

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Programa de Pós-graduação da Faculdade de Direito

Fernanda Valle Versiani

MERCADO DE ACESSO: Entre diagnósticos e propostas

Belo Horizonte/MG

2020

Fernanda Valle Versiani

MERCADO DE ACESSO: Entre diagnósticos e propostas

Tese apresentada ao Curso de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do Grau de Doutora em Direito Empresarial.

Orientador: Marcelo Andrade Féres.

Belo Horizonte/MG

2020




FACULDADE DE DIREITO UFMG

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO DA UFMG

DEFESA DE TESE DE DOUTORADO
 ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: DIREITO E JUSTIÇA
 BEL^a. FERNANDA VALLE VERSIANI

Aos vinte e um dias do mês de setembro de 2020, às 13:30 horas, via plataforma virtual, reuniu-se, em sessão pública, a Banca Examinadora constituída de acordo com o art. 73 do Regulamento do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, e das Normas Gerais de Pós-Graduação da Universidade Federal de Minas Gerais, integrada pelos seguintes professores: Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres (orientador da candidata/UFMG); Profa. Dra. Juliana Cordeiro de Faria (UFMG); Prof. Dr. Leonardo Netto Parentoni (UFMG); Profa. Dra. Viviane Müller Prado (FGV/SP) e Profa. Dra. Mariana Souza Pargendler (FGV/SP), designados pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, para a defesa de Tese de Doutorado da **Bel^a. FERNANDA VALLE VERSIANI**, matrícula nº **2017650859**, intitulada: "**MERCADO DE ACESSO: ENTRE DIAGNÓSTICOS E PROPOSTAS**". Os trabalhos foram iniciados pelo orientador da candidata, Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres, que, após breve saudação, concedeu a candidata o prazo máximo de 30 (trinta) minutos para fins de exposição sobre o trabalho apresentado. Em seguida, passou a palavra à Prof^a. Dr^a Mariana Souza Pargendler, para o início da arguição, nos termos do Regulamento. A arguição foi iniciada, desta forma, pela Prof^a. Dr^a Mariana Souza Pargendler, seguindo-se-lhe, pela ordem, os Professores Doutores: Viviane Müller Prado, Juliana Cordeiro de Faria, Leonardo Netto Parentoni e Marcelo Andrade Féres. Cada examinador arguiu a candidata pelo prazo máximo de 30 (trinta) minutos, assegurando a mesma, igual prazo para responder às objeções cabíveis. Cada examinador atribuiu conceito a candidata e procedeu-se a apuração, tendo se verificado o seguinte resultado:


Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres (orientador da candidata/UFMG)

Conceito: Aprovada


Profa. Dra. Juliana Cordeiro de Faria (UFMG)

Conceito: Aprovada

DocuSigned by:


 Leonardo Netto Parentoni

6F799CA531FB49F...

Prof. Dr. Leonardo Netto Parentoni (UFMG)

Conceito: Aprovada

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Av. João Pinheiro, 100 - 11º andar - Centro - Belo Horizonte - MG - Brasil - 30130-180
 Fone: (31) 3409.8635 - E-mail: info.pos@direito.ufmg.br - https://pos.direito.ufmg.br



FACULDADE DE DIREITO UFMG

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO DA UFMG

Profa. Dra. Viviane Müller Prado (FGV/SP)

Conceito: Aprovada

Viviane Müller Prado

Profa. Dra. Mariana Souza Pargendler (FGV/SP)

Conceito: Aprovada

Mariana Pargendler

A Banca Examinadora considerou a candidata APROVADA. Nada mais havendo a tratar, o Professor Doutor Marcelo Andrade Féres, orientador da candidata, agradecendo a presença de todos, declarou encerrada a sessão. De tudo, para constar, eu, Fernanda Bueno de Oliveira, Servidora Pública Federal lotada no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da UFMG, mandei lavrar a presente Ata, que vai assinada pela Banca Examinadora e com o visto da candidata.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres (orientador da candidata/UFMG)

Profa. Dra. Juliana Cordeiro de Faria (UFMG)

DocuSigned by:

Leonardo Netto Parentoni

6F799CA531FB49F...

Prof. Dr. Leonardo Netto Parentoni (UFMG)

Profa. Dra. Viviane Müller Prado (FGV/SP)

Viviane Müller Prado

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Av. João Pinheiro, 100 - 11º andar - Centro - Belo Horizonte - MG - Brasil - 30130-180
Fone: (31) 3409.8635 - E-mail: info.pos@direito.ufmg.br - https://pos.direito.ufmg.br



FACULDADE DE DIREITO UFMG

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO DA UFMG

Profa. Dra. Mariana Souza Pargendler (FGV/SP)

- CIENTE: Fernanda Valle Versiani (Doutoranda)

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Av. João Pinheiro, 100 - 11º andar - Centro - Belo Horizonte - MG - Brasil - 30130-180
Fone: (31) 3409.8635 - E-mail: info.pos@direito.ufmg.br - <https://pos.direito.ufmg.br>

Versiani, Fernanda Valle
V563m Mercado de acesso: entre diagnósticos e propostas / Fernanda Valle Versiani. –
2020.

Orientador: Marcelo Andrade Féres.
Tese (doutorado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de
Direito.

1. Direito empresarial – Teses 2. Mercado de valores mobiliários – Teses
3. Oferta pública (finanças) – Teses 4. Mercado de capitais – Teses I. Título

CDU 347.7

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária Meire Luciane Lorena Queiroz CRB 6/2233.

AGRADECIMENTOS

O processo de elaboração desta tese foi bastante intenso e desafiador. A necessidade de propor uma ideia inovadora, que de fato contemplasse as demandas do mercado de capitais brasileiro, gerou bastante angústia. Se por um lado houve uma enorme alegria em debater o tema com pessoas brilhantes, as quais sem dúvida proporcionaram-me desenvolvimento acadêmico e profissional, por outro existiu uma ansiedade em entregar um trabalho à altura das discussões realizadas.

Ao longo de todo o processo de reflexão em torno do tema, diversas pessoas mostraram-se importantes, e até mesmo essenciais, para as conclusões aqui formuladas, seja porque realizaram apontamentos significativos sobre a temática ou porque teceram palavras de apoio e incentivo quando necessário. Embora seja difícil nomear todos, elenco aqui alguns nomes, sem prejuízo de outros igualmente relevantes.

Em primeiro lugar, agradeço imensamente aos meus pais, Ane e Renilson, por fornecerem todos os meios indispensáveis para que a minha caminhada fosse mais tranquila e prazerosa. À minha irmã, Paula, agradeço pelo exemplo de estudo e de superação. À Geni, minha eterna gratidão por todo o carinho e dedicação. Você é um anjo em nossas vidas! Ao Daniel, me faltam palavras. Obrigada por me ajudar diariamente a lidar com as dificuldades e por demonstrar que a caminhada compensa.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Marcelo Andrade Féres, que sempre tornou o trabalho mais leve, acompanhou e apoiou minhas decisões profissionais, participando ativamente delas e fornecendo um ombro amigo para os momentos de menor tranquilidade.

