à possibilidade de *private limited companies* realizarem ofertas de valores mobiliários, apenas as sociedades constituídas como *public limited companies* podem engajar-se, no Reino Unido, em operações de *investment-based crowdfunding*, o que evidentemente representa um relativo ônus a tais emissores,<sup>1292</sup> mitigado, todavia, pela já

---

<sup>1289</sup> Cf. FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *Policy Statement 14/4: The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*. 2014. Disponível em: <<https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf>>. Acesso em: 27 nov. 2016.

<sup>1290</sup> A esse respeito, esclareceu a *Financial Conduct Authority*: “The rules we consulted on do not affect or limit the applicability of existing legislation. Companies seeking to raise finance by issuing equity or debt securities are responsible for complying with all relevant legislation, including the *Companies Act* prohibition of the public offer of private company shares. In addition to complying with the disclosure and financial promotion requirements and restrictions in the *FCA Handbook*, it is for the firms operating crowdfunding platforms, and the companies seeking finance through them, to satisfy themselves that they are meeting any requirement to publish a prospectus (or satisfy themselves that an exemption<sup>15</sup> is available). In line with our Principles, we expect firms that operate investment-based crowdfunding platforms to conduct their businesses with integrity and have system and controls in place to mitigate the risk of offers being made in contravention of applicable legislation. Firms should manage conflicts of interest fairly, both between themselves and their clients, and between the clients seeking to raise finance and the clients looking to invest.” (FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. Op. cit., p. 40-41).

<sup>1291</sup> A esse respeito, comentando o regime britânico aplicável às operações de *investment-based crowdfunding*, P. Butturini afirma: “As to prospectus requirements and exemptions, the general rule requires a prospectus to be published if transferable securities are offered to the public, unless the amount offered is less than €5 million over a period of 12 months, as is often the case with crowdfunding offers. It is also worth taking into account that this exemption should not be overvalued, because the promotion must meet near-prospectus standards, and consequently the related costs, which can vary from £20,000 to £100,000, (Collins and Pierrakis 2012, p. 21), will not be very different.” (BUTTURINI, Paolo. “Financial Crowdfunding Regulation in EU Countries”. In: BOTTIGLIA, Roberto; PICHLER, Flavio (ed.). Op. cit., p. 207).

<sup>1292</sup> Destacando os possíveis problemas advindos de tal restrição, S. Hooghiemstra e K. De Buysere afirmam: “Many Member States that have implemented the *Prospectus Directive* do not distinguish between private and public companies in the obligation to publish a prospectus. Crowdfunding businesses established as a private limited company may in these Member States want to offer stakes to the public, and are thus either subject to

mencionada flexibilidade inerente a tal disciplina societária.

O *Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014* limita, ainda, o público investidor das ofertas de *investment-based crowdfunding*, em consideração aos riscos inerentes a tais investimentos.

Nesse sentido, os valores mobiliários ofertados nesse contexto podem ser adquiridos apenas por investidores profissionais ou investidores comuns que (i) tenham sido adequadamente alertados acerca da natureza do investimento, pela plataforma por meio da qual tal investimento é realizado; (ii) sejam certificados como investidores sofisticados ou detentores de um alto patrimônio; ou (iii) que confirmem por escrito que não investirão mais do que dez por cento de seu patrimônio nesse tipo de investimento.<sup>1293</sup>

Ademais, o *Crowdfunding and the Promotion of Non-Readily Realisable Securities Instrument 2014* estabelece que as plataformas responsáveis por ofertas de *investment-based crowdfunding* devem observar os mesmos requisitos aplicáveis às entidades que exercem serviços de investimento para os efeitos do *MiFID*, sujeitas, inclusive, à autorização de funcionamento perante o regulador.<sup>1294</sup>

Tal qualificação obriga as plataformas a fornecerem aos potenciais investidores informações suficientes para fundamentar sua decisão de investimento,<sup>1295</sup> o que, na prática,

---

*or exempt from the requirements imposed by the Prospectus Directive. However many Member States, such as the UK, have left their national company laws untouched. These laws prohibit private limited companies in their national company laws from making public offers. Businesses established as a private limited company might for that reason not be able to benefit from the public offering exemptions under the Prospectus Directive. They will need to establish themselves as an “expensive” public limited liability company to be saved from this restriction. The effect of the exemptions offered by the Prospectus Directive is thus eroded by the limitations of national private company laws to publicly offer securities.”* (HOOGHIEMSTRA, Sebastiaan; DE BUYSERE, Kristof. Op. cit., p. 139).

<sup>1293</sup> Cf. *Conduct of Business sourcebook* da *Financial Conduct Authority*, § 4.7.7. Ademais, acerca dos requisitos a serem observados por tais plataformas, a *Financial Conduct Authority* recentemente esclareceu: “*We have been asked what our expectations are when we receive applications for the authorisation of crowdfunding businesses. With reference to our threshold conditions, we encourage firms to take the following steps. • Submit a suitable and detailed regulatory business plan setting out the planned activities (and related risks), budget and resources (human, systems and capital) – i.e. not a funding pitch. • Have adequate non-financial resources (i.e. the management board has adequate knowledge and experience of financial regulation). • Have adequate financial resources when submitting their application (i.e. not looking at future fundraising to reach the requirement). • Have a website that is either up-and-running or at a suitably advanced stage (including a test site or app, or screen shots of a planned website or app, that would demonstrate the user interface and functionality available to users) to demonstrate how it will operate should the firm be authorised. • Understand the requirements for FCA authorisation and the permission profile for which they wish to apply, then submit a complete application (including an outline of which regulated activities the firm plans to conduct).*” (FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media*. 2016, p. 6. Disponível em: <<https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>>. Acesso em: 27 nov. 2016).

<sup>1294</sup> Cf. *Conduct of Business sourcebook* da *Financial Conduct Authority*, §10.1.2.

<sup>1295</sup> Cf. *Conduct of Business sourcebook* da *Financial Conduct Authority*, §14.3.



faz com que as mesmas exijam a divulgação de tais informações por parte dos respectivos emissores.

Na França, as transações de *investment-based crowdfunding* foram regulamentadas pela *Ordonnance n° 2014-559*, que alterou o *Code monétaire et financier* com o objetivo de incluir o regramento aplicável aos *investissements participatifs*.

Nesse sentido, o *Code monétaire et financier* excepciona do regramento geral aplicável às ofertas públicas de valores mobiliários as transações realizadas por meio de um prestador de serviços de investimento ou de um assessor de investimento participativo (*conseillers en investissements participatifs*)<sup>1296</sup> por meio de uma plataforma especializada, observado o fixado na regulamentação própria,<sup>1297</sup> limitadas a EUR 1 milhão a cada período de doze meses.<sup>1298</sup>

É de se destacar que tais ofertas podem ser realizadas por empresas organizadas como um *société par actions simplifiée*,<sup>1299</sup> o que representa um diferencial bastante significativo, haja vista a flexibilidade organizacional que marca tal tipo societário.

Os *conseillers en investissements participatifs* devem registrar-se perante a *AMF* e estão sujeitos às obrigações típicas dos intermediários financeiros, inclusive no que diz respeito a garantir que os investidores em tais operações tenham perfil adequado e conhecimento sobre os riscos inerentes a tais investimentos. Tais agentes estão também sujeitos a determinados deveres de diligência em relação aos emissores que utilizam as plataformas para realizar suas ofertas.<sup>1300</sup>

As plataformas devem, também, fornecer aos investidores informações necessárias à tomada de decisão de investimento acerca dos emissores dos valores mobiliários ofertados, a partir de conteúdo definido pela própria *AMF*.<sup>1301</sup>

O regramento francês também se destaca pelo fato de não prever limitações quanto ao tipo de investidor autorizado a participar em tais operações, tampouco impõe limites em relação ao montante do investimento.<sup>1302</sup>

A Itália, por sua vez, embora tenha sido o primeiro país europeu a regulamentar o

---

<sup>1296</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L547-1.

<sup>1297</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L411-2.

<sup>1298</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article D411-2.

<sup>1299</sup> Cf. *Code de commerce*, article L227-2.

<sup>1300</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L547-9.

<sup>1301</sup> Cf. *Règlement général da AMF*, article 314-106 e article 325-38.

<sup>1302</sup> Cf. EUROPEAN COMMISSION. *Commissions Staff Working Document – Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. 2016, p. 40. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf)>. Acesso em: 27 nov. 2016.

*investment-based crowdfunding*, o fez por meio de uma disciplina restritiva, nos termos da *Legge 17 dicembre 2012, n.221* e do *Regolamento Consob n. 18592 de 26.06.2013*, conforme alterado.

A disciplina italiana limita a utilização do regime especial aplicável às transações de *investment-based crowdfunding* às empresas que se enquadrem na restrita definição de *start-up innovativa*, constante da *Legge 17 dicembre 2012, n. 221*<sup>1303</sup>, ou de *piccole e medie imprese (PMI) innovative*, constante da *Decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3*<sup>1304</sup>, que podem, por meio de plataformas especializadas, realizar ofertas exclusivamente de títulos representativos de participação societária, dispensadas de registro perante o regulador, desde que em valor inferior a EUR 5 milhões.<sup>1305</sup> Ademais, no contexto dessas operações, pelo menos cinco por cento dos valores mobiliários ofertados devem ser adquiridos por investidor profissional, instituição financeira ou instituição especializada em investimento em *start-ups* inovadoras.<sup>1306</sup>

Cumprido destacar, todavia, que por lá tais operações podem ser realizadas por empresas constituídas sob a forma de *società a responsabilità limitata*, desde que se

---

<sup>1303</sup> Cf. *Legge 17 dicembre 2012, n.221, art. 25*. De acordo com tal dispositivo, é considerada como uma *start-up innovativa* a empresa dedicada ao desenvolvimento, produção e comercialização de produtos e serviços inovadores com um alto valor tecnológico e que atenda a pelo menos um dos seguintes critérios : (i) os recursos da empresa alocados para pesquisa e desenvolvimento devem ser iguais ou superiores a quinze por cento de todos os custos de produção ou do valor dos bens e serviços produzidos, o que for maior; ou (ii) pelo menos um terço da força de trabalho da empresa deve ser representados por indivíduos que possuam título de doutor, cursando doutorado ou que tenham completado programa de pesquisa de pelo menos três anos de duração em entidade pública de ensino na Itália ou no exterior; ou (iii) a empresa seja titular ou tenha solicitado o registro de direitos de propriedade industrial relacionados à sua atividade principal. Além disso, para enquadrar-se em tal definição, a empresa deverá ser uma sociedade por ações, sociedade limitada ou cooperativa; (i) sem valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados; (ii) ser constituída a menos de sessenta meses; (iii) ter sede ou alguma filial na Itália; (iv) não ter distribuído e não distribuir lucros; e (v) não possuir patrimônio líquido superior a EUR 5 milhões após o segundo ano de atividades.

<sup>1304</sup> Cf. *Decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3., art. 4*. De acordo com tal dispositivo, é considerada como uma *piccole e medie imprese (PMI) innovative* a empresa dedicada ao desenvolvimento, produção e comercialização de produtos e serviços inovadores com um alto valor tecnológico e que atenda a pelo menos um dos seguintes critérios : (i) os recursos da empresa alocados para pesquisa e desenvolvimento devem ser iguais ou superiores a três por cento de todos os custos de produção ou do valor dos bens e serviços produzidos, o que for maior; ou (ii) pelo menos um quinto da força de trabalho da empresa deve ser representados por indivíduos que possuam título de doutor, cursando doutorado ou que tenham completado programa de pesquisa de pelo menos três anos de duração em entidade pública de ensino na Itália ou no exterior, ou, alternativamente um terço de portadores de título de mestre; ou (iii) a empresa seja titular ou tenha solicitado o registro de direitos de propriedade industrial relacionados à sua atividade principal. Além disso, para enquadrar-se em tal definição, a empresa deverá ser uma sociedade por ações, sociedade limitada ou cooperativa; (i) sem valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados; (ii) ser constituída a menos de sessenta meses; (iii) ter sede ou alguma filial na Itália; (iv) não ter distribuído e não distribuir lucros; (v) empregar menos de duzentas e cinquenta pessoas e ter uma receita anual inferior a EUR 50 milhões ou um patrimônio líquido inferior a EUR 43 milhões; (vi) ter seu balanço certificado por auditoria independente.

<sup>1305</sup> Cf. *Regolamento Consob n. 18592 de 26.06.2013, art. 2*.

<sup>1306</sup> Cf. *Regolamento Consob n. 18592 de 26.06.2013, art. 24*.

enquadrem nas definições acima, e que, nessa situação, estão inclusive autorizadas a emitir e ofertar quotas representativas de seu capital social sem direito a voto.<sup>1307</sup>

Os portais responsáveis por tais transações devem ser registrados perante a *Consob*<sup>1308</sup> e também estão sujeitos a diversos deveres e obrigações semelhantes àqueles aplicáveis aos intermediários financeiros, inclusive em relação ao fornecimento e checagem das informações a respeito dos emissores dos valores mobiliários ofertados e ao esclarecimento acerca dos riscos inerentes ao investimento, especialmente em relação aos investidores não sofisticados.<sup>1309</sup> Todavia, a disciplina italiana não impõe limites quanto ao montante do investimento em tais transações.<sup>1310</sup>

Na Alemanha, o *crowdfunding* foi especificamente regulamentado por meio do *Kleinanlegerschutzgesetz*, diploma destinado especificamente à proteção dos pequenos investidores no mercado financeiro e valores mobiliários.