À equipe da Superintendência de Regulamentação, Orientação e *Enforcement* de Emissores da B3, especialmente Patrícia Bolina Pellini, Luís Fernando Cunha Villar, Anderson Felipe Aedo Pereira, Danilo Castanha Mariotti, Lucas Matuyama Culler e Raphael Giovanini, agradeço pela disponibilidade para compartilhar ideias e debater o tema com entusiasmo. Agradeço ainda à Diretora Flávia Mouta Fernandes, por ter aberto as portas da companhia e possibilitar o contato com os profissionais que lá trabalham.

Agradeço também às pessoas que disponibilizaram tempo para contribuir com a pesquisa durante minha estada em São Paulo no período do Estágio Doutoral na B3: Edna Holanda, José Leoni e Viviane Muller Prado. Agradeço, especialmente, ao André Pitta por ter compartilhado tempo para debater sua tese de Doutorado, a qual foi muito inspiradora. Os *insights* concedidos por todos vocês foram essenciais para as conclusões aqui apresentadas.

Aos membros do Grupo de Estudos em Direito Empresarial da Universidade Federal de Minas Gerais, em especial Bruno Gontijo Miranda e Julia Souza Corrêa, agradeço por viverem comigo a jornada acadêmica e compartilharem angústias e alegrias do processo de elaboração da pesquisa jurídica.

Agradeço ao Eduardo de Abreu Moraes pelos debates e por auxiliar na elaboração de alguns gráficos do trabalho (Gráficos 9, 10 e 11).

Agradeço à Universidade Federal de Minas Gerais por possibilitar esses mais de dez anos de estudo e dedicação. Tenho um enorme carinho pela instituição! Agradeço, ainda, aos amigos (em especial, Anelice Teixeira da Costa) e demais professores da Vetusta Casa de Afonso Pena que acompanharam minha trajetória e tornaram-se grandes inspirações docentes. Agradeço ao Prof. Leonardo Netto Parentoni, à Prof. Juliana Cordeiro de Faria, à Prof. Mariana Souza Pargendler e à Prof. Viviane Muller Prado que participaram da banca de defesa da tese com excelentes contribuições.

Agradeço ao *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law* pela oportunidade de pesquisa em um dos melhores centros acadêmicos da Europa. Foi uma alegria imensa andar pelos corredores do Instituto em Hamburgo e conhecer os trabalhos ali desenvolvidos. Agradeço ao Prof. Klaus Hopt e ao Prof. Wolf-Georg Ring pelas contribuições no desenvolvimento da pesquisa. Também agradeço ao Sr. Jasper Lembke (responsável pela área Listing & Issuer Services do Cash Market da Deutsche Börse), que teve a gentileza de compartilhar algumas experiências e desafios no âmbito do mercado de capitais alemão.

Aos amigos da Universidade Federal de Lavras, muito obrigada pelo ambiente de trabalho e por possibilitarem uma jornada repleta de realizações. Fazer parte desse corpo docente tão qualificado é incrível! Agradeço à instituição que possibilitou o afastamento para qualificação, permitindo o deslocamento para São Paulo e para Hamburgo.

Por fim, agradeço à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG) e ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) pelas bolsas concedidas ao longo de algumas etapas deste estudo.

RESUMO

As pequenas e médias empresas enfrentam vários obstáculos para captarem os recursos necessários à consecução de seus projetos e, não raras vezes, têm que encerrar suas atividades precocemente, esvaziando postos de trabalhos e deixando de contribuir para o crescimento e o desenvolvimento econômico do país. Dado esse contexto, desde o início dos anos 2000, reguladores e autorreguladores avaliam mecanismos em prol do ingresso de sociedades de menor porte ao mercado de capitais brasileiro, visando concretizar a diretriz constitucional de implementação de mecanismos de incentivo às empresas de pequeno porte. A principal iniciativa foi a criação do Bovespa Mais, segmento da bolsa de valores que possui requisitos de admissão mais brandos, se comparado aos demais níveis de listagem. Além disso, foram criadas as ofertas públicas com esforços restritos, o Bovespa Mais Nível 2 (com poucas distinções em relação ao segmento anterior), novas categorias de fundos de investimentos (e revisão das categorias já existentes) e as ofertas em plataformas de investimento coletivo (*crowdfunding*). Contudo, o estudo demonstrou que as evoluções normativas voltadas ao acesso de pequenas e médias empresas não suprimiram as barreiras existentes e não foram suficientes para criar um cenário adequado à captação de recurso por parte dessas sociedades. Através da investigação (jurídica-compreensiva) de outros mercados de capitais, verificou-se que esses obstáculos são referentes: (i) aos contornos da Lei nº. 6.404/1976, que impõem custos desproporcionais às companhias de menor porte; (ii) às restrições em relação às ofertas de valores mobiliários por pequenas e médias empresas; e (iii) às limitações acerca do funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários. Todavia, para além de sugerir possíveis enfrentamentos aos problemas identificados, a pesquisa propôs a criação de um ecossistema favorável às pequenas e médias empresas. Deste modo, o estudo também abrangeu o papel de alguns importantes agentes do mercado, como os investidores, *underwriters*, analistas de investimentos e formadores de mercado. Ao final, a pesquisa propôs, com base nas práticas adotadas em outros países, notadamente Estados Unidos da América e Reino Unido, alterações normativas em prol das pequenas e médias empresas. Com os diagnósticos e as propostas apresentadas, buscou-se contribuir para o desenvolvimento do mercado de acesso no país.

Palavras-chaves: valores mobiliários – ofertas públicas – mercados regulamentados.

ABSTRACT

Small and medium-sized enterprises face several obstacles to obtain the necessary resources to carry out their projects and, often, have to settle their activities precociously, reducing job opportunities and the contribution to the country's economic growth and development. Given this context, since the early 2000s, regulators and self-regulators have evaluated mechanisms in favour of the access of smaller companies into the Brazilian capital market, aiming to materialize the constitutional guideline for the implementation of incentive mechanisms for small and medium-sized enterprises. The main initiative was the creation of Bovespa Mais, a segment of the Exchange that has milder admission requirements compared to other listing segments. Besides, were establish: offers exempt of the register, Bovespa Mais Level 2 (with few distinctions compared with the previous segment), new categories of investment funds (and revision of existing categories), and crowdfunding. However, the research demonstrated that normative developments aimed at the access of small and medium-sized companies did not remove the existing barriers and did not create an adequate scenario for fundraising by these enterprises. Through the investigation of other capital markets, it was found that these obstacles are related to (i) the contours of Act n°. 6.404/1976, which impose disproportionate costs on smaller companies; (ii) restrictions on securities' offers made by small and medium-sized enterprises; and (iii) limitations on the functioning of regulated securities markets. In addition to suggesting possible solutions to those obstacles, the research proposed the creation of an ecosystem favourable to small and medium-sized enterprises. Thus, the study also covered some important market players, such as investors, underwriters, analysts, and market makers. In the end, the research proposed, based on practices adopted in other countries, notably the United States of America and the United Kingdom, regulatory changes in favour of small and medium-sized enterprises. With the diagnoses and proposals presented, we sought to contribute to the development of the access market in the country.

Keywords: *securities – public offers – regulated markets.*

RESUMEN

Las pequeñas y medianas empresas enfrentan varios obstáculos para obtener los recursos necesarios para llevar a cabo sus proyectos y, a menudo, tienen que cerrar sus actividades temprano, vaciar empleos y no contribuir al crecimiento y desarrollo económico del país. Dado este contexto, desde principios de la década de 2000, los reguladores y autorreguladores han evaluado mecanismos a favor de la entrada de pequeñas empresas en el mercado de capitales brasileño, con el objetivo de materializar la directriz constitucional de implementación de mecanismos de incentivos para esas empresas. La iniciativa principal fue la creación de Bovespa Mais, un segmento de la bolsa de valores que tiene requisitos de admisión más sencillos en comparación con otros niveles de cotización. Además, se crearon ofertas públicas con esfuerzos restringidos, Bovespa Mais Nivel 2 (con pocas distinciones en relación con el segmento anterior), nuevas categorías de fondos de inversión (y revisión de categorías existentes) y crowdfunding. Sin embargo, el estudio demostró que los desarrollos normativos destinados al acceso de las pequeñas y medianas empresas no eliminaron las barreras existentes y no crearon un escenario adecuado para la recaudación de fondos por parte de estas sociedades. A través de la investigación de otros mercados de capitales, se descubrió que estos obstáculos están relacionados con: (i) los contornos de la Ley no. 6.404 / 1976, que imponen costos desproporcionados a las empresas más pequeñas; (ii) restricciones a las ofertas de valores hechas por pequeñas y medianas empresas; y (iii) limitaciones en el funcionamiento de los mercados de valores regulados. Sin embargo, además de sugerir una posible resolución de los problemas identificados, la investigación propuso la creación de un ecosistema favorable para las pequeñas y medianas empresas. Por lo tanto, el estudio también cubrió algunos actores importantes del mercado, como inversores, aseguradores, analistas de inversión y creadores de mercado. Al final, la investigación propuso, con base en las prácticas adoptadas en otros países, especialmente en los Estados Unidos de América y el Reino Unido, cambios regulatorios a favor de las pequeñas y medianas empresas. Con los diagnósticos y las propuestas presentadas, buscamos contribuir al desarrollo del mercado de acceso en el país.

Palabras clave: valores – ofertas públicas – mercados regulados.

ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP	–	Associação Brasileira de <i>Private Equity & Venture Capital</i>
ACC	–	Acordo em Controle de Concentração
ACS	–	Americas Clearing System S.A
AIM	–	<i>Alternative Investment Market</i>
AIR	–	Análise de Impactos Regulatórios
APIMEC	–	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
Art.	–	Artigo
Arts.	–	Artigos
ATF	–	<i>Alternative Trading System</i>
ATG	–	Americas Trading Group S.A
B3	–	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
BACEN	–	Banco Central do Brasil
BM&F	–	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BNDES	–	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESpar	–	BNDES Participações S.A
BOVESPA	–	Bolsa de Valores de São Paulo
CADE	–	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CAGR	–	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
CESR	–	<i>Committee of Securities Regulators</i>
CETIP	–	Câmara de Custódia e Liquidação
CMN	–	Conselho Monetário Nacional
CPC	–	<i>Capital Pool Company</i>
CRFB/1988	–	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
CTOM	–	Comitê Técnico de Ofertas Menores
CVM	–	Comissão de Valores Mobiliários
DG-FISMA	–	Direção-Geral da Estabilidade Financeira, Serviços Financeiros e União dos Mercados de Capitais
EGC	–	<i>Emerging Growth Companies</i>
EGX	–	<i>The Egyptian Exchange</i>
ESMA	–	<i>European Securities and Market Authority</i>

EU	– União Europeia
EUA	– Estados Unidos da América
FAST Act	– <i>Fixing America's Surface Transportation Act (JOBS Act 2.0)</i>
FGC	– Fundo Garantidor de Crédito
FIA	– Fundo de Investimento em Ações
FIP	– Fundo de Investimento em Participações
FMA	– Fundo de Investimento em Ações – Mercado de Acesso
FMIEE	– Fundo Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes
FSAP	– <i>Financial Services Action Plan</i>
FSMA 2000	– <i>Financial Services and Markets Act 2000</i>
GTMK	– Grupo de Trabalho do Mercado de Capitais
IBRI	– Instituto Brasileiro de Relações com Investidores
IBOVESPA	– Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
ICVM nº. 209/1994	– Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº. 209, de 25 de março de 1994.
ICVM nº. 358/2002	– Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº. 358, de 03 de janeiro de 2002.
ICVM nº. 400/2003	– Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº. 400, de 29 de dezembro de 2003.
ICVM nº. 461/2007	– Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº. 461, de 23 de outubro de 2007.
ICVM nº. 471/2008	– Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº. 471, de 08 de agosto de 2008.
ICVM nº. 476/2009	– Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº. 476, de 16 de janeiro de 2009.
ICVM nº. 480/2009	– Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº. 480, de 07 de dezembro de 2009.
ICVM nº. 555/2014	– Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº. 555, de 17 de dezembro de 2014.
ICVM nº. 578/2016	– Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº. 588, de 30 de agosto de 2016.
ICVM nº. 588/2017	– Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº. 588, de 13 de julho de 2017.

- ICVM n.º. 598/2018** – Instrução da Comissão de Valores Mobiliários n.º. 598, de 03 de maio de 2018.
- IFRS** – *International Financial Reporting Standards*
- IOSCO** – *International Organization of Securities Commissions*
- IPO** – *Initial Public Offer*
- IPEA** – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
- JOBS Act** – *Jumpstart Our Business Startups Act of 2012*
- LCA** – Letra de Crédito Agrícola
- LCI** – Letra de Crédito Imobiliário
- LSE** – *London Stock Exchange Group*
- MAR** – *Market Abuse Regulation*
- MiFID** – *Markets in Financial Instruments Directive* (Diretiva 2004/39/EC do Parlamento Europeu e do Conselho)
- MiFID II** – *Markets in Financial Instruments Directive II* (Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho)
- MP n.º. 881/2019** – Medida Provisória n.º. 881, de 30 de abril de 2019 (“Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica”)
- MP n.º. 892/2019** – Medida Provisória n.º. 892, de 05 de agosto de 2019
- MTF** – *Multilateral Trading Facilities*
- NASDAQ** – *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System*
- MFCap/FGV** – Núcleo de Mercados Financeiros e de Capitais da Faculdade de Direito da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo
- Nomad** – *Nominated Advisor*
- OECD** – *Organization for Economic Co-operation and Development*
- OTC** – *Over-the-counter market*
- OTF** – *Organized Trading Facilities*
- PAEG** – Programa de Ação Econômica do Governo
- PL n.º. 4.303/2012** – Projeto de Lei n.º. 4.303/2012
- PQO** – Programa de Qualificação Operacional
- QCA** – *Quoted Companies Alliance*
- SBA** – *Small Business Act for Europe*