Conforme mencionado anteriormente, por lá, determinados investimentos em ativos ou produtos financeiros que não se enquadram na definição de valores mobiliários contida no *WpPG* estão sujeitos ao regramento previsto no *VermAnlG*, que também inclui obrigação de elaboração de um prospecto aprovado pelo regulador como requisito para a venda ou oferta de tais ativos ou produtos.<sup>1311</sup>

Se enquadram nessa categoria, por exemplo, investimentos estruturados por meio de participação em uma *Kommanditgesellschaft* – *KG*, bem como em outros instrumentos que conferem ao investidor direito de participação em determinadas sociedades ou

---

<sup>1307</sup> A esse respeito, G. Campobasso afirma: “*L’emissione di quote speciali è invece espressamente consentita dalla legislazione speciale alle società qualificate come start up innovative e PMI innovative (14.9.). In deroga ad altri principi della disciplina delle società a responsabilità limitata, si prevede inoltre che: le quote speciali di tali società possano essere con limitazioni del diritto di voto o senza voto; le quote di partecipazione ordinarie o speciali delle medesime società possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari attraverso speciali portali internet gestiti da intermediari autorizzati; le quote sottoscritte o acquistate tramite tali portali possono, a scelta dell’investitore, essere soggette ad un regime di circolazione derogatorio rispetto all’art. 2470 c.c. (art. 100-ter tuf); la società può emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci (art. 26 d.l. 18-10-2012, n. 179, conv. con legge 221/2012). Si precisa inoltre per le start-up innovative che, quando la società perde la relativa qualifica, restano valide le relative previsioni inserite nell’atto costitutivo limitatamente alle quote ed agli strumenti finanziari già emessi (art. 31, 4° comma).*” (CAMPOBASSO, Gian Franco. Op. cit., p. 565).

<sup>1308</sup> Cf. Regolamento Consob n. 18592 de 26.06.2013, art. 7.

<sup>1309</sup> Cf. Regolamento Consob n. 18592 de 26.06.2013, art. 13.

<sup>1310</sup> Cf. EUROPEAN COMMISSION. *Commissions Staff Working Document – Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. 2016, p. 40. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf)>. Acesso em: 27 nov. 2016.

<sup>1311</sup> Cf. BUSSALB, Jean-Pierre. *Retail Investors Protection Act: Improved transparency on the unregulated capital market*. BaFin, 2015. Disponível em: <[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa\\_bj\\_1501\\_kleinanlegerschutzgesetz\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa_bj_1501_kleinanlegerschutzgesetz_en.html)>. Acesso em: 1 dez. 2016.

empreendimentos<sup>1312</sup>, tradicionalmente utilizados nas operações de *investment-based crowdfunding* na Alemanha.<sup>1313</sup>

Dessa forma, o *Kleinanlegerschutzgesetz* passou a excepcionar a obrigação de elaborar um prospecto aprovado pelo regulador em relação a tais tipos de investimentos, quando ofertados por meio de uma plataforma especializada.<sup>1314</sup>

Tal hipótese excepcional se aplica apenas mediante o cumprimento dos seguintes requisitos: (i) o valor agregado de todos os instrumentos ofertados por essa modalidade pelo respectivo emissor não pode exceder EUR 2,5 milhões; e (ii) o investimento deve ser ofertado exclusivamente por meio da plataforma eletrônica.<sup>1315</sup> Não obstante a dispensa em relação à elaboração de um prospecto, o emissor dos instrumentos ofertados deve disponibilizar um documento reunindo informações essenciais acerca do investimento em questão.<sup>1316</sup>

Em relação aos limites de investimento por investidor, o regramento contempla três hipóteses diversas: (i) EUR 10 mil, caso o investidor possua ativos em valor igual ou superior a EUR 100 mil; (ii) duas vezes a renda mensal do investidor, limitado a EUR 10 mil, caso o investidor possua ativos em valor inferior a EUR 100 mil; e (iii) EUR 1 mil, caso o investidor não declare o valor de seus ativos.<sup>1317</sup> Tais limites se aplicam a cada oferta realizada, e não ao valor agregado de investimento em tal modalidade.<sup>1318</sup>

Ademais, as plataformas especializadas são, por lá, responsáveis apenas por controlar apenas os de investimento acima descritos, devendo registrar-se perante o regulador.<sup>1319</sup>

#### 4.3.5.3 O regime brasileiro

No Brasil, as captações de recursos junto ao público investidor por meio de operações de *investment-based crowdfunding* passaram a se desenvolver a partir de 2014, com o surgimento, por aqui, de plataformas especializadas em tais transações, motivando recente

---

<sup>1312</sup> Cf. BUSSALB, Jean-Pierre. Op. cit.

<sup>1313</sup> Cf. KLÖHN, Lars; HORNUF, Lars; SCHILLING, Tobias. *The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions*. 2015, p. 5. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2595773>>. Acesso em: 01 dez. 2016.

<sup>1314</sup> §2a do VermAnlG, cf. KLÖHN, Lars; HORNUF, Lars; SCHILLING, Tobias. Op. cit., p. 7.

<sup>1315</sup> Cf. KLÖHN, Lars; HORNUF, Lars; SCHILLING, Tobias. Op. cit., p. 7.

<sup>1316</sup> Cf. KLÖHN, Lars; HORNUF, Lars; SCHILLING, Tobias. Op. cit., p. 8.

<sup>1317</sup> Cf. KLÖHN, Lars; HORNUF, Lars; SCHILLING, Tobias. Op. cit., p. 9.

<sup>1318</sup> Ibidem.

<sup>1319</sup> Cf. KLÖHN, Lars; HORNUF, Lars; SCHILLING, Tobias. Op. cit., p. 7.

proposta de regulamentação sobre a matéria por parte da CVM.<sup>1320</sup>

Tais operações, até o presente momento, vêm ocorrendo essencialmente em respaldo das já comentadas hipóteses de dispensa de registro de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de microempresas e empresas de pequeno porte previstas na Instrução CVM nº 400/03<sup>1321</sup> – limitadas ao montante de R\$2,4 milhões a cada período de doze meses – e da respectiva hipótese de dispensa de registro desses emissores contemplada na Instrução CVM nº 480/09,<sup>1322</sup> restritas, portanto, às empresas que se enquadram em tal definição, nos termos da Lei Complementar nº 123/2006.

A estrutura jurídica sob a qual tais transações vem ocorrendo foi estabelecida a partir de consultas formuladas pelas respectivas plataformas à CVM ao longo dos últimos anos e envolvem essencialmente a oferta de contratos de investimento coletivo qualificados como títulos de dívida conversível, cuja conversibilidade em participação societária sujeita-se à transformação da sociedade empresárias ofertante (via de regra constituída como uma sociedade limitada) em uma sociedade por ações.<sup>1323</sup>

Patente, portanto, que a ausência de tipos societários capazes de viabilizar tais transações – que embutem, em essência, títulos representativos de participação em um determinado empreendimento – acabam por, também aqui, forçar o enquadramento de tais sociedades na rígida armadura das companhias – se não como pré-requisito para a realização de tais operações, como uma potencial obrigação subsequente capaz de impor importantes custos e amarras estruturais a tais empresas, conforme já explorado.

Ademais, as plataformas especializadas em promover tais operações, que, como visto, exercem papel de *gatekeepers* no contexto das operações de *investment-based crowdfunding* no exterior, por aqui ainda não estão sujeitas a nenhum tipo de regulamentação específica.<sup>1324</sup>

---

<sup>1320</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016.

<sup>1321</sup> Cf. artigo 5º, III da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1322</sup> Cf. artigo 7º, IV e V da Instrução CVM nº 480/09.

<sup>1323</sup> Em boa descrição sobre o funcionamento de tal estrutura de investimento, L. Mendes afirma: “*O investidor no âmbito do crowdfunding deverá aguardar a transformação do tipo societário da empresa emissora de sociedade empresária de responsabilidade limitada para uma sociedade por ações. Caso a empresa emissora não promova os atos necessários para a efetivação da referida transformação, os titulares dos TICs não se tornarão acionistas da empresa emissora. Isso sugere que a conversibilidade dos TICs em ações não assegura que haverá a transformação do tipo societário em sociedade por ações.*” (MENDES, Leilani Dian. *Qualificação jurídica das plataformas de crowdfunding no Brasil: Um estudo de caso da plataforma ‘online’ da Broota Brasil*. Dissertação (Mestrado em Direito e Desenvolvimento) – São Paulo: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2016, p. 118).

<sup>1324</sup> Em conclusão de detalhada análise acerca da natureza de tais plataformas no regime jurídico-regulatório brasileiro, L. Mendes afirma: “*A partir das duas hipóteses de pesquisas formuladas para desenvolver o*

O crescimento de tais transações no contexto brasileiro, a limitada incidência das hipóteses de dispensa de registro de oferta e de emissores de valores mobiliários acima descritas, bem como a ausência de um regime próprio aplicável às plataformas de *investment-based crowdfunding*, inclusive no tocante aos deveres e obrigações inerentes à sua atuação no contexto de tais transações, motivou recente proposta de regulamentação da matéria pela CVM.<sup>1325</sup>

De partida, a proposta pretende manter algum tipo de limitação (embora alargada) no que diz respeito aos critérios de elegibilidade dos emissores autorizados a ofertar valores mobiliários em operações de *investment-based crowdfunding*, restritas às empresas que se qualifiquem como “empreendedores de pequeno porte”, cuja receita bruta anual deverá ser inferior a R\$10 milhões<sup>1326</sup>, sob a justificativa de que essa ampliação proposta em comparação aos critérios aplicáveis à qualificação como microempresa ou empresa de pequeno porte – que atualmente balizam tais operações – seria suficiente para permitir a

---

*presente trabalho, foi possível identificar que a plataforma online de crowdfunding não possui a qualificação jurídica nem de mercado de balcão organizado nem de mercado de balcão não organizado. Essa conclusão se deu principalmente em razão dos seguintes aspectos nas atividades da plataforma online de crowdfunding, identificados até o momento: (i) a permissão exclusiva de colocação de valores mobiliários, ou seja, a plataforma online de crowdfunding permite apenas a colocação primária de valores mobiliários; (ii) a inexistência de um mercado secundário para a negociação de valores mobiliários provido pela plataforma online; (iii) a inexistência de serviços de intermediação financeira, não havendo nenhum tipo de administração ou controle financeiro em razão dos valores mobiliários negociados na plataforma online; e (iv) a inexistência de guarda ou transferência dos valores mobiliários negociados pela plataforma online. Tais aspectos identificados sugerem que a plataforma online de crowdfunding fornece apenas um ambiente virtual em que empresas nascentes possam realizar ofertas públicas de valores mobiliários e que investidores possam investir em tais ofertas públicas. (...) Portanto, partindo da premissa de que a plataforma online de crowdfunding fornece um ambiente virtual de encontro entre empreendedores que possuem o interesse de realizar ofertas públicas e investidores que têm o interesse em investir, é possível sugerir duas qualificações jurídicas possíveis: (i) agente no âmbito do contrato de agência; e (ii) mediadora no âmbito do contrato de mediação. Adicionalmente, uma qualificação jurídica a ser proposta pela CVM, em que se enquadraria como um novo integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.” (MENDES, Leilani Dian. Op. cit., p. 110-113).*

<sup>1325</sup> A respeito dos motivadores de tal proposta, afirmou a CVM: “A CVM considera que a regulamentação de um mercado online desta modalidade de investimento tende a facilitar a formação de capital de empreendedores de pequeno porte e, ao mesmo tempo, proteger o investidor sem coibir o crescimento e o desenvolvimento desta atividade. Assim, na elaboração deste novo arcabouço regulatório, buscou-se aproveitar a transparência, a velocidade e a escala que os avanços tecnológicos e a internet possibilitam à condução dos negócios, incluindo o financiamento de empresas em seus estágios iniciais. Portanto, a proposta mantém o regime de dispensa automática de registro tanto da oferta como do emissor, trazendo simplicidade e celeridade para os empreendedores, outro elemento fundamental da proposta. Finalmente, a atuação das plataformas nas ofertas, ainda que em ofertas dispensadas de registro, não se encontra hoje regulamentada. Assim, buscou-se eliminar esta insegurança jurídica, uma vez que este novo ator tem papel essencial na aproximação entre empreendedores de pequeno porte e uma ampla gama de investidores. Portanto, a proposta de regulamentação contempla o registro de tais plataformas junto à CVM, o que fortalecerá a sua atuação restrita e pontual como participante do sistema de distribuição de valores mobiliários na distribuição deste tipo de oferta, sendo essa mais uma inovação fundamental da Minuta.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016, p. 4-5. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016).

<sup>1326</sup> Cf. artigo 2º, III da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

utilização de tal mecanismo de captação por parte de um número maior de empresas nascentes ou iniciantes.<sup>1327</sup> Tais emissores poderão captar, anualmente, até R\$ 5 milhões por meio de *investment-based crowdfunding*.<sup>1328</sup>

Adicionalmente, na hipótese de o ofertante ser constituído como uma sociedade limitada, a proposta insiste na vedação em relação à possibilidade de oferta das respectivas cotas representativas de participação societária.<sup>1329</sup>

A vedação, *per se*, parece injustificada, na medida em que retira a autonomia dos agentes envolvidos em relação à formatação da estrutura da operação e acaba por impor arranjos que pressupõem a prematura transformação da empresa em sociedade por ações.<sup>1330</sup>

Todavia, como visto, a disciplina das sociedades limitadas é dotada, por aqui, de excessiva rigidez – especialmente diante da impossibilidade de emissão de quotas sem direito a voto ou com direitos políticos diferenciados e do regime cogente de quóruns de deliberação – o que também retira sua atratividade enquanto veículo para tais operações. Resta claro, portanto, a ausência, por aqui, de um tipo societário capaz de propiciar, de maneira eficiente, a utilização desse mecanismo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

Em relação ao limite de investimento, a proposta estabelece, como regra geral, que cada investidor poderá aplicar até R\$10 mil reais em ofertas dessa natureza, considerando, em tal cômputo, todas as ofertas das quais participe em quaisquer plataformas,<sup>1331</sup> exceto na hipótese de (i) investidores qualificados<sup>1332</sup> e investidores que atuam como líderes em sindicatos de investimento relativos a essas operações, que não estarão sujeitos a quaisquer limites;<sup>1333</sup> e (ii) pessoas que tenham renda bruta anual ou patrimônio líquido de investimentos superior a R\$100 mil, que poderão investir até dez por cento do maior desses dois valores.<sup>1334</sup> Trata-se, portanto, de solução semelhante à norte-americana, notadamente mais restrita que aquela verificada nos mercados europeus, sobretudo no que diz respeito ao

---

<sup>1327</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016, p. 10. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016.

<sup>1328</sup> Cf. artigo 3º, I da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1329</sup> Cf. artigo 3º, §7º, II da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1330</sup> No bojo do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016, a CVM justificou tal restrição alegando que a sociedade limitada “*não é a forma societária mais adequada para receber um grande número de sócios.*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016, p. 5. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016).

<sup>1331</sup> Cf. artigo 4º da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1332</sup> Cf. artigo 9-B da Instrução CVM nº 539/13.

<sup>1333</sup> Cf. artigo 4º, I e II da da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1334</sup> Cf. artigo 4º, III da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

limite global de investimento em diversas operações realizadas por meio de plataformas eletrônicas distintas.

Adicionalmente, reconhecendo que as funções desempenhadas pelas plataformas no contexto de tais operações são assemelhadas, em alguma medida, àquelas exercidas pelos participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, a proposta contempla a obrigação de registro de tais plataformas perante a CVM<sup>1335</sup> e a sujeição desses agentes a diversas exigências regulatórias<sup>1336</sup> – inclusive a manutenção de um patrimônio líquido de no mínimo R\$100 mil<sup>1337</sup> –, bem como deveres e responsabilidades relativos às ofertas que ocorrem em seus ambientes,<sup>1338</sup> inclusive no que diz respeito à verificação dos critérios de elegibilidade dos emissores,<sup>1339</sup> dos limites de investimento,<sup>1340</sup> bem como em relação à veracidade das informações divulgadas pelos emissores que ofertam valores mobiliários por seu intermédio.<sup>1341</sup>

A proposta detalha, ainda, os procedimentos a serem observados na condução dessas ofertas públicas,<sup>1342</sup> inclusive a obrigatoriedade de que todos os esforços de venda em relação à mesma ocorram em ambiente virtual e exclusivamente por meio da plataforma eletrônica.<sup>1343</sup>

A proposta prescreve, ainda, a utilização de um documento informacional padronizado, a ser utilizado para a realização da oferta,<sup>1344</sup> como também um conjunto de informações periódicas e eventuais que deverão ser divulgadas, em bases recorrentes, posteriormente à realização da mesma.<sup>1345</sup>

Ademais, a CVM propõe estabelecer um regramento para a atuação dos chamados sindicatos de investimento participativo e dos investidores líderes dos mesmos no contexto das operações de *investment-based crowdfunding*, diante da tendência mundial nessa seara, que passou a se verificar, recentemente, também por aqui.

Nesse modelo, a captação dos recursos a serem aplicados em empresas nascentes ou iniciantes é conduzido por um investidor líder especializado nesse tipo de investimento

---

<sup>1335</sup> Cf. artigo 12 da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1336</sup> Cf. artigo 13 da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1337</sup> Cf. artigo 13, §1º, I, da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1338</sup> Cf. artigo 19 da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1339</sup> Cf. artigo 19, I, “a” da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1340</sup> Cf. artigo 4º, parágrafo único da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1341</sup> Cf. artigo 19, I, “b” da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1342</sup> Cf. artigo 5º da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1343</sup> Cf. artigo 11 e 28, I da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1344</sup> Cf. artigo 8 da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.

<sup>1345</sup> Cf. artigo 20, §1º da minuta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016.



(como, por exemplo, é o caso dos chamados investidores anjo), que busca atrair, por meio da formação de um veículo próprio (conhecido como sindicado de investimento), interessado em acompanhá-lo no investimento em uma determinada empresa, a seu ver, promissora.<sup>1346</sup>

Por essa mecânica, o investidor que lidera tal sindicado compartilha, por meio da plataforma eletrônica especializada, seu conhecimento e suas visões acerca da empresa em questão – inclusive em função de avaliações e diligências que tenha realizado –, fazendo jus, em contrapartida, a uma taxa de desempenho na hipótese de sucesso do investimento.<sup>1347</sup>

Tal estrutura acaba por reduzir substancialmente os potenciais efeitos negativos da assimetria informacional que invariavelmente se impõem entre ofertante e investidores nesse tipo de transação, na medida em que um determinado investidor especializado se dispõe a arriscar sua reputação ao indicar investimentos que, na sua visão, são promissores.<sup>1348</sup>

Nota-se, inclusive, que a grande maioria das operações de *investment-based crowdfunding* bem-sucedidas ao redor do mundo têm contado com a participação de sindicatos de investimento desse natureza.<sup>1349</sup>

Sob a perspectiva operacional, nesse modelo, o público investidor investe, em verdade, em uma sociedade de propósito específico gerida pelo investidor líder, por meio da qual se estrutura tal sindicato, que, por sua vez, aporta os recursos na empresa a ser investida,

---

<sup>1346</sup> Sobre tal mecânica, A. Agrawal, C. Catalini e A. Goldfarb afirmam: “*Equity crowdfunding syndicates involve lead investors bringing deals to a crowd of backers. Such syndicates have the potential to address this information problem and unleash the power of the internet on market failures in angel investing. They combine the global reach capability of the online world with the face-to-face due diligence and monitoring abilities of the offline world. Furthermore, the syndicate structure allows platforms to provide financial incentives to individuals for solving the information problem through the implementation of a “carry.” (Carried interest is a fraction of the profits earned on capital invested by the other members of the syndicate.)*” (AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. *Are Syndicates the killer app of equity-crowdfunding?* MIT Sloan Research Paper No. 5126-15. 2015, p. 1. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2569988>>. Acesso em: 01 dez. 2016).

<sup>1347</sup> Cf. AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. Op. cit., p. 1.

<sup>1348</sup> Cf. AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. Op. cit., p. 2.

<sup>1349</sup> Sobre tal mecânica, A. Agrawal, C. Catalini e A. Goldfarb afirmam: “*Syndicates employ a market design feature that enables a division of labor among investors. Lead investors conduct due diligence and monitor progress on behalf of other investors. Syndicates are designed such that lead investors endure a reputational and financial penalty for poor performance and enjoy reputational and financial rewards for good performance. Entrepreneurs face a reputational cost within their professional network if they fail to deliver results to the lead. This aligns the incentives of leads, backers and entrepreneurs in a manner that directly addresses information asymmetry problems. Overall, angel investing is traditionally highly localized due to three central costs that increase with distance. The first is general awareness of the deal. It is costly to learn about early-stage deals located outside of one’s locality, especially when ventures are prohibited from advertising private placements due to general solicitation regulations. The second is transaction costs. The overhead associated with small, ad hoc equity investment transactions increases with added communication and delivery costs. Third, the due diligence necessary to address the information asymmetry problems discussed above requires face-to-face interactions between investors and founders, and thus the cost increases with distance between the investor and the venture.*” (AGRAWAL, Ajay; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. Op. cit., p. 5).

tornando-se sócia daquela.

Embora tais mecânicas sejam utilizadas em diversos países – especialmente nos Estados Unidos da América – não há, na experiência internacional, regulamentação específica acerca da atuação de tais investidores líderes no contexto desses sindicatos, que, via de regra, por limitar a participação a investidores sofisticados, enquadram-se naquelas mesmas hipóteses de dispensa de registro que se aplicam aos mecanismos alternativos de formação de capital naquele país.<sup>1350</sup>

Não obstante tal realidade, e também em função do anseio de permitir a participação de investidores de varejo em tais sindicatos, a CVM, em sua proposta de regulamentação, disciplina detalhadamente a formação e atuação desses veículos e dos seus investidores líderes,<sup>1351</sup> sobretudo com a intenção de afastar a atuação dos mesmos daquelas típicas dos gestores, consultores ou analistas de valores mobiliários.<sup>1352</sup>

Resta saber, todavia, se a tentativa de antever todos os potenciais riscos inerentes a tal modalidade de investimento e a imposição de um conjunto substancial de limitações e restrições à conformação de tais arranjos resultará bem-sucedida.

#### 4.4 MECANISMOS DE FORMAÇÃO PÚBLICA DE CAPITAL

Por fim, de modo a concluir a análise acerca dos mecanismos de capitalização das sociedades empresárias por meio do mercado de valores mobiliários, cumpre avaliar aqueles que promovem a formação genuinamente pública de capital, no contexto das ofertas públicas

---

<sup>1350</sup> Conforme explorado no item 4.3.3 acima.

<sup>1351</sup> Sobre tal opção, esclareceu a CVM: “Foi observado, ainda, que o investimento não é feito diretamente na empresa, mas indiretamente por meio de uma sociedade de propósito específico – SPE, que é criada especificamente para cada investimento. A SPE é, portanto, um veículo de investimento coletivo que consolida o montante disponibilizado pelos investidores e realiza o investimento na empresa. Os investidores devem estar atentos para o fato que a estrutura do sindicato, por ser uma sociedade empresária, possui custos adicionais. Além disso, se houver ganho de capital com o investimento, há uma taxa de sucesso a ser paga ao investidor líder. Possivelmente, uma das maiores dificuldades enfrentadas pela CVM ao ponderar sobre a viabilidade da introdução do modelo do sindicato liderado por um investidor na proposta de regulamentação do investment-based crowdfunding é o fato da atuação do líder se aproximar de funções típicas de participantes de mercado, como o consultor de valores mobiliários, o analista de valores mobiliários, o agente fiduciário e o gestor de carteiras de valores mobiliários, todas atividades reguladas por esta Comissão. Outra dificuldade encontrada pela CVM na apreciação dessa estrutura foi o fato de não terem sido identificadas na experiência internacional plataformas que, em seu modelo de negócio, permitam que investidores de varejo possam acessar ofertas dos sindicatos. Ao manter as ofertas restritas a investidores qualificados e ao restringir, por exemplo, o número máximo de investidores num dado sindicato, tais plataformas operam num regime que não atrai a atuação de reguladores como a Securities and Exchange Commission – SEC dos EUA e todas as exigências do arcabouço regulatório local aplicável.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016, p. 18. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016).

<sup>1352</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2016*. 2016, p. 19-20. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 dez. 2016.

de valores mobiliários.

Conforme já mencionado, a oferta pública de valores mobiliários é objeto de extensa regulação, que tem por objetivo cercá-la de todas as cautelas que devem ser tomadas em se tratando de apelar à poupança popular com o intuito de direcioná-la ao financiamento da atividade empresária, especialmente em consideração à assimetria informacional existente, nesse caso, entre ofertante e ofertados, aos riscos inerentes a investimentos dessa natureza e aos conflitos de agência intrínsecos a tais relações, que potencializam a possibilidade de abusos e desvios de conduta.

A regulação desse tipo de operação gravita, portanto, em torno de dois grandes eixos. O primeiro deles, já explorado,<sup>1353</sup> diz respeito justamente à definição dos elementos que caracterizam uma oferta pública, essencial à circunscrição das operações sujeitas a esse regime regulatório específico.

O segundo eixo diz respeito à definição dos requisitos – inclusive aqueles de natureza informacional – aplicáveis a tais transações e ao seu procedimento.

Evidente que a proporcionalidade dos requisitos exigidos no contexto das ofertas públicas é também elemento essencial para o sucesso da política regulatória voltada a favorecer a capitalização das sociedades empresárias por meio do mercado de valores mobiliários.

E, como já dito anteriormente, inegável que, se por um lado a incidência de obrigações desproporcionais podem impactar negativamente o potencial de utilização do mercado de valores mobiliários por determinadas empresas, um relaxamento excessivo das regras a esse respeito pode colocar em risco a adequada tutela dos investidores, igualmente essencial ao desenvolvimento desse mercado.