- SEBRAE** – Serviço Brasileiro de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte
- SEC** – *U.S. Securities Exchange Commission*
- SME** – *Small and Medium-sized Enterprises*
- SOMA** – Sociedade Operadora do Mercado de Ativos S.A
- SOX** – *Sarbanes-Oxley Act of 2002*
- SRC** – *Smaller Reporting Companies*
- SUMOC** – Superintendência da Moeda e do Crédito
- TCC** – Termo de Compromisso de Cessação
- TSX** – *Toronto Stock Exchange*
- UMC** – União dos Mercados de Capitais
- USM** – *Unlisted Securities Market*
- WFE** – *World Federation of Exchange*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Modalidades de financiamento	59
Figura 2: Problemas relacionados à elaboração do prospecto na vigência da <i>Prospectus Directive</i>	90
Figura 3: Aprimoramentos em prol das pequenas e médias empresas	95
Figura 4: Ecossistema favorável ao desenvolvimento do mercado de acesso.....	184
Figura 5: Mercados regulamentados de valores mobiliários.....	186
Figura 6: Nova divisão dos mercados regulamentados	212
Figura 7: Mercado de Acesso (<i>AIM</i> versus Bovespa Mais/Bovespa Mais Nível 2).....	222
Figura 8: Ciclo vicioso de iliquidez.....	283
Figura 9: Fontes de financiamento	291

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Número de companhias admitidas no <i>AIM</i>	178
Gráfico 2: Número de companhias admitidas no <i>Main Market</i>	179
Gráfico 3: Companhias listadas no mercado de bolsa e de balcão organizado	197
Gráfico 4: Participação dos investidores no volume financeiro transacionado (Mercado de ações).....	235
Gráfico 5: Participação das companhias investidas por <i>private equity (PE)</i> nos <i>IPO</i>	243
Gráfico 6: Comparação de retorno médio após <i>IPO</i>	243
Gráfico 7: Total de CPFs de investidores por agente de custódia.....	259
Gráfico 8: Evolução da taxa básica de juros – Selic (%).....	260
Gráfico 9: Retorno real acumulado de um investimento iniciado em Janeiro/1995	261
Gráfico 10: Retorno real acumulado entre o início do investimento e Março/2020	261
Gráfico 11: Diferença entre retorno acumulado real em CDI e em Ibovespa entre o início do investimento e Março/2020	262
Gráfico 12: <i>IPOs</i> (ICVM n°. 400/2003).....	270
Gráfico 13: <i>IPOs</i> e <i>Follow-ons</i> (ICVM n°. 400/2003).....	271

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Número de companhias listadas em diferentes mercados de acesso	65
Tabela 2: Flexibilizações aplicáveis às companhias de pequeno e médio porte	153
Tabela 3: Comparativo entre mercado de bolsa e de balcão organizado.....	192
Tabela 4: Participação do BNDES no capital de companhias listadas no mercado de acesso	254

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	20
CAPÍTULO I: AS PREMISSAS DA PESQUISA	30
1.1 RELAÇÃO ENTRE MERCADO FINANCEIRO E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO	30
1.2 RELAÇÃO ENTRE O REGIME JURÍDICO E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS	35
1.3 IMPORTÂNCIA DAS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS PARA A ECONOMIA DO PAÍS.....	41
CAPÍTULO II: A SITUAÇÃO-PROBLEMA DA PESQUISA	51
2.1 O FINANCIAMENTO DA ATIVIDADE EMPRESÁRIA: DESAFIOS PARA AS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS	51
2.1.1 Mercado de acesso brasileiro (Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2).....	59
CAPÍTULO III: INICIATIVAS PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE ACESSO	70
3.1 ESTUDOS SOBRE O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE ACESSO	70
3.2 APRIMORAMENTOS NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS EUROPEU	78
3.3 APRIMORAMENTOS NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS NORTE-AMERICANO	96
3.4 APRIMORAMENTOS NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	111
3.4.1 <i>Ofertas públicas de valores mobiliários: considerações acerca das Instruções CVM n.º 400/2003 e 476/2009</i>	<i>115</i>
3.4.2 <i>Análise do art. 294-A do texto original da Medida Provisória n.º 881/2019 (“Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica”)</i>	<i>128</i>
3.4.2.1 Breves considerações sobre as raízes do art. 294-A proposto pelo texto original da MP n.º 881/2019.....	129
3.4.2.2 Abrangência da competência da Comissão de Valores Mobiliários.....	133
3.4.2.3 Possíveis flexibilizações da Lei n.º 6.404/1976	136
CAPÍTULO IV: ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET	154
4.1 CONSIDERAÇÕES SOBRE A ORIGEM DO AIM	155
4.2 STATUS REGULATÓRIO DO AIM	157

4.3	PROCESSO DE ADMISSÃO NO <i>AIM</i>	160
4.3.1	<i>O papel dos Nomads e dos demais assessores envolvidos no processo de admissão da companhia ao AIM</i>	166
4.3.2	<i>Exigência de elaboração do prospecto</i>	175
4.4	PERFIL DAS COMPANHIAS ADMITIDAS NO <i>AIM</i>	178
4.5	DEVERES PÓS-ADMISSÃO NO <i>AIM</i>	181
4.6	TRANSFERÊNCIA DA COMPANHIA ADMITIDA NO <i>AIM</i> PARA O <i>MAIN MARKET</i>	182

CAPÍTULO V: AGENTES FUNDAMENTAIS NO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE ACESSO.....184

5.1	ENTIDADES ADMINISTRADORAS DE MERCADOS ORGANIZADOS DE VALORES MOBILIÁRIOS	185
5.1.1	<i>Concorrência entre os mercados organizados</i>	193
5.1.2	<i>O regime dos mercados regulamentados e o desenvolvimento do mercado de acesso no Brasil</i>	198
5.1.2.1	Dupla listagem	204
5.1.2.2	Unificação das atividades de autorregulação nos mercados regulamentados.....	208
5.1.2.3	Criação de mercado de balcão organizado voltado às pequenas e médias empresas: o mercado de PME em crescimento	211
5.1.2.4	Limites para atuação das entidades administradoras de mercados organizados.....	221
5.2	COMPANHIAS ADMITIDAS À NEGOCIAÇÃO NOS MERCADOS DE ACESSO	222
5.2.1	<i>Programas para incentivar a abertura de capital de companhias de menor porte</i> ...	226
5.3	INVESTIDORES	230
5.3.1	<i>Classificação dos investidores conforme ICVM n°. 539/2013</i>	231
5.3.2	<i>Classificação dos investidores no mercado acionário</i>	234
5.3.2.1	Investidores não residentes	235
5.3.2.2	Investidores institucionais	237
5.3.2.3	Investidores pessoas físicas	256
5.4	<i>INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS (UNDERWRITERS)</i>	266
5.5	FORMADORES DE MERCADO (<i>MARKET MAKERS</i>).....	276
5.6	ANALISTAS DE VALORES MOBILIÁRIOS	280