Todavia, no contexto das ofertas públicas de valores mobiliários, o atingimento de tal equilíbrio é ainda mais delicado, justamente em função da amplitude que reveste tais operações, das quais podem participar quaisquer tipos de investidores e tradicionalmente envolvem valores mobiliários que, posteriormente, serão livremente transacionados nos mercados secundários tradicionais, como as bolsas de valores.

No bojo das ofertas públicas de valores mobiliários, a construção de regimes regulatórios especiais decorrem, como se verá a seguir, essencialmente de aspectos ligados ao porte do emissor, em que tanto aqueles de menor porte, como aqueles de grande porte,

---

<sup>1353</sup> Conforme item 4.3.2 acima.

são muitas vezes elegíveis a regimes diferenciados, a partir de pressupostos bastante diferentes.

Passaremos, portanto, a analisar como tais regimes se conformam nos mercados de valores mobiliários estrangeiros e nacional.

#### 4.4.1 *Procedimento geral*

O regime aplicável às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, da forma como estruturado a partir da modelagem constante do *Securities Act* de 1933, orbita essencialmente em torno da prestação informacional obrigatória a qual os respectivos ofertantes (e aqueles que os auxiliam em tais processos, especialmente os *underwriters*), estão sujeitos no momento em que tal transação é realizada.

Nesse sentido, compete ao regulador, prescrever o conjunto informacional que obrigatoriamente deve ser disponibilizado no bojo de tais operações, estipular determinadas normas de conduta aplicáveis aos agentes participantes de tais processos, bem como emitir uma autorização expressa para sua realização, tradicionalmente revestida em um registro por ele concedido sem o qual a respectiva oferta não poderá ser colocada junto ao público investidor.

Tal registro tem por objetivo justamente atestar que os requisitos impostos como condição à realização de tais transações – especialmente aqueles de natureza informacional – foram atendidos,<sup>1354</sup> sem refletir qualquer tipo de juízo sobre a natureza do investimento, a qualidade do respectivo emissor, os riscos envolvidos ou a perspectiva de sucesso de seus negócios.<sup>1355</sup>

E considerando que, nesse contexto, o ofertante, fonte primária de tais informações, encontra-se em uma posição de potencial conflito, uma vez que possui incentivos naturais a ressaltar as qualidades atinentes aos valores mobiliários ofertados em detrimento dos riscos advindos do investimento por eles representado, são imputadas aos intermediários que participam de tais ofertas deveres e obrigações em relação à checagem das informações divulgadas nesse contexto,<sup>1356</sup> respondendo, inclusive, pela falta de diligência em relação a

---

<sup>1354</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 141-142.

<sup>1355</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 204. Por essa razão, costuma-se afirmar que tal registro possui natureza instrumental, uma vez que constitui o meio pelo qual o regulador verifica o atendimento dos requisitos informacionais exigidos nesse contexto.

<sup>1356</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 354. Sobre o padrão de diligência atribuído aos intermediários nesse contexto, N EIZIRIK afirma: “O ‘underwriter’, ao analisar as informações fornecidas pela companhia emissora, deve conferir sua suficiência e qualidade. Para eximir-se da responsabilidade civil

tal verificação, caso constatadas a omissão ou a divulgação de informações inverídicas por parte do emissor.<sup>1357</sup>

A natureza do processo de captação pública de recursos e todas as cautelas que o revestem exigem, destarte, a mobilização de um considerável grupo de profissionais – bancos de investimento, advogados, auditores independentes e diversos integrantes do emissor – de modo a cumprir com a complexa gama de obrigações impostas, o que, inegavelmente, representa custos diretos e indiretos que, conforme mencionado, podem obstar a utilização desses mecanismos de formação de capital.

Por outro lado, evidente que o requisito de registro prévio de tais transações perante o regulador, embora confirmam maior segurança em relação ao cumprimento dos requisitos aplicáveis, invariavelmente agrega morosidade a tal processo, o que pode prejudicar o aproveitamento de determinados períodos (conhecidos como janelas de mercado) em que a chance de sucesso de tais transações é maior, em função de determinadas questões conjunturais, inclusive de ordem macroeconômica.<sup>1358</sup>

Em linhas gerais, os regimes aplicáveis às ofertas públicas de valores mobiliários são relativamente similares em diversos países, justamente por refletirem práticas consolidadas e de conhecimento de investidores e intermediários que atuam globalmente nesse tipo de operação, especialmente em se tratando de ofertas iniciais, por meio da qual a companhia

---

*e disciplinar decorrente da prestação de informações falsas ou inexatas, incumbe-lhe demonstrar que atendeu ao padrão de diligência ('due diligence') que se espera do homem prudente na condução de seus próprios negócios. Nesse sentido, o 'underwriter' não se pode deixar contagiar pelo 'entusiasmo' do acionista controlador e administradores da companhia emissora. Ou seja, não pode aceitar incondicionalmente as informações por eles prestadas, devendo examinar diligentemente sua veracidade e fidedignidade.*" (EIZIRIK. Nelson (1992). Op. cit., p. 60).

<sup>1357</sup> Sobre tal função dos intermediários, à luz das regras de responsabilidade constantes do *Securities Act* de 1933, manifestou-se a SEC: "*In passing the Securities Act in 1933, Congress was acting on its concern that misleading disclosure and high pressure sales tactics had overstimulated investors' demand for securities. Congress' remedy was to require that investors get complete and truthful information regarding the offered securities. To help ensure that result, Congress deliberately placed underwriters within the scope of the liability provisions. Congress recognized that underwriters occupied a unique position that enabled them to discover and compel disclosure of essential facts about the offering. Congress believed that subjecting underwriters to the liability provisions would provide the necessary incentive to ensure their careful investigation of the offering. Congress' goal was not to have underwriters act as insurers of an issuer's securities. Accordingly, Congress provided underwriters and others with a "due diligence" defense. An underwriter is not liable under Section 11 for the non-expertised portions of the registration statement if, after reasonable investigation, it had reasonable grounds to believe (and did believe) that the statements in the registration statement "were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading...."*" (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Securities Act Release n° 7606A*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/rules/proposed/337606a1.txt>>. Acesso em: 13 nov. 2016).

<sup>1358</sup> Nesse contexto surgem determinados procedimentos especiais aplicáveis a ofertas públicas realizadas por determinados tipos de emissores, voltados a permitir maior celeridade no aproveitamento de tais janelas de mercado, que serão explorados no item 4.4.2.

envolvida promoverá a abertura de seu capital e passará a ter ações negociadas publicamente em mercados secundários como bolsas de valores.

Tal processo se divide basicamente em três etapas, marcadas pelos períodos de (i) preparação e planejamento da oferta e dos documentos a ela atinentes; (ii) submissão da oferta e seus documentos ao regulador; (iii) colocação dos valores mobiliários junto aos investidores.

#### 4.4.1.1 O regime norte-americano

No âmbito do regramento aplicável ao mercado de valores mobiliários norte-americano, as etapas acima descritas são bem definidas no bojo do *Securities Act* de 1933, que prescreve limites claros acerca da natureza dos atos que podem ser tomados pelos participantes da oferta em cada uma dessas etapas, com o intuito de coibir sua indevida antecipação antes da sua respectiva autorização pelo regulador (ou, de acordo com a expressão habitualmente utilizada no mercado norte-americano, impedir o *gun jumping*).<sup>1359</sup>

Durante a etapa conhecida como *pre-filing period*, em que a oferta está sendo estruturada e seus documentos – especialmente os formulários de registro e o respectivo prospecto – estão sendo preparados em conjunto pelo emissor, seus assessores legais e pelos intermediários que atuarão na oferta, o *Securities Act* de 1933 veda, como regra geral, a realização de qualquer forma de esforço de venda<sup>1360</sup> ou divulgação<sup>1361</sup> da transação.<sup>1362</sup>

---

<sup>1359</sup> A esse respeito, S Choi e A. Pritchard afirmam: “*The federal securities laws tightly regulate public offerings under a regime often referred to as the gun-jumping rules. The gun-jumping rules have three broad goals. First, the registration process focuses on two mandatory disclosure documents: a formal registration statement and a statutory prospectus. Second, the gun-jumping rules require the distribution of the statutory prospectus to both investors in the offering and other investors (for a specified period of time). Third, the gun-jumping rules restrict information about the offering if it is not part of the registration statement or prospectus. The Securities Act divides the public offering process into three periods: the Pre-Filing Period, the Waiting Period, and the Post Effective Period. The Pre-Filing Period ends and the Waiting Period begins when the issuer files the registration statement with the SEC. The Waiting Period gives way to the Post-Effective Period when the SEC declares the registration statement “effective”.*” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 407).

<sup>1360</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, §5(a).

<sup>1361</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, § 5(c).

<sup>1362</sup> Nesse sentido, M. Steinberg afirma: “*The pre-filing period is the period before a registration statement has been filed with the SEC. During this period, with certain key exceptions, Section 5(c) prohibits the use of the mails or any means of interstate commerce to offer to sell or offer to buy the securities to be offered. Certain activities, however, are not deemed to be an offer to sell or an offer to buy. (...) For example, Section 2(a)(3) exempts negotiations and agreements between the issuer and any underwriter or among underwriters who are or will be in privity of contract with the issuer. Rule 135 permits an issuer to make an announcement of a proposed public offering, provided that only the information specified in the Rule is released. Moreover, pursuant to Rules 137-139, brokers or dealers may publish certain information about specified issuers in the pre-filing period (as well as in the waiting and post-effective periods). As a general proposition, however, during the pre-filing period, the concept of “making an offer to sell” is given a relatively broad interpretation. Depending on the classification of the subject issuer and the underlying circumstances,*

Após a apresentação dos documentos à SEC, inicia-se o chamado *waiting period*, durante o qual o regulador avaliará o conteúdo dos documentos apresentados, podendo formular solicitações de aperfeiçoamento.<sup>1363</sup> Embora nesse período a efetiva colocação dos valores mobiliários junto aos investidores ainda não possa ser realizada,<sup>1364</sup> passa a ser permitida a interação com o público-alvo da oferta com o intuito de verificar seu interesse na mesma.<sup>1365</sup>

Assim, nos termos da *Rule 430*, é permitida, nesse momento, a veiculação de uma versão preliminar do prospecto da oferta,<sup>1366</sup> com base no qual podem ocorrer interações e coleta de intenções de investimento junto aos investidores, observado o disposto a esse respeito na *Rule 134*.<sup>1367</sup>

Tais interações ocorrem especialmente no âmbito dos chamados *roadshows*<sup>1368</sup>

---

*publication of information about the issuer or its securities (even where such information does not refer to a forthcoming offering), prior to the filing of a registration statement, may be considered to constitute an "offer to sell." Although the publication is not an express offer, it may be viewed as conditioning the public market or stimulating interest in the securities to be registered (more colorfully referred to as "gun jumping")."* (STEINBERG, Marc. Op. cit., p. 193-194).

<sup>1363</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, § 8(b).

<sup>1364</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, § 5(a).

<sup>1365</sup> Cf. *Section 2(a)(10)* e *Section 5(b)(1)* do *Securities Act* de 1933. A esse respeito, J Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: "With the filing of a registration statement, *Section 5(c)*'s broad prohibitions against offers to sell and offers to buy disappear, and the registrant enters the waiting period. Even though a registration statement has been filed, *Section 5(a)* continues to bar sales until the registration statement becomes effective; but with the filing of the registration statement, selling efforts can commence. The form of all such selling efforts, however, is shaped significantly by *Section 5(b)(1)*. At first reading, *Section 5(b)(1)* appears to pose no formidable regulatory burdens because it simply renders it "unlawful... to carry or transmit any prospectus relating to any security with respect to which a registration statement has been filed... unless such prospectus meets the requirements of section 10." To the uninitiated, it would appear that you could elude *Section 5(b)(1)* so long as the document used is not formally labeled a prospectus. But *Section 5(b)(1)* does not stand on narrow formalities because prospectus is defined broadly in *Section 2(a)(10)*, so that any written communication, as well as radio and television transmissions, is deemed to be a prospectus whenever a communication through such medium offers a security for sale or confirms such a sale. On the other hand, oral offers to sell are not within the definition of a prospectus. As will be seen, the tandem operation of *Sections 5(b)(1)* and *2(a)(10)* significantly shapes the solicitation efforts during the waiting period." (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 164).

<sup>1366</sup> Cf. *17 CFR* § 230.430(a). Nesse sentido, J Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: "*Rule 430* embraces the practices that existed prior to 1954 for the red herring prospectus. It provides that prior to the effective date of a registration statement, *Section 5(b)(1)* is satisfied by the use of a prospectus that includes substantially the same information that will ultimately appear in the final prospectus under *Section 10(a)*, except the preliminary prospectus may exclude the offering price, underwriter and dealer compensation, amount of the proceeds, and conversion rates, call prices, and other matters dependent on the offering price. This prospectus is called a preliminary prospectus and bears a legend much like that of the old red herring as well as the caption "Preliminary Prospectus," each printed in traditional Commission red." (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 165-166).

<sup>1367</sup> Cf. *17 CFR* § 230.134(d).

<sup>1368</sup> Acerca de tal prática, S Choi e A. Pritchard afirmam: "Underwriters and issuers rely on oral offers to conduct "roadshows" to pitch the offering to potential investors. Such offers are not considered prospectuses under § 2(a)(10) and thus are not prohibited by §5(b)(1). Typically conducted over a two-week period, the roadshow gives the issuer's top management and the managing underwriter the chance to sell the offering in face-to-face discussions with institutional investors nationwide. Underwriters may also make use of other oral

conduzidos pelo ofertante em conjunto com os intermediários por eles contratados, por meio do qual a transação é apresentada aos potenciais investidores. Posteriormente, as intenções de investimento são coletadas, formando um livro de ofertas, utilizado, via de regra, para a fixação do preço dos valores mobiliários ofertados, em função da respectiva demanda em cada faixa de preço apresentada, por meio de processo conhecido como *bookbuilding*.<sup>1369</sup>

Após a concessão do registro pelo regulador, inicia-se o *post-effective period*, a partir do qual as transações envolvendo a subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta são efetivamente realizadas e liquidadas, mediante a entrega da versão final do prospecto, que contém as informações relativas ao preço e o valor total da operação.<sup>1370</sup>

Todavia, caso haja qualquer alteração substancial nas informações contidas no prospecto preliminar – que fundamentou, na prática, a decisão de investimento – e a versão final, o investidor terá a oportunidade de retratar sua decisão,<sup>1371</sup> exceto em se tratando de variações de preço dentro de um limite de vinte por cento da faixa indicativa constante do prospecto preliminar.<sup>1372</sup>

#### 4.4.1.2 O regime europeu

A *Prospectus Directive* estabelece uma dinâmica bastante semelhante em relação ao procedimento geral aplicável às ofertas públicas, prescrevendo, também, a vedação à realização de uma oferta sem que um prospecto tenha sido publicado,<sup>1373</sup> o que pode ocorrer apenas após a aprovação pelo regulador competente.<sup>1374</sup>

Embora a *Prospectus Directive* não contemple a possibilidade de serem iniciados os

---

*communications. Brokers associated with the underwriters may make telephone calls to potential investors about the offering. Telephone calls are oral and therefore not prohibited by § 5(b)(1).*” (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 426).

<sup>1369</sup> Sobre tal possibilidade, J Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*It should be observed that Rule 134(d) does permit, subject to a few formal conditions, a written communication to be sent during the waiting period to any investor asking her to express an interest in the distributed security by, for example, completing a card or form. This device is conditioned on the communication being accompanied or preceded by a prospectus satisfying Section 10. It also needs to contain a statement that, among other things, warns the investor that no offer to buy can be accepted and that no payment toward the purchase price can be received until the registration statement is effective, and that further informs the customer that her offer can be withdrawn anytime before acceptance is given after the effective date. The commercial benefit of permitting oral offers to sell is that this allows significant sampling of investor interest in the offering. This overall process is referred to as “book building.” It provides important information regarding investor interest that will affect decisions such as the offering price, amount of the security that can be sold, and level of underwriting risk.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 171).

<sup>1370</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, §5(a)(1) e §5(a)(2).

<sup>1371</sup> Cf. COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 172.

<sup>1372</sup> Cf. 17 CFR § 230.424 e § 230.497.

<sup>1373</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 3(1).

<sup>1374</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 13(1)



esforços de venda antes da aprovação do respectivo prospecto pelo regulador, a norma estabelece a possibilidade de um prospecto ser aprovado sem a informação final acerca do preço dos valores mobiliários ofertados – que tradicionalmente passa a ser conhecido apenas após o processo de coleta de intenções de investimento acima referido –, desde que o documento contenha o critério a ser utilizado para a fixação de tal preço ou o seu limite máximo,<sup>1375</sup> e que o preço final seja divulgado pelos mesmos mecanismos utilizados para a divulgação do prospecto.<sup>1376</sup>

Ademais, a *Prospectus Directive* estabelece que, na hipótese de existir qualquer alteração substancial nas informações constantes do prospecto publicado e aprovado antes da conclusão da oferta, um suplemento deverá ser divulgado, sendo concedida a oportunidade de retratação por parte daqueles que já tiverem se comprometido a subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados.<sup>1377</sup>

Tal regime foi substancialmente incorporado na legislação local, refletindo o constante do *Financial Services and Markets Act* de 2000,<sup>1378</sup> no Reino Unido, do *Code monétaire et financier* e do *Règlement général da Autorité des Marchés Financier*,<sup>1379</sup> na França, do *Testo unico* e do *Regolamento Consob n. 11971 de 14.5.1999*,<sup>1380</sup> na Itália, e do *WpPG*,<sup>1381</sup> na Alemanha.

#### 4.4.1.3 O regime brasileiro

O regime brasileiro, constante da Instrução CVM nº 400/03, nesse aspecto, é bastante aderente à regulamentação estrangeira.

Da mesma forma como nos regramentos estrangeiros acima expostos, a Instrução CVM nº 400/03, em linha com o disposto na Lei nº 6.385/76,<sup>1382</sup> estabelece que as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários deverão, como regra geral, ser submetidas ao prévio registro perante a CVM.<sup>1383</sup>

Contudo, diferentemente do regime contido no *Securities Act* de 1933<sup>1384</sup> e na

---

<sup>1375</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 8(1)(a).

<sup>1376</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 8.

<sup>1377</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 17(1) e (2).

<sup>1378</sup> Cf. *Financial Services and Markets Act* de 2000, §87.

<sup>1379</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L-411 e *Règlement général da AMF*, article 212.

<sup>1380</sup> Cf. *Testo unico*, art. 94 a 98 e *Regolamento Consob n. 11971 de 14.5.1999*, art. 4 a 13.

<sup>1381</sup> Cf. *WpPG*, § 3, §5, §8, §13 e §16.

<sup>1382</sup> Cf. artigo 19 da Lei nº 6.385/76.

<sup>1383</sup> Cf. artigo 2º da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1384</sup> Exceto em relação às chamadas companhias de crescimento emergente (*emerging growth companies*), conforme será explorado no item 4.4.2.

*Prospectus Directive*, a Instrução CVM nº 400/03 contempla mecanismos para permitir a realização de consultas acerca da viabilidade da oferta anteriormente ao protocolo do respectivo pedido de registro perante o regulador, de modo a permitir ao ofertante e ao intermediário da operação que, antes mesmo de iniciarem os efetivos preparativos para a transação, testem em que medida há interesse ou demanda para os valores mobiliários a serem futuramente ofertados. Tal medida é importante pois evita que se inicie o dispendioso processo de preparação da oferta sem que haja alguma.

Para tanto, a Instrução CVM nº 400/03<sup>1385</sup> permite a consulta, pelo ofertante e pela intermediário líder da distribuição, de até cinquenta potenciais investidores para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de distribuição, desde que não constitua efetiva coleta intenção de investimento e que se garanta o sigilo das informações prestadas.

Ademais, o ofertante poderá proceder à coleta de intenção de investimentos, com ou sem o recebimento de reservas, a partir do protocolo do pedido de registro de distribuição, e desde que tenha sido divulgado prospecto preliminar<sup>1386</sup> e publicado aviso ao mercado acerca de oferta, detalhando as condições para a realização da coleta de intenção de investimento e dos respectivos pedidos de reserva.<sup>1387</sup>

Para tanto, o prospecto preliminar deverá conter as mesmas informações constantes do prospecto definitivo, exceto aquelas relativas ao preço dos valores mobiliários ofertados, devendo, todavia, indicar a respectiva faixa de preço ou critérios a serem utilizados para sua fixação.<sup>1388</sup>

Tradicionalmente, a divulgação do prospecto preliminar e do aviso ao mercado acima referido é feita logo após o cumprimento das primeiras exigências feitas pelo regulador acerca da minuta apresentada quando do pedido de registro, o que agrega maior segurança em relação ao seu conteúdo.

A partir de então, inicia-se o processo de *roadshow* e, a partir da coleta de intenção de investimentos, se opera o *bookbuilding* que culminará com a definição do preço dos valores mobiliários ofertados, em função da demanda existente em relação a cada potencial preço, a partir de combinação que maximiza o valor a ser captado pelo ofertante.

---

<sup>1385</sup> Cf. artigo 43 da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1386</sup> Cf. artigos 44 e 45 da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1387</sup> Cf. artigo 53 da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1388</sup> Cf. artigo 46 da Instrução CVM nº 400/03.

Uma vez deferido o registro da oferta pela CVM,<sup>1389</sup> a versão final do prospecto é disponibilizada e a efetiva colocação da oferta é processada, mediante o recebimento, pelos investidores, dos valores mobiliários subscritos ou adquiridos e, pelo ofertante, do respectivo montante financeiro.

Diante da possibilidade de os esforços de venda serem iniciados antes da efetivação do registro, com base na versão preliminar do prospecto, a norma prevê ainda que, na hipótese de alterações materiais nas informações que subsidiaram o tomada de decisão de investimento, poderá ser procedida a modificação da oferta,<sup>1390</sup> garantida, nessa hipótese, a possibilidade de os investidores que já tiverem aderido à transação retratarem sua decisão no prazo de cinco dias úteis.<sup>1391</sup>

Em suma, verifica-se, no que diz respeito ao regime geral aplicável às ofertas públicas – que tradicionalmente se aplica no contexto das ofertas iniciais realizadas no bojo do processo de abertura de capital de uma companhia – que a disciplina constante do arcabouço regulatório brasileiro é substancialmente equilibrada e alinhada com as práticas internacionais, superando-as positivamente, inclusive, em alguns aspectos, como em relação à possibilidade verificação da viabilidade da oferta antes mesmo de solicitado seu pedido de registro junto ao regulador.

Todavia, como será apresentado a seguir, tal harmonia é substancialmente menor em relação aos regimes especiais à disposição das companhias em relação às ofertas subsequentes de valores mobiliários, bem como no que diz respeito à existência de procedimentos diferenciados aplicáveis para ofertas públicas realizadas por sociedades empresárias de menor porte.

#### *4.4.2 Procedimentos especiais: 'shelf-registration', programas de distribuição e emissores frequentes*

Não obstante exista uma considerável harmonização em relação à disciplina dos regimes gerais aplicáveis às ofertas públicas, os arranjos regulatórios estabelecidos com o intuito de promover tais transações de maneira mais célere e menos custosa – inclusive por parte das companhias que já realizaram ofertas dessa natureza anteriormente –, diferem de uma jurisdição para outra.

---

<sup>1389</sup> Cf. artigo 14 da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1390</sup> Cf. artigo 25 da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1391</sup> Cf. artigo 27 da Instrução CVM nº 400/03.

Tais regimes orientam-se essencialmente a partir de dois pressupostos bastantes visíveis.

O primeiro deles, direcionados aos grandes emissores, diz respeito ao estabelecimento de procedimentos mais céleres, dinâmicos e com menor intervenção preventiva do regulador, no contexto de ofertas públicas subsequentes (os chamados *follow-ons*, posteriores, portanto, às ofertas públicas iniciais) realizadas por emissores que possuem certo porte ou volume de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa, já sujeitos, assim, a um extenso conjunto de obrigações informacionais periódicas e eventuais, que permitem o seu permanente acompanhamento pelo público investidores e por analistas especializados.<sup>1392</sup>

O outro diz respeito ao estabelecimentos de procedimentos e requisitos menos onerosos para a realização de ofertas públicas, inclusive as iniciais e que envolvem admissão à negociação em bolsas de valores, por parte de emissores de menor porte, em lógica semelhante àquela existente em determinados mecanismos alternativos de formação de capital anteriormente explorados.

#### 4.4.2.1 O regime norte-americano

No que diz respeito aos regimes simplificados para a realização de ofertas subsequentes de valores mobiliários por emissores que já possuem valores mobiliários admitidos à negociação em bolsas e, dessa forma, estão sujeitos às obrigações informacionais periódicas e eventuais impostas nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934, a regulação norte-americana contempla algumas importantes alternativas de procedimentos diferenciados.<sup>1393</sup>

Nesse sentido, os chamados *seasoned issuers* são autorizados a utilizar um procedimento simplificado para realizar ofertas subsequentes de valores mobiliários, utilizando-se, para tanto, de formulários específicos que incorporam ao prospecto da oferta aquelas informações a respeito do emissor divulgadas ao mercado em bases periódicas e eventuais, nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934.

A categoria de *seasoned issuers* é composta pelos emissores sujeitos às obrigações

---

<sup>1392</sup> Acerca dos elementos que justificam a introdução de tais mecanismos no arcabouço regulatório, M. Maloney afirma: “*The preparation and approval of a lengthy disclosure document each time an issuer makes an offer of securities to the public, or applies for admission of its securities to trading, can represent a major burden for issuers that repeatedly access the capital markets.*” (MALONEY, Niamh. Op. cit., loc. 8752-8754).

<sup>1393</sup> Cf. PITTA, André Grünspun Pitta (2013a) Op. cit., p. 265-273.

periódicas e eventuais previstas nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934 (*reporting companies*) há mais de doze meses e com ações em circulação no valor de USD 75 milhões ou, alternativamente, caso as ações a serem emitidas naquela ocasião representem menos de um terço do total das ações em circulação.<sup>1394</sup> Dada a flexibilidade desse critério, tal modalidade está disponível para a maioria dos emissores com ações negociadas em bolsas de valores.