CONCLUSÕES PROPOSITIVAS.....286

CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	295
ANEXO I	298
ANEXO II	299
REFERÊNCIAS	300

INTRODUÇÃO

A Exposição de Motivos da Lei nº. 6.404/1976 deixa claro que sua finalidade era a criação de uma estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais brasileiro. No momento de sua elaboração tinha-se a concepção de que as companhias de grande porte eram as protagonistas do mercado de capitais e, por isso, os dispositivos foram criados para contemplá-las. De maneira semelhante, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia vinculada ao Ministério da Economia, responsável pela regulação e fiscalização do mercado de capitais no Brasil, priorizou por anos esses agentes no processo de elaboração de suas normas. Entretanto, embora o mercado de capitais esteja costumeiramente atrelado a grandes companhias, não se pode perder de vista a importância das sociedades empresárias de menor porte para o desenvolvimento econômico do país e os obstáculos que elas enfrentam para captar recursos necessários à consecução de suas atividades, razão pela qual o desenvolvimento de mecanismos voltados ao financiamento dessas atividades deve constar na agenda política e regulatória do país.

Apesar de os reguladores de diversos países, incluindo o Brasil, terem constatado há longa data que era importante (e até mesmo essencial) o desenvolvimento desses mecanismos¹, foi somente a partir da década de 1980 que foram criados os chamados mercados de acesso, os quais, de maneira geral, simplificam algumas exigências regulatórias, no intuito de reduzir os custos e estimular a abertura de capital de companhias menores.

Nesse sentido, em 1980, foi criado, no Reino Unido, o *Unlisted Securities Market (USM)*, posteriormente substituído pelo *Alternative Investment Market (AIM)*, o qual permitiu a inserção de pequenas e médias empresas no mercado de capitais britânico. Seu sucesso foi referência para várias outras bolsas de valores do mundo, inclusive a do Brasil, que instituiu, em 2005, o segmento Bovespa Mais como potencial porta de entrada para companhias de menor porte no mercado de capitais brasileiro, e, em 2014, o Bovespa Mais Nível 2, com uma pequena distinção em relação ao segmento anterior (a possibilidade de o capital social ser composto por ações ordinárias e preferenciais).

Contudo, diferentemente do que ocorreu no Reino Unido, o mercado de acesso brasileiro apresenta, até os dias atuais, dificuldades para se desenvolver. Juntos o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 possuem menos de 25 companhias listadas e, a título comparativo, o

¹ Em nota publicada em 1979, a CVM mencionou a importância de acompanhar as dificuldades experimentadas por pequenas e médias companhias para ingressarem no mercado de capitais brasileiro (CVM, *Nota explicativa nº. 15/1979*, 1979).

AIM possui quase 1.000 companhias admitidas à negociação². Diante desse fato, as seguintes perguntas despontaram e estimularam o desenvolvimento da presente pesquisa: quais alterações normativas poderiam ser realizadas em prol do acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais no Brasil? Como alguns países (principalmente a Inglaterra e os Estados Unidos da América – EUA) conseguiram criar mecanismos de ingresso de companhias de menor porte aos seus respectivos mercados? Algumas dessas medidas se adequam à realidade brasileira e podem ser incorporadas com as devidas adaptações?

Observa-se que algumas mudanças em prol da inserção de pequenas e médias empresas no mercado de capitais brasileiro já haviam sido debatidas ao longo das últimas décadas, porém, considerou-se necessária uma reestruturação mais encorpada de todo o mercado de acesso, a qual avaliasse não apenas aspectos pontuais das normas vigentes, mas uma nova concepção de ingresso de sociedades menores ao mercado de capitais, à semelhança de estratégias regulatórias adotadas em outros países. É nesse último ponto que se encontra a originalidade da tese, visto que trabalhos anteriores não avaliaram as mudanças recentes em torno do tema, especialmente em relação às discussões mais maduras no âmbito dos mercados europeu e norte-americano.

O estudo de mecanismos de fomento ao ingresso de pequenas e médias empresas no mercado de capitais mostrou-se relevante, senão urgente, uma vez que essas sociedades, em razão de suas características (maior assimetria informacional entre acionistas majoritários e minoritários, maior risco atrelado ao desempenho do negócio, ausência de histórico de operações e de resultados etc.), não raras vezes, enfrentam cenários de restrição de crédito. A despeito dos inúmeros meios de financiamento da atividade produtiva (aporte inicial de recursos da família e de amigos, obtenção de créditos bancários ou junto a investidores anjos, de *venture capital* e *private equity*, emissão de valores mobiliários no mercado de capitais etc.), muitas sociedades encerram suas atividades precocemente por falta de recursos necessários à continuidade de seus projetos ou à expansão e à consolidação de seus negócios. Tal fato tem sido recorrentemente discutido por instituições internacionais como, por exemplo, a *Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)*³ e *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*⁴ e tamanha é a relevância da temática que a Organização das Nações Unidas (ONU) definiu como um dos objetivos para a Agenda 2030

² Dados disponíveis no sítio eletrônico da B3 e da LSE (cf. Tabela 1 deste trabalho).

³ Cf. OECD, *Opportunities and Constraints of Market-Based Financing*, 2015; OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015; OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2019: An OECD scoreboard*, 2019.

⁴ Cf. IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015.

(Objetivos de Desenvolvimento Sustentável – ODS) o maior acesso ao crédito para as pequenas empresas⁵.

A importância da pesquisa adquiriu maior contorno diante do atual contexto. O cenário de restrição de crédito será certamente agravado pela pandemia causada pelo novo Coronavírus (COVID-19), sendo ainda mais premente as medidas para facilitar o acesso ao financiamento da atividade produtiva de pequenas e médias empresas⁶. Historicamente, há evidências que apontam que, durante e após crises econômicas, as sociedades de menor porte experimentam maiores dificuldades para acessar recursos se comparado às grandes corporações. Wehinger, por exemplo, discorreu sobre os obstáculos para obtenção de crédito pós crise financeira global em 2008-2009 e ressaltou algumas medidas governamentais em apoio ao desenvolvimento dessas sociedades⁷.

Incentivos à captação de recursos pelas companhias de menor porte também se faz relevante, pois à medida que as economias mundiais se recuperam da crise causada pela pandemia, muitos países (em especial os países em desenvolvimento, como é o caso do Brasil) precisarão, urgentemente, criar oportunidades de emprego, sendo que as pequenas e médias empresas (notadamente aquelas em estágios iniciais de desenvolvimento⁸) são propulsoras de novos postos de trabalho. Dessa forma, o tema ora em debate deve ser prioridade na agenda regulatória do Brasil para viabilizar a retomada do desenvolvimento econômico e do bem-estar da população (a importância das pequenas e médias empresas é, inclusive, utilizada como uma das premissas da pesquisa, conforme apresentado no Capítulo I).