Tal disciplina pressupõe, em essência, a possibilidade de haver um menor grau de intervenção regulatória em relação às ofertas públicas que envolvem emissores que já dispõem de certa exposição ao mercado de valores mobiliários, uma vez que sujeitos ao permanente escrutínio dos investidores e de analistas especializados, em função da gama de informações disponibilizadas ao público em bases recorrentes.<sup>1395</sup> Dessa forma, tais informações são apenas incorporadas por referência aos documentos utilizados na oferta, o que simplifica sobremaneira sua preparação e revisão pelo regulador.

Além disso, os emissores que se qualificam como *seasoned issuers* dispõem, ainda, de outro mecanismo que confere maior celeridade e eficiência ao processo de distribuição de valores mobiliários por meio de ofertas públicas, viabilizando o aproveitamento das chamadas janelas de mercado.

Tais emissores podem realizar, perante o regulador, um “registro de prateleira” (*shelf registration*), com validade de três anos e passível de renovação,<sup>1396</sup> e que, após concedido, permite a realização de ofertas públicas mediante a apresentação de um simples suplemento indicando eventuais alterações nas informações constantes do formulário anteriormente aprovado, sem necessidade de submeter-se, nesse momento, a novo escrutínio ou processo de registro perante o regulador (desde que as informações divulgadas pelo emissor nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934 estejam atualizadas).<sup>1397</sup>

---

<sup>1394</sup> Cf. 17 CFR § 239.13. Tal regime foi instituído no arcabouço regulatório norte-americano no contexto dos esforços existentes para unificar o regime informacional aplicável no bojo das ofertas públicas e aquele aplicável no contexto dos mercados secundários.

<sup>1395</sup> Cf. PITTA, André Grünsputn Pitta (2013a) Op. cit., p. 269.

<sup>1396</sup> Cf. 17 CFR § 230.415.

<sup>1397</sup> Sobre os benefícios e a relevância do *shelf-registration* no contexto do mercado de valores mobiliários norte-americano, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*When it was adopted in 1981, Rule 415 went a big step beyond the “traditional” forms of shelf registration that were mainly exceptions to the basic norm of immediate commencement to the distribution. In an effort to streamline the capital raising process for large capitalization (i.e., S-3 and F-3) companies, such issuers were permitted to register securities for the shelf, with minimal limitations, so long as they expected to sell them within two years. Because these issuers can use incorporation by reference of their ’34 Act filings (including filings after the effective date, which is called “forward incorporation”), the registration statement itself was largely limited to information about the securities and plan of distribution. Gradually, shelf registration became the public offering mechanism of choice for blue chip issuers.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 171).

Adicionalmente, determinados emissores, qualificados como *well-known seasoned issuers*, dispõem de mecanismos ainda mais céleres e eficientes para a realização de ofertas públicas de distribuição, uma vez que podem se beneficiar de um “registro de prateleira” automaticamente concedido pela *SEC*, sem, portanto, sujeitar-se ao processo tradicional de avaliação dos documentos inerentes à oferta pelo regulador, o que permite que novos valores mobiliários sejam ofertados junto ao público de maneira extremamente ágil, justamente em função do amplo conhecimento pelo mercado acerca das informações atinentes a esses emissores.<sup>1398</sup>

A qualificação como *well-known seasoned issuers* contempla os emissores sujeitos às obrigações periódicas e eventuais previstas nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934 (*reporting companies*) há mais de doze meses e com ações em circulação em valor superior a USD 700 milhões ou que tenham emitido valores mobiliário representativos de dívida não conversível em valor superior a um bilhão de dólares norte-americanos.<sup>1399</sup>

Para além dos mecanismos facilitados para a realização de ofertas públicas subsequentes por parte de emissores de maior porte e sujeitos ao regime informacional obrigatório imposto nos termos do *Securities and Exchange Act* de 1934, o arcabouço regulatório norte-americano contempla, também, especialmente após a edição do *Jobs Act*, regimes especiais aplicáveis a ofertas públicas, inclusive iniciais, realizadas por sociedades empresárias de menor porte, objetivando tornar tais processos mais dinâmicos e menos onerosos para tais emissores.

A partir da edição do *JOBS Act*, criou-se uma nova categoria de emissores de valores mobiliários, denominada “companhia de crescimento emergente” (*emerging growth*

---

<sup>1398</sup> Sobre os fundamentos subjacentes a tal regime, M. Steinberg afirma: “*Because well-known seasoned issuers have such a wide following by market participants, institutional investors and the media, the SEC has determined that these issuers merit the greatest flexibility in regard to their activities during the public offering process.*” (STEINBERG, Marc I. Op. cit., p. 192).

<sup>1399</sup> Cf. 17 CFR § 230.405. A esse respeito, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: “*Via the new “automatic shelf registration process,” discussed later in this chapter, the issuer’s “base” registration statement is composed of information incorporated from the issuer’s Exchange Act filings. The transaction-specific information (e.g., offering price, detailed description of the securities, identity of the underwriters or selling security holders, and the plan of distribution) is provided after the securities are sold. This is analogous to the treatment of price-related information under current Rule 430A, discussed earlier, which permits such information to be supplied via a prospectus supplement. The SEC rules permit eligible WKSIs to register unspecified amounts of different securities on Form 8-3 that will become automatically effective. By allowing the registration statement to become effective on its base, with the missing price-related information and even type of security registered being provided after the transaction, issuers are better able to take advantage of “market windows.” Note also that the registration statement for WKSIs is automatically effective when filed, independent of SEC staff review. Automatic shelf registration statements have a three-year life; at the end of that period, issuers can re-submit their current statement and amend it as they deem appropriate.*” (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 181).

*company*), que se beneficia de um regime regulatório mais brando para a realização de suas ofertas públicas iniciais (que ficou conhecido como *IPO on the ramp*), bem como após a mesma, mediante a dispensa do cumprimento de determinadas obrigações usualmente exigidas das companhias abertas norte-americanas.

Qualificam-se como *emerging growth company* os emissores que possuam faturamento bruto anual inferior a um USD 1 bilhão.<sup>1400</sup>

Tais emissores, quando da realização de sua oferta pública inicial, dispõem de alguns benefícios em relação ao regime geral tradicionalmente aplicável a tais transações, incluindo a possibilidade de (i) consultar irrestritamente investidores (desde que se qualifiquem como *accredited investors*) acerca da viabilidade da oferta antes da realização do pedido de registro da transação perante a *SEC*;<sup>1401</sup> (ii) submeter o pedido de registro da oferta confidencialmente, tornando-se público apenas vinte um dias antes do início do respectivo *roadshow*<sup>1402</sup> (evitando-se, assim, a exposição prematura ao mercado das informações sobre o emissor); (iii) utilizar demonstrações financeiras auditadas referentes apenas aos últimos dois exercícios sociais anos e a apresentar comentários dos administradores sobre tal documento (*MD&A*) de maneira simplificada;<sup>1403</sup> e (iv) divulgação de relatório preparado por analistas de investimento antes do pedido de registro da oferta perante a *SEC*, sem que isso seja considerado como esforço de venda antecipado dos respectivos valores mobiliários.<sup>1404</sup>

As *emerging growth companies* permanecem, ademais, se beneficiando de determinadas dispensas regulatórias durante os cinco primeiros anos após a realização de sua oferta pública inicial (exceto se o faturamento bruto anual do emissor exceder um USD 1 bilhão ou se valor de suas ações em circulação ultrapassar USD 700 milhões).<sup>1405</sup>

---

<sup>1400</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, §2(a)(19).

<sup>1401</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, §5(d).

<sup>1402</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, §6(e)(1).

<sup>1403</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, §7(a)(2).

<sup>1404</sup> Cf. *Securities Act* de 1933, § 2(a)(3).

<sup>1405</sup> Incluindo dispensa em relação (i) ao cumprir com diversas regras e procedimentos de controles internos e auditoria exigidas pelo *Sarbanes-Oxley Act*; (ii) a divulgação de determinadas informações relativas à remuneração dos administradores da companhia; (iii) a requisitos associados à elaboração dos comentários da administração às demonstrações financeiras (*MD&A*); e (iii) ao cumprimento de quaisquer novas regras contábeis de aplicação exclusiva às companhias abertas que sejam editadas, bem como da obrigatoriedade de promover rodízio de auditores independentes, caso essa obrigação passe a existir no mercado de valores mobiliários norte-americano (Cf. *Title I* do *Jobs Act*). O regime aplicável às *emerging growth companies* passou a ser largamente utilizado após a edição do *Jobs Act*, conforme relata estudo realizado pela *Ernest Young* em 2015: “*Smaller companies that now qualify as EGCs continue to dominate the IPO market. Since April 2012 approximately 83% of all publicly filed IPO registration statements, and approximately 85% of the IPOs that have gone effective were filed by EGCs. EGCs that publicly filed IPO registration statements*

#### 4.4.2.2 O regime europeu

A *Prospectus Directive* buscou também contemplar mecanismos facilitados para a realização de ofertas públicas subsequentes.

Nesse sentido, a norma disciplina o procedimento para a realização de um “registro de prateleira” (*shelf-registration*), por meio da divisão do conteúdo tradicionalmente exigido para os prospectos em três documentos distintos: (i) o *registration document*, contendo as informações acerca do emissor; (ii) o *securities note*, contendo as informações acerca do valor mobiliário a ser ofertado; e (iii) o *summary note*, contendo o resumo das informações sobre o emissor e o valor mobiliário ofertado.<sup>1406</sup> Diferentemente do que ocorre no âmbito do norte-americano, tal alternativa está disponível a qualquer tipo de emissor que optar por elaborar um *registration document* e, posteriormente, efetivar a colocação de valores mobiliários junto ao público investidor, inclusive no contexto de uma oferta inicial de valores mobiliários.

Nessa hipótese, o emissor pode submeter à aprovação do regulador o *registration document*, que terá validade de doze meses<sup>1407</sup> e, posteriormente, quando decidir efetivar uma oferta pública de valores mobiliários, elaborar apenas o *securities note* e o *summary note*<sup>1408</sup> que, entretanto, deverá ser submetido a nova revisão e à aprovação por parte do regulador competente, sujeita, entretanto, a prazos reduzidos (e que deverá contemplar, também, qualquer atualização relevante em relação às informações acerca do emissor divulgadas por meio do *registration document*).<sup>1409</sup>

Em relação especificamente aos valores mobiliários representativos de dívida, a *Prospectus Directive* estabelece um procedimento mais dinâmico, por meio do qual o emissor pode solicitar a aprovação de um “prospecto base” (*base prospectus*), que pode ser complementado, no momento da realização de cada oferta pública, por meio de documento separado, que, entretanto, não necessitará de nova aprovação por parte dos reguladores

---

*continue to be concentrated in the health care, technology, financial services, real estate, and oil and gas industries.*” (ERNEST YOUNG. *The JOBS Act: 2015 mid-year update: An overview of implementation and an analysis of emerging growth company trends*. 2015, p. 6. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/JOBSAct\\_2015MidYear\\_CC0419\\_16September2015/\\$FILE/JOBSAct\\_2015MidYear\\_CC0419\\_16September2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/JOBSAct_2015MidYear_CC0419_16September2015/$FILE/JOBSAct_2015MidYear_CC0419_16September2015.pdf)>. Acesso em: 19 nov. 2016).

<sup>1406</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 5(3).

<sup>1407</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 9(4).

<sup>1408</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 12(1).

<sup>1409</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 12(2).



competentes.<sup>1410</sup>

Tal dinâmica foi incorporada na legislação local, nos termos do *Financial Services and Markets Act* de 2000 e da *Prospectus Rules* da *Financial Conduct Authority*,<sup>1411</sup> no Reino Unido, do *Code monétaire et financier* e do *Règlement général da AMF*,<sup>1412</sup> na França, do *Testo unico* e do *Regolamento Consob n. 11971 de 14.5.1999*,<sup>1413</sup> na Itália, e do *WpPG*,<sup>1414</sup> na Alemanha.

Adicionalmente, a *Prospectus Directive* estabelece que os estados membros devem permitir a incorporação ao prospecto, por referência, das informações divulgadas pelos emissores sujeitos às obrigações informacionais periódicas ou eventuais previstas na *Transparency Directive*,<sup>1415</sup> de modo a viabilizar uma maior celeridade em relação à efetivação de suas ofertas públicas,<sup>1416</sup> o que foi, também, incorporado na legislação local, nos termos do *Financial Services and Markets Act* de 2000 e das *Prospectus Rules* da *Financial Conduct Authority*,<sup>1417</sup> no Reino Unido, do *Code monétaire et financier* e do *Règlement général da AMF*,<sup>1418</sup> na França, do *Testo unico* e do *Regolamento Consob n. 11971 de 14.5.1999*,<sup>1419</sup> na Itália, e do *WpPG*,<sup>1420</sup> na Alemanha.

Cumprir, ainda, que o aprimoramento de tal sistemática – sobretudo no contexto da simplificação em relação ao procedimento aplicável às ofertas subsequentes por parte de emissores que já possuem valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados – foi também incluída no bojo da já mencionada proposta de nova regulamentação aplicável às ofertas de valores mobiliários no âmbito da Europa que, quando implementada, substituirá a *Prospectus Directive*.<sup>1421</sup>

---

<sup>1410</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 5(4).

<sup>1411</sup> Cf. *Financial Services and Markets Act* de 2000, §87A e *Prospectus Rules* da *Financial Conduct Authority*, §2.2.

<sup>1412</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L411 do *Règlement général da AMF*, e article 212-9 e article 212-10.