Diante do exposto, o presente estudo teve como principal objetivo refletir sobre a criação (ou aperfeiçoamento) de um ecossistema jurídico favorável ao financiamento de longo prazo para as pequenas e médias empresas por meio do mercado de capitais brasileiro⁹.

⁵ Cf. ODS 9; ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS, *Transformando Nosso Mundo: A Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável*, s.d.

⁶ Visando reduzir os impactos da crise nas pequenas e médias empresas, foi promulgada a Lei n.º 13.999/2020, criando linhas de crédito através do “Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte” (PRONAMPE).

⁷ WEHINGER, *SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature*, 2014. Análise dos efeitos da crise financeira também pode ser verificada no relatório publicado, em 2009, pela OECD, “*The Impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Responses*”.

⁸ Cf. BANERJEE, *SME’s financial constraints and growth*, 2014.

⁹ “*In the context of a closely interconnected SME financing environment, a holistic and coordinated effort by all market constituencies involved (investors, intermediaries, advisors, policy makers and SMEs) is required to support investment in the SME asset class and allow SMEs to fully benefit from capital market financing when and as appropriate, without posing a risk to financial stability*” (NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 80).

Embora fatores macroeconômicos estejam relacionados com o insucesso do mercado de acesso no Brasil, foram identificados entraves normativos ao ingresso das companhias menores no mercado de capitais. Assim, com base em estudos preliminares¹⁰, considerou-se que esses obstáculos estavam, principalmente, relacionados: (i) às normas de direito societário aplicáveis às companhias abertas, as quais impedem a plasticidade diante de demandas de investidores e empreendedores; (ii) ao regime jurídico de ofertas públicas de valores mobiliários (exigência de intermediário e limites relacionados ao público-alvo e aos volumes financeiros da oferta); e (iii) às regras de funcionamento dos ambientes de negociação de valores mobiliários, que restringem às operações aos mercados regulamentados (bolsa e mercado de balcão) e limitam a concorrência entre diferentes plataformas de negociação.

Realizado o diagnóstico inicial de potenciais barreiras ao ingresso de pequenas e médias empresas, buscou-se, diante da complexidade do objeto de pesquisa, segmentá-lo em vários níveis para enfrentamento mais detido de cada um dos obstáculos identificados. Por essa razão, os capítulos guardam certa autonomia entre si, sendo as ideias articuladas e coordenadas ao final do trabalho¹¹.

Ainda nessa etapa inicial da pesquisa foi relevante compreender as motivações históricas que fundamentaram as escolhas dos legisladores (em sentido *lato sensu*, incluindo reguladores em matéria de mercado de capitais). Para tal, foi necessária a leitura da exposição de motivos da Lei n.º 6.404/1976 e o estudo das audiências públicas que deram origem às intruções normativas que disciplinam os assuntos enfrentados ao longo da tese.

Após a decomposição do problema e o estudo prévio da legislação aplicável à temática, houve a realização de um Estágio Doutoral na B3 para coleta de dados primários¹². Durante esse período, buscou-se identificar, por meio de entrevistas, quais dos problemas observados apresentavam possíveis endereçamentos e quais soluções já haviam sido descartadas em virtude de inadequações ou inviabilidades práticas¹³. Essa fase foi essencial para compreender o estado

¹⁰ Cf. ABDI et al., *Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações*, 2012; NODA, *Fragmentação do Mercado Secundário: desafios para a regulamentação no Brasil*, 2015; PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018.

¹¹ Em termos técnicos, a pesquisa classifica-se, conforme categorias propostas por Gustin & Dias, como investigação jurídica-compreensiva ou jurídica interpretativa (GUSTIN & DIAS, *(Re)Pensando a pesquisa jurídica*, 2010, p. 28).

¹² Conforme leciona Gustin & Dias, “As fontes primárias aumentam a capacidade inovadora do pesquisador, por lhe permitir uma abordagem própria dos dados coletados” (GUSTIN & DIAS, *(Re)Pensando a pesquisa jurídica*, 2010, p. 30).

¹³ O Estágio Doutoral na B3 foi realizado com financiamento concedido pelo Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) e sob supervisão da Superintendente de Regulação, Orientação e *Enforcement* de Emissores, Patrícia Bolina Pellini. Durante o estágio doutoral na B3, foram realizadas reuniões periódicas com a supervisora e membros da área de Regulação, Orientação e

da arte e evitar repetições desnecessárias e equívocos na condução da pesquisa. Também nessa etapa foram estudados dados estatísticos para verificar a dimensão do mercado objeto da análise (e.g. número de companhias listadas e suas características – como capitalização e distribuição do capital social; volumes financeiros e quantidade de ofertas públicas de valores mobiliários realizadas nos últimos anos etc.).

Em seguida, a pesquisa voltou-se para uma etapa descritiva, a qual foi realizada no *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law*. Nesta etapa, recorreu-se, majoritariamente, às fontes secundárias, com destaque para artigos científicos e obras internacionais que tinham como tema o mercado de acesso em outros países. Nesse momento, o foco da pesquisa foi compreender como outros ordenamentos estimulavam o acesso de pequenas e médias empresas aos seus respectivos mercados de capitais, bem como compreender as estratégias adotadas para enfrentar as barreiras ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio da emissão de valores mobiliários. Tais análises foram relevantes para verificar se existiam semelhanças de tratamento jurídico entre os países selecionados para estudo e o Direito Brasileiro.

Dessa maneira, além de abranger um estudo das normas brasileiras que disciplinam o mercado de capitais (mais especificamente, as Leis n.º. 6.385/1976 e 6.404/1976 e instruções da CVM), a pesquisa englobou o estudo de normas dos mercados estadunidense e europeu.

No âmbito do Direito Norte-americano, foram estudadas, principalmente, as isenções de registro de ofertas de valores mobiliários, em especial, *Section 4(2)*, do *Securities Act de 1933* e *Regulation A* e *Regulation D*, da *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)*. Optou-se pela análise desse mercado por três razões: (i) pelo porte (trata-se de um dos principais mercados financeiros do mundo); (ii) devido ao fato de recentemente algumas companhias terem optado pela listagem em bolsa norte-americana, embora tenham suas operações realizadas no Brasil; e (iii) por não existir, naquele país, um segmento do mercado voltado

Enforcement de Emissores da B3, para discussão do projeto e análise das propostas em curso no âmbito da CVM e da B3. Além das reuniões internas, nesse período também foram realizadas reuniões com profissionais do mercado no intuito de aprimorar a pesquisa. Nesse sentido, a Doutoranda se reuniu com o André Grunspun Pitta (autor da tese de Doutorado defendida em 2017 na Universidade de São Paulo – USP – e publicada no ano seguinte sob o título “A capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários”, a qual está sendo utilizada como referência para parte da proposta apresentada), José Leoni (à época Gerente de Relação com Investidores da Sinqia (antiga Senior Solution), companhia que utilizou o segmento Bovespa Mais para financiar seus projetos de expansão e hoje é tratada pela CVM e pela bolsa de valores como case de sucesso), Edna Holanda (ex-colaboradora da B3 que participou da criação dos segmentos de acesso da bolsa e do estudo realizado pelo Grupo de Trabalho – Experiências Internacionais, referencial teórico para a pesquisa conduzida pela Doutoranda; atualmente Edna Holanda é sócia da ACE Governance, que formulou importante estudo sobre a implementação de voto plural no Brasil, tema que também é abordado nesse trabalho) e Prof. Viviane Muller Prado (professora da Fundação Getúlio Vargas que possui linha de pesquisa conexas ao objeto dessa pesquisa).

principalmente às companhias de menor porte (fator que bastante o difere do mercado europeu e de outros mundo afora). Na análise das normas estadunidense, buscou-se compreender as opções em torno da flexibilização e rigidez da regulação do mercado de capitais, bem como o movimentos pendular entre essas opções.

Já no âmbito do Direito Europeu, foram estudadas as Diretivas nº. 2004/39/EC (*Markets in Financial Instruments Directive – MiFID*) e 2014/65/EU (*Markets in Financial Instruments Directive II – MiFID II*), as iniciativas em torno da criação da União dos Mercados de Capitais – UMC¹⁴ (em especial, a *Prospectus Regulation*) e as normas de funcionamento do AIM¹⁵. A escolha de tal mercado justificou-se pela maturidade das discussões sobre o acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais europeu e devido à influência das regras de funcionamento do AIM nos demais mercados voltados às pequenas e médias empresas¹⁶.

Realizado esse levantamento, a pesquisa evoluiu para uma fase propositiva. A partir da análise das normas mais relevantes sobre a temática e da compreensão das convergências e divergências entre os ordenamentos analisados, foram elaboradas recomendações para tornar o mercado de capitais brasileiro mais acessível às companhias de pequeno e médio porte. Em conjunto, as recomendações formam um ecossistema em prol do ingresso de companhias menores ao mercado de valores mobiliários. Isso não significa, porém, que as propostas sejam dependentes entre si; é totalmente possível a implementação de uma delas enquanto outras seguem em debate pelos participantes de mercado.

Em virtude da complexidade do tema estudado, a pesquisa apresentou uma natureza interdisciplinar, sendo avaliados conteúdos pertencentes a diversas disciplinas, dando ora enfoque ao Direito Regulatório, ora ao Direito do Mercado de Capitais, ora ao Direito Societário, sem deixar à margem do estudo aspectos econômicos relevantes para a investigação.

¹⁴ COMISSÃO EUROPEIA, *Comunicação da Comissão ao Conselho, ao Parlamento Europeu, ao Comité das Regiões e ao Comité Económico e Social: Plano de ação para melhorar o acesso das PME ao financiamento*, 2011; COMISSÃO EUROPEIA, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Plano de ação para a criação de uma união dos mercados de capitais*, 2015.

¹⁵ Cf. LSE, *AIM Rules*.

¹⁶ Apesar da saída do Reino Unido da UE em 31 de janeiro de 2020 (*Brexit*), até a conclusão da pesquisa, as normas aplicáveis ao mercado de capitais britânico englobavam as diretivas abordadas ao longo do estudo (“*The UK and the EU are now in a transitional period that will last until at least 31st December 2020. The period may be extended by up to 1 to 2 years if the UK requests an extension before 30th June 2020. This is to enable both sides to agree on a new and fair partnership for the future. In the meantime, it will be business as usual for citizens, consumers, businesses, investors, students and researchers in both the EU and the United Kingdom. The only noticeable difference is that the UK will not take part in EU decision-making procedures*” – EUROPEAN COMMISSION, *Brexit and Ireland*, 2020) (Para uma visão geral das implicações do *Brexit* no mercado financeiro da EU, cf. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Financial Integration and Structure in the Euro Area*, 2020).

Compreende-se que a pesquisa vai além de uma mera pluridisciplinaridade, já que as disciplinas não permanecem isoladas entre si, mas se interpenetram (fato que ficou evidente quando analisada a competência da CVM em relação às flexibilizações no âmbito da Lei nº. 6.404/1976).

Os resultados da pesquisa, que tem como título “*Mercado de Acesso: entre diagnósticos e propostas*” foram sistematizados em cinco capítulos, conforme brevemente exposto a seguir.

No Capítulo I foram abordados os três pressupostos da pesquisa. Em primeiro lugar, considerou-se que há uma relação positiva entre o desenvolvimento do mercado financeiro e o desenvolvimento econômico do país. Em segundo, defendeu-se que um regime jurídico adequado e eficaz contribui para o desenvolvimento do mercado financeiro. Terceiro, alegou-se que as pequenas e médias empresas são relevantes para o desenvolvimento econômico do país e que, por isso, merecem tratamento jurídico diferenciado. Nesse terceiro tópico foram apresentados os parâmetros para definição das pequenas e médias empresas no contexto desse estudo. Contudo, não houve a pretensão de recomendar um conceito quantitativo para a definição dessas sociedades, visto que, para tal, é necessário um estudo técnico que extrapola os objetivos da presente pesquisa.

No Capítulo II foi apresentada a situação-problema que estimulou o desenvolvimento da pesquisa. Conforme mencionado, foi identificado que, não obstante a diversidade de veículos para financiamento da atividade empresarial, sociedades de menor porte enfrentam inúmeras dificuldades para captarem recursos e financiarem seus projetos de expansão ou de consolidação nos setores em que atuam. Defendeu-se que o desenvolvimento do mercado de acesso no país é essencial para atender demandas de sociedades de menor porte que não são contempladas com outras modalidades de financiamento (como àquelas provenientes de bancos, fundos de investimentos ou *crowdfundings*). Nesse sentido, foram expostas as características do Bovespa Mais e do Bovespa Mais Nível 2, segmentos da Brasil, Bolsa, Balcão S.A. (B3), que compõem o mercado de acesso no Brasil.

No Capítulo III foram abordados alguns estudos acerca do mercado de acesso (em escala global e nacional) e algumas evoluções normativas relevantes para a inserção das pequenas e médias empresas nos mercados europeu, norte-americano e brasileiro, tendo várias delas inspirações nos estudos que as antecederam. Em relação ao mercado de capitais brasileiro, foram apresentadas críticas ao sistema de oferta pública de valores mobiliários de maneira a subsidiar a proposta de reestruturação do mercado de acesso, a qual, como se verá adiante, baseia-se na elaboração de outras modalidades de ofertas de valores mobiliários voltadas à

captação de recurso por pequenas e médias empresas. Na sequência, foi analisado o art. 8º, do texto inicial da Medida Provisória nº. 881/2019, que propôs a inclusão do art. 294-A à Lei nº. 6.404/1976, no intuito de flexibilizar o regime jurídico aplicado às sociedades anônimas de pequeno e médio porte. Apesar de a Lei nº. 13.874/2019, resultante da conversão da Medida Provisória nº. 881/2019, não ter contemplado o art. 8º, seu estudo foi considerado pertinente, uma vez que tal dispositivo permitiria concessões regulatórias tidas como urgentes no processo de desenvolvimento do mercado de acesso no país.