<sup>1413</sup> Cf. *Testo unico*, art. 94 e *Regolamento Consob n. 11971 de 14.5.1999*, art. 5.

<sup>1414</sup> Cf. *WpPG*, §12.

<sup>1415</sup> Cf. *Prospectus Directive*, article 11.

<sup>1416</sup> A esse respeito, registra o *Recital 29* da *Prospectus Directive*: “The opportunity of allowing issuers to incorporate by reference documents containing the information to be disclosed in a prospectus — provided that the documents incorporated by reference have been previously filed with or accepted by the competent authority — should facilitate the procedure of drawing up a prospectus and lower the costs for the issuers without endangering investor protection.”

<sup>1417</sup> Cf. *Financial Services and Markets Act* de 2000, §87A do e *Prospectus Rules* da *Financial Conduct Authority*, §2.4.

<sup>1418</sup> Cf. *Code monétaire et financier*, article L411 do *Règlement général da AMF*, e article 212-11.

<sup>1419</sup> Cf. *Testo unico*, art. 94 e *Regolamento Consob n. 11971 de 14.5.1999*, art. 5.

<sup>1420</sup> Cf. *WpPG*, §11.

<sup>1421</sup> Cf. EUROPEAN COMMISSION. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading.*

Nesse sentido, a proposta de nova regulamentação apresentada pela *European Commission* contempla a instituição de um regime facilitado para a realização de ofertas subsequentes por parte de emissores que já possuam valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulados de valores mobiliários, que poderão elaborar, anualmente, um *universal registration document* – que terá oportunidade, por sua vez, de incorporar por referência às informações divulgadas pelo emissor em cumprimento a suas obrigações periódicas e eventuais – submetendo tal documento à aprovação do regulador.<sup>1422</sup>

Uma vez aprovado o *universal registration document*, a colocação dos valores mobiliários mediante uma oferta pública dependerá apenas da divulgação do *security note* e do *offer summary*, a serem aprovados em prazo máximo de cinco dias.<sup>1423</sup> Adicionalmente, após a aprovação do *universal registration document* por três anos consecutivos, o emissor poderá passar a atualizar e divulgar anualmente tal documento sem a necessidade de aprovação do regulador,<sup>1424</sup> de modo a conferir ainda mais dinâmica e celeridade quando da realização de uma oferta pública subsequente.

---

Bruxelas, 2015. Disponível em: <[http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:036c16c7-9763-11e5-983e-01aa75ed71a1.0006.02/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:036c16c7-9763-11e5-983e-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF)>. Acesso em: 01 nov. 2016.

<sup>1422</sup> Cf. Article 9 da *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*. Acerca de tal regime, a *European Commission* ressaltou em seu *Explanatory Memorandum*: “Article 9 (which should be read in conjunction with Articles 10(2), 11(3), 13(2) and 19(5)) contains detailed rules on the new “universal registration document”, an optional shelf registration mechanism for “frequent issuers” admitted to trading on regulated markets or multilateral trading facilities. This new feature of the prospectus regime is based on the premise that where an issuer makes the effort of drawing up every year a complete registration document, it should be awarded a fast-track approval with the competent authority when a prospectus is later required. Since the main constituent part of the prospectus has either already been approved or is already available for review by the competent authority, the competent authority should be able to scrutinise the remaining documents (securities note and summary) within 5 working days, instead of 10. Besides, outside the context of an offer or admission to trading, the frequent issuer should be allowed to file its universal registration document, without prior approval, providing that previously three universal registration documents have been approved consecutively. The competent authority may then control it on an ex-post basis. The alleviations granted to frequent issuers using the universal registration document promote the drawing up of prospectuses as separate documents, which is cost-effective and less burdensome for issuers and enables them to quickly react to market windows. The universal registration document should also serve as a consolidated and well-structured source of reference on the issuer, supplying investors and analysts with the minimum information needed to make an informed judgement on the company’s business, financial position, earnings and prospects, governance and shareholding, even where neither an offer to the public nor an admission of securities to trading on a regulated market is taking place. For that purpose, Article 9(12) allows frequent issuers admitted to trading on a regulated market, under certain conditions, to fulfil their ongoing disclosure obligation under the Transparency Directive by integrating their annual and half-yearly financial reports into the universal registration document. This efficient “two in one” approach is meant to avoid duplicative requirements, alleviate unnecessary burdens and concentrate the information investors need in one single document which is updated at least every year.” (EUROPEAN COMMISSION. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*. Op. cit., p. 15).

<sup>1423</sup> Cf. Article 10 da *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*.

<sup>1424</sup> *Ibidem*.

#### 4.4.2.3 O regime brasileiro

Já no Brasil, a regulamentação aplicável às ofertas públicas há longa data busca contemplar mecanismos voltados a promover de maneira mais célere as ofertas públicas subsequentes realizadas por emissores que já possuem valores mobiliários em circulação no mercado.

A primeira iniciativa relevante nessa seara foi implementada quando da edição da Instrução CVM nº 400/03, que contempla a possibilidade de registro de programas de distribuição de valores mobiliários, em modelo semelhante ao *shelf-registration* europeu.

Nesse sentido, a norma estabelece que a companhia aberta que já tenha realizado uma oferta pública de valores mobiliários poderá submeter para arquivamento na CVM um programa de distribuição, com o objetivo de, futuramente, efetuar ofertas públicas,<sup>1425</sup> em prazo de até dois anos.<sup>1426</sup> Nessa hipótese, o procedimento a ser observado é semelhante àquele aplicável ao registro de uma oferta pública de distribuição.<sup>1427</sup>

Posteriormente, no momento em que houver a intenção de ofertar os valores mobiliários objeto do programa de distribuição, deverá ser elaborado e submetido a registro perante a CVM um suplemento ao programa.<sup>1428</sup> O suplemento deve, além de incluir as informações a respeito da oferta, incorporar as informações constantes do formulário de referência e do último formulário de informações trimestrais divulgados pelo emissor.<sup>1429</sup> Tal documento está sujeito a análise em prazos reduzidos em relação àqueles aplicáveis às ofertas públicas tradicionais.<sup>1430</sup>

Todavia, é inegável que a necessidade de submeter-se a um novo escrutínio do regulador a cada nova oferta retira grande parte da dinamicidade que se busca alcançar por meio de tal mecanismo de colocação facilitada de valores mobiliários junto ao público investidor, tornando-o pouco atrativo.

Reconhecendo que tal mecanismo tem sido de pouca utilidade aos emissores de valores mobiliários, a CVM recentemente divulgou proposta de alteração da Instrução CVM nº 400/03 com o intuito de aprimorar o regime aplicável aos programas de distribuição de

---

<sup>1425</sup> Cf artigo 11 da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1426</sup> Cf artigo 11, §3º da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1427</sup> Cf artigo 12 da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1428</sup> Cf. artigo 13 da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1429</sup> Cf. artigo 13, §1º da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1430</sup> Cf. artigo 13, §3º da Instrução CVM nº 400/03.

valores mobiliários.<sup>1431</sup>

A proposta busca solucionar parte das ineficiências que existem em relação ao regime acima descrito, aumentando o prazo de validade do programa para três anos e passando a prever que, após o registro do programa perante o regulador, as ofertas públicas realizadas em seus termos poderão beneficiar-se de registro automático – sem necessidade de novo escrutínio – pelo regulador, a ser concedido após cinco dias da divulgação do respectivo suplemento.<sup>1432</sup>

Todavia, a proposta pretende restringir, injustificadamente, os valores mobiliários que podem ser objeto de tal programa de distribuição às debêntures simples,<sup>1433</sup> limitando, também, sua utilização, a emissores que cumpram com determinados critérios de elegibilidade.<sup>1434</sup>

Cumpram-se, também, que a própria instituição do formulário de referência, como o advento da Instrução CVM nº 480/09, inspirou-se declaradamente no modelo de *shelf-registration* existente nos mercados estrangeiros.

Considerou-se, à época, que aludido documento, que passaria a centralizar todas as informações afetas aos emissores de valores mobiliários, sujeito a constante atualização, somado às divulgações periódicas e eventuais realizadas no curso regular das atividades do emissor, faria as vezes de um efetivo “registro de prateleira” em relação às ofertas públicas

---

<sup>1431</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 04/16*. 2016. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 nov. 2016.

<sup>1432</sup> Sobre as motivações da proposta, consignou a CVM no âmbito do Edital de Audiência Pública SDM nº 04/16: “Os Programas de Distribuição são, em geral, um mecanismo adequado para dar mais celeridade à realização de ofertas e permitir o aproveitamento de janelas de oportunidade. As modificações propostas, principalmente no que diz respeito à introdução do regime de registro automático para o suplemento, estão em linha com as características de modelos praticados em outras jurisdições pesquisadas pela CVM. Em outros países a celeridade dos Programas de Distribuição é viabilizada pela inexistência de análise prévia por parte do órgão regulador no momento da oferta, isto é, quando o emissor apresenta o suplemento do prospecto. No entanto, para que sejam aptas a utilizar esse mecanismo, em geral, as companhias precisam atender, conforme a jurisdição, a um arranjo de critérios que podem ser relativos à prestação de informações, indicadores de exposição ao mercado, características do ativo, entre outras.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 04/16*. 2016, p. 2. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 nov. 2016).

<sup>1433</sup> Conforme declarado pela CVM no âmbito do Edital de Audiência Pública SDM nº 04/16: “A reforma tem como objetivo prover um mecanismo que facilite a realização de ofertas por emissores frequentes. A Minuta propõe que o novo Programa esteja inicialmente voltado somente para debêntures, que são títulos mais padronizados e que possuem maior demanda por emissões no âmbito de ofertas registradas. Posteriormente, poderão ser incorporados outros valores mobiliários. A Minuta propõe no art. 11, § 2º, que sejam ofertadas no âmbito do Programa de Distribuição somente debêntures simples, com ou sem garantia, e sem cláusula de permuta por ações ou outros valores mobiliários.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 04/16*. 2016, p. 3. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 nov. 2016).

<sup>1434</sup> Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 04/16*. 2016, p. 3-4. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 nov. 2016.

de distribuição que tal emissor viesse a realizar no futuro, oportunidade na qual seria necessário apenas elaborar o prospecto da transação, que, entretanto, se limitaria às informações relativas à oferta e ao valor mobiliário ofertado, incorporando, por referência, as informações públicas atinentes ao respectivo emissor.<sup>1435</sup>

Todavia, tal anseio não foi plenamente atingido por limitações impostas pela própria norma,<sup>1436</sup> uma vez que o formulário de referência deverá ser atualizado e submetido a revisão do regulador a cada oferta pública,<sup>1437</sup> diferentemente do que ocorre nos mercados norte-americano e europeu, nos quais as informações divulgadas ao mercado pelo emissor em bases periódicas ou eventuais são incorporadas aos prospectos das ofertas públicas de distribuição sem a necessidade de nova revisão expressa por parte do regulador nesse momento.<sup>1438</sup>

A Instrução CVM nº 400/03 contempla, ainda, um regime diferenciado para a realização de ofertas públicas de distribuição por parte de “emissores com grande exposição ao mercado” (EGEM), definidos como aqueles que possuem ações negociadas em bolsa há,

---

<sup>1435</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 270-271. A esse respeito, declarou a CVM, no âmbito do Edital de Audiência Pública 07/08, que divulgou a minuta da norma que, posteriormente, se converteu na Instrução CVM nº 480/09: “*A Minuta propõe a adoção de um modelo de registro inspirado no que a International Organization of Securities Commissions – IOSCO chama de ‘shelf registration system’ . De acordo com esse modelo, todas as informações referentes ao emissor, tais como, atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre tais dados, valores mobiliários emitidos, operações com partes relacionadas, são reunidas em um único documento que a IOSCO chama de ‘shelf document’ . Esse documento deve ser arquivado junto ao órgão regulador e ser atualizado regularmente. Ao realizar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o emissor elabora somente um documento suplementar, relativamente curto, que a IOSCO chama de ‘offering note’ . O ‘offering note’ contém informações sobre o valor mobiliário ofertado e as características e condições da oferta. O conjunto desses dois documentos – ‘shelf document’ e ‘offering note’ – fornece ao investidor todas as informações de um prospecto convencional. (...) A CVM acredita que outra consequência relevante da consolidação desses documentos é uma maior agilidade nos processos de registro de ofertas de distribuição de valores mobiliários. Uma vez que as informações prestadas em bases periódicas e o prospecto não mais serão incongruentes, o processo de análise dos pedidos de registro tende a ser mais ágil, sem as freqüentes exigências da área técnica de se compatibilizar o IAN e o prospecto. A segunda vantagem do sistema proposto é o acesso mais rápido ao mercado em momentos em que surgem janelas de oportunidade. Essa é uma característica que beneficia, sobretudo, os emissores de valores mobiliários. Os emissores terão, constantemente, boa parte das informações necessárias para a realização de uma oferta pronta e arquivada na CVM, preparada de maneira consistente e com a devida calma. De outro lado, a CVM, em seus controles de rotina, analisará as informações contidas nos Formulários de Referência e, caso entenda necessário, solicitará alterações para deixá-los em nível satisfatório. É provável que muitos dos pedidos de registro de distribuição pública sejam feitos por emissores cujo Formulário de Referência já tenha sido analisado pela CVM em suas rotinas. Assim, quando houver a necessidade de realizar uma nova emissão, e se a informação do Formulário de Referência arquivado na CVM já estiver em níveis satisfatórios, será necessário somente preparar e registrar na CVM um documento suplementar substancialmente mais curto, cujo conteúdo estará limitado exclusivamente aos dados da oferta e, por isso, será analisado e aprovado mais rapidamente.*” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 07/08. p. 5-6. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 06 nov. 2016).

<sup>1436</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 270-271.

<sup>1437</sup> Cf. artigo 7º e 8º da Instrução CVM nº 400/03 e artigo 24, §2º da Instrução CVM nº 480/09.

<sup>1438</sup> Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 270-271.

pelo menos, três anos, cumprem tempestivamente todas as suas obrigações informacionais periódicas nos doze meses anteriores à realização da oferta e que tenham ações em circulação em valor igual ou superior a R\$ 5 bilhões.<sup>1439</sup>

Assim, como ocorre, no mercado norte-americano, em relação aos *well-know seasoned issuers*, os emissores com grande exposição podem se beneficiar de um sistema de registro automático em relação às ofertas públicas de distribuição por eles realizadas, concedido cinco dias após a apresentação dos documentos relativos à oferta ao regulador.<sup>1440</sup>

Todavia, cumpre destacar que a refletiva ausência de mecanismos eficientes para realização de ofertas públicas subsequentes por emissores que já possuem ações admitidas à negociação de maneira mais célere, viabilizando o melhor aproveitamento das chamadas janelas de mercado, foi suplantada a partir da inclusão de tais valores mobiliários no rol daqueles que podem ser objeto de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476/09.

Se, por um lado, ao prever que tal mecanismo de colocação de ações poderia ser utilizado apenas por companhias abertas registradas perante a CVM, a norma afastou-se de seu objetivo original de servir como mecanismo para a realização de ofertas iniciais por emissores de menor porte – pelas razões já exploradas acima –, por outro, instituiu-se uma maneira mais ágil e eficiente para viabilizar a realização de ofertas subsequentes – ainda que sujeitas a limitação quanto ao perfil e quantidade de investidores ofertados – por parte das companhias abertas que já possuem ações negociadas em bolsa.<sup>1441</sup>

#### 4.5 CONCLUSÕES PARCIAIS

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

A despeito da ampla competência regulatória atribuída à CVM pela Lei nº 6.385/76

---

<sup>1439</sup> Cf. artigo 34 da Instrução CVM nº 480/09.

<sup>1440</sup> Cf. artigo 6-A e 6-B da Instrução CVM nº 400/03.

<sup>1441</sup> A esse respeito, cumpre destacar que todas as dez ofertas públicas de ações distribuídas com esforços restritos realizadas desde a edição da Instrução CVM nº 551/14 (que alterou a Instrução CVM nº 476/09 para incluir as ações no rol dos valores mobiliários passíveis de oferta nesses moldes) até dezembro de 2016 foram realizadas por companhias abertas que já possuíam ações admitidas à negociação anteriormente, no contexto de ofertas subsequentes. (Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/)>. Acesso em: 12.12.2016. CVM. Disponível em: <<http://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta>>. Acesso em: 12 dez. 2016).

com relação ao regramento do processo da capitalização das sociedades empresárias por meio do mercado de valores mobiliários, bem como dos recentes esforços envidados pela autarquia para incentivar a utilização desse mercado, especialmente por empresas de menor porte, é de se notar ainda um excessivo rigor em relação aos requisitos impostos para tanto, acarretando custos diretos e indiretos que podem afetar negativamente ou inviabilizar tais processos.

Na esfera dos mecanismos de formação privada de capital por meio de recursos captados no âmbito do mercado de valores mobiliários, no bojo das típicas operações de *venture capital* e *private equity*, a regulação dos veículos de investimento vocacionados a desempenhar essa função, embora substancialmente aperfeiçoada recentemente – sobretudo no tocante à sua maior flexibilidade –, ainda impõe certas restrições no que diz respeito à configuração dos arranjos econômicos que regem as relações, respectivamente, entre investidores e gestor, e, em outro polo, entre o respectivo veículo e as sociedades investidas.

O excesso de rigor nessa seara é de difícil compreensão, por ignorar o fato primordial de que, no âmbito de operações desta natureza, os fundos de *venture capital* e *private equity* estão em uma posição mais do que privilegiada para negociar amplamente com a sociedade investida, seus administradores e controladores a melhor estrutura organizativa e o grau de influência que desejam ter na gestão da empresa investida, de modo que interferência do Estado nesse campo, para além de desnecessária, pode se demonstrar prejudicial, impossibilitando determinados arranjos que, concretamente, poderiam ser essenciais para viabilizar que determinadas sociedades empresárias se beneficiarem desse meio de formação de capital.

Uma possível justificativa para tais exigências seria a proteção dos investidores que contribuíram para o patrimônio desses fundos (subscrevendo, por exemplo, cotas ofertadas publicamente), que estariam melhor tutelados caso os recursos por eles disponibilizados apenas pudessem ser alocados em empresas organizadas sobre uma forma societária mais robusta, transparente e estruturada a partir de um conjunto maior de normas cogentes. Ainda assim, trata-se de um rigor excessivo, principalmente diante das restrições impostas pela regulação à aquisição das cotas desses fundos, que são restritas a investidores sofisticados.

Assim, parece evidente que a flexibilização regulatória nessa seara, além de não colocar em risco a tutela do investidor, poderia permitir uma maior eficiência alocativa no âmbito do mercado de valores mobiliários, viabilizando a formação privada de capital de sociedades em estágio inicial de desenvolvimento por meio de recursos advindos de captações efetivadas em mercado.

Entretanto, é no arcabouço que conforma os mecanismos de formação semipública de capital por parte das sociedades empresárias que se encontram as maiores lacunas na estrutura jurídico-regulatória relativa ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Como visto, os regimes especiais destinados a viabilizar tais transações são bastante limitados, quando confrontados diante das alternativas existentes nos Estados Unidos da América e na Europa.

Por aqui não existem efetivos alívios obrigacionais em relação às sociedades empresárias que utilizam tal modelo para promover operações de oferta de valores mobiliários representativos de participação societária, haja vista o regime de ofertas distribuídas com esforços restritos, instituído pela Instrução CVM nº 476/09, exigir dos emissores que realizam ofertas de ações ou valores mobiliários nela lastreados ou conversíveis o registro de companhia aberta perante a CVM.

Assim, ao contrário do que ocorre no mercado norte-americano e europeu, não há por aqui qualquer modulação quanto às obrigações, inclusive informacionais, exigidas dessas empresas, a despeito da natureza limitada da colocação de seus valores mobiliários no mercado, apenas entre investidores profissionais.

Ou seja, por aqui, as limitações impostas à subscrição e subsequente negociação desses valores mobiliários – que são, ademais, mais restritas do que em outras jurisdições – vem sem qualquer contrapartida efetiva, haja vista as companhias que ofertam suas ações por meio de tal mecanismo estarem sujeitas às mesmas obrigações aplicáveis àquelas que o fazem por meio de uma oferta registrada perante o regulador e com esforços amplos de colocação junto ao público investidor, retirando a maior parte da atratividade do regime especial.

Uma vez que apenas companhias abertas registradas perante a CVM podem fazer uso da oferta dispensada de registro, tal regime acaba por favorecer as transações de capitalização subsequente das companhias que já são abertas – prestando-se inclusive a mitigar a lacuna existente nessa seara em função, por exemplo, da pouca efetividade dos regimes de programas de distribuição de valores mobiliários ou da ausência de um efetivo modelo de *shelf-registration* por aqui – mas não a efetiva viabilização do acesso ao mercado de valores mobiliários por sociedades empresárias em estágio menos avançado de desenvolvimento, uma vez que são impostos, nesse caso, todos os custos diretos e indiretos que decorrem da obrigatoriedade de se organizarem como companhias abertas registradas perante o regulador.



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

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

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

Por fim, no tocante aos instrumentos de formação pública de capital, a despeito de a regulação brasileira refletir em grande medida as melhores práticas internacionais, cumpre, também, ressaltar determinados aspectos.

O primeiro deles diz respeito à criação, também nessa seara, de um regime simplificado para viabilizar a capitalização de sociedades em estágios menos avançados de desenvolvimento (como é o caso do regime aplicável às *emerging growth companies* no Estados).

O segundo deles diz respeito às ofertas públicas realizadas por companhias já abertas (os chamados *follow-ons*), que, exceto no caso daquelas companhias qualificadas como emissores de grande exposição ao mercado (EGEM), estão ainda sujeitas, no Brasil, a um regime rígido que muitas vezes impede o aproveitamento de determinadas oportunidades de mercado que exigiriam a colocação rápida de valores mobiliários junto ao público investidor, o que recentemente foi atenuado, como dito, por meio da utilização do modelo constante da Instrução CVM nº 476/09 para essa finalidade.

Cumprido, ademais, ressaltar que o regramento, por aqui, do *investment-based crowdfunding* representa uma importante esperança no que diz respeito à conformação de

um regime regulatório apto a aproximar as empresas nascentes e iniciantes do mercado de valores mobiliários. No entanto, a ausência de formas societárias que sejam eficientes à realização dessas transações, como visto, pode também prejudicar a iniciativa. Resta saber, contudo, se a regulamentação proposta de fato favorecerá tal mecanismo de formação de capital.

## 5 – CONCLUSÕES

### 5.1 SÍNTESE CONCLUSIVA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

certo nível de determinadas informações.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



contexto de modificações posteriores de determinados elementos da estrutura societária.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

empreendedores e os potenciais investidores.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

benefícios ilegítimos à custa da sociedade a partir dessa posição.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

mobiliários atípicos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 5.2 CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

## BIBLIOGRAFIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_. *Panorama do Direito Comercial*. Sorocaba: Minelli, 2007.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

BUSSALB, Jean-Pierre. *Retail Investors Protection Act: Improved transparency on the unregulated capital market*. BaFin, 2015. Disponível em: <[https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa\\_bj\\_1501\\_kleinanlegerschutzgesetz\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa_bj_1501_kleinanlegerschutzgesetz_en.html)>. Acesso em: 1 dez. 2016.

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_. *Acordo de Acionistas*. São Paulo: Saraiva, 2011.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_. *Corporate Law*, New York, Aspen Law & Business, 1986.

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

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_; SALE, Hillary. *Securities regulation: cases and materials*. 12<sup>a</sup> ed. New York: Foundation Press, 2012.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. *Securities Regulation: Cases and Materials*. 7<sup>th</sup> ed., New York: Aspen Publishers, 2013.

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

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

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

2003.

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

\_\_\_\_\_; WORTHINGTON, Sarah. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 9<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2012.

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

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

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

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

DI SABATO, Franco. *Diritto delle società*. 3<sup>a</sup> ed. Giuffrè: Milano. 2011.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ERNEST YOUNG. *The JOBS Act: 2015 mid-year update: An overview of implementation and an analysis of emerging growth company trends*. 2015. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/JOBSAct\\_2015MidYear\\_CC0419\\_16September2015/\\$FILE/JOBSAct\\_2015MidYear\\_CC0419\\_16September2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/JOBSAct_2015MidYear_CC0419_16September2015/$FILE/JOBSAct_2015MidYear_CC0419_16September2015.pdf)>. Acesso em: 19 nov. 2016.

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

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

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

\_\_\_\_\_. *Consultation Document: Review of the Prospectus Directive*. Bruxelas, 2015. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/docs/consultation-document_en.pdf)>. Acesso em: 01 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*. Bruxelas, 2015. Disponível em: <[http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:036c16c7-9763-11e5-983e-01aa75ed71a1.0006.02/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:036c16c7-9763-11e5-983e-01aa75ed71a1.0006.02/DOC_1&format=PDF)>. Acesso em: 01 nov. 2016.

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_; ANGELICI, Carlo; FERRI, Giovanni B. *Manuale di Diritto Commerciale*. 14<sup>a</sup> ed. Milano: Utet, 2015.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

GERMAIN, Michel; MAGNIER, Véronique. *Les Sociétés Commerciales*. 21<sup>o</sup>. Paris: Lextenso, 2014.

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

\_\_\_\_\_; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_; LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*. 2<sup>nd</sup> ed. Cambridge: The MIT Press, 2006.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

GRUNDMANN, Stefan. *European Company Law*. 2<sup>nd</sup> ed. Cambridge: Intersentia, 2012.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sociedade por quotas – Quotas preferenciais” In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º. 94, 1994.

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

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

\_\_\_\_\_. A Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º. 77, 1990

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

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

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

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

2016.

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

HANNIGAN, Brenda. *Company Law*. 3<sup>rd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2012.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_; SHERMAN, Howard J. *História do Pensamento Econômico*. Tradução por André Jaime Larry Benchimol. 26<sup>a</sup> ed. Petropolis: Vozes, 2013

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de Motivos nº. 196, de 24 de junho de 1976. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404\\_Exposicao.asp](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp)>.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_. *Foundations Of Corporate Law*. 2<sup>nd</sup> ed. New Jersey: Lexis Nexis, 2006.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_. “Max Weber on Law and The Rise of Capitalism”. *Wisconsin Law Review*, 1972. Disponível em: <[http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/4001](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4001)>. Acesso em: 24 jul. 2016.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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