No Capítulo IV, por sua vez, foi analisado o *AIM*, que é considerado pela doutrina majoritária como mercado de acesso pioneiro e principal, tendo influenciado a constituição de outros mercados destinados a admissão de companhias de menor porte. O capítulo se desenvolve com uma apresentação descritiva do funcionamento do *AIM* e tal abordagem se justifica pelo fato de a estrutura do mercado de acesso hoje vigente no Brasil ser, em inúmeros aspectos, distinta daquela existente no Reino Unido. Como será possível perceber, o *AIM* inspirou algumas das propostas aqui apresentadas para a estruturação de um modelo para financiamento da atividade empresarial de companhias de menor porte no Brasil. A análise de maneira minuciosa de seu funcionamento revelou-se, assim, essencial para a compreensão das propostas apresentadas mais adiante.

No Capítulo V foram estudados os principais agentes envolvidos no mercado de acesso, de modo a verificar como as normas que disciplinam a atividade de cada um deles podem ser alteradas para refletir o novo contexto econômico e as demandas dos investidores e dos empreendedores. Nessa seção foram destacados, por exemplo, alguns obstáculos vinculados à atuação dos *underwriters*, dos formadores de mercado, dos analistas de investimento e ao modo de funcionamento dos mercados regulamentados. Essa seção demonstrou como o desenvolvimento do mercado de acesso está atrelado à construção de um ecossistema que considera as particularidades das pequenas e médias empresas. Nesse contexto, dentre as propostas formuladas, destacam-se: a instituição dos assessores e a criação do mercado de PME em crescimento.

Ao final foram apresentadas as propostas consolidadas para uma nova configuração do mercado de acesso no Brasil, em paralelo a já existente. Desse modo, a partir da concepção do “dualismo regulatório”, recomendou-se a criação de um regime alternativo para o ingresso de pequenas e médias empresas, não sendo refutados os segmentos já existentes, os quais, porém, também se beneficiam de algumas das propostas formuladas.

Feita essa breve apresentação das seções que compõem o trabalho, importa, ainda, fazer algumas ressalvas com a finalidade de conduzir a leitura e demonstrar os cortes metodológicos realizados ao longo do estudo.

Primeiramente, o termo “mercado de capitais” foi utilizado com base na lição de Eizirik et al., que o concebe como um subsistema do mercado financeiro – ao lado do mercado de crédito, mercado monetário e mercado cambial¹⁷. Apesar do reconhecimento de eventuais distinções técnicas entre as terminologias “mercado de capitais” e “mercado de valores mobiliários”¹⁸, optou-se por abordá-las como sinônimas. Ademais, embora o mercado de capitais compreenda a emissão de títulos de dívida (*debt*) e títulos representativos de participação no capital social (*equity*), a pesquisa deu enfoque tão somente ao mercado de ações, ainda que se reconheça que estudos sobre o mercado de dívida de longo prazo sejam igualmente importantes para a inserção das pequenas e médias empresas no mercado de capitais e para o financiamento da atividade produtiva¹⁹.

Em segundo lugar, reconheceu-se que alguns obstáculos ao desenvolvimento do mercado de acesso também são experimentados por companhias maiores. É o caso, por exemplo, da baixa liquidez de algumas ações no mercado secundário e o nível de exigências regulatórias atreladas à divulgação de informações. Todavia, o foco deste trabalho foram as companhias de menor porte, já que essas enfrentam obstáculos adicionais ao ingresso no

¹⁷ EIZIRIK et al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 7. Segundo YAZBEK, “[...] o mercado de capitais seria aquele em que são realizadas as operações de longo prazo ou de prazo indeterminado, destinadas ao financiamento de atividades empresariais, assim como processos de securitização, permissivos do ‘alongamento do perfil’ das dívidas das empresas – conforme a natureza da operação e as finalidades pretendidas, podem dela participar bancos de investimento, instituições de fomento (como o BNDES) e sociedade corretoras e distribuidoras” (YAZBEK, *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2009, p. 127).

¹⁸ “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, *Regulação e o mercado de valores mobiliários*, p. 139).

¹⁹ “O aperfeiçoamento das condições domésticas para emissões de dívida em termos de custo e agilidade pode acarretar no maior direcionamento de ofertas de títulos de companhias de grande porte para o mercado brasileiro em vez do exterior. As pequenas e médias empresas, por sua vez, também podem se beneficiar dos instrumentos de dívida para captar recursos caso haja maior facilidade de acesso ao mercado” (CVM, *O mercado de dívida comportativa no Brasil: uma análise dos seus desafios e propostas para o seu desenvolvimento*, 2019).

O tema também foi abordado em relatório publicado pela IOSCO: “*Issuing equity and debt securities can provide SMEs with a stable, long-term financing that bank lending typically does not. Because these securities are tradable, their prices provide information about the performance and value of the SMEs concerned. This transparency, combined with the ease of exit created by tradable equity and debt, makes SMEs more attractive investments for venture capitalists (VCs), thus creating discipline on SMEs’ management, improving their internal governance and external communications*” (IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015, p. 26)

mercado de capitais brasileiro e, apesar de alguns esforços dos reguladores e autorreguladores, ainda não têm recebido o devido tratamento normativo.

Adicionalmente, em terceiro lugar, têm-se ciência de que o Direito, *per se*, não é suficiente para promover o nível almejado de desenvolvimento do mercado de acesso no Brasil. Reconheceu-se que a melhora dos fundamentos macroeconômicos é relevante para esse processo, tal como a implementação de um regime jurídico adequado²⁰. Contudo, compreendeu-se que não é necessário (nem mesmo adequado) aguardar evoluções de índices econômicos para se discutir alguns obstáculos normativos já identificados.

Em quarto lugar, é importante notar que o trabalho abordou assuntos polêmicos entre reguladores, participantes do mercado e acadêmicos e que cada tópico poderia ser objeto de uma análise individual (seria o caso, por exemplo, do voto plural, que tem sido constantemente citado em eventos e publicações sobre o desenvolvimento do mercado de capitais). Diante do reconhecimento da profundidade de alguns tópicos e da controvérsia existente em torno deles, o trabalho não mencionou todas as suas nuances, dando maior enfoque à posição adotada na pesquisa (em alguns momentos, foram apontadas, em notas de rodapé, indicações bibliográficas divergentes). Na mesma toada, seria impossível abordar todos os aspectos do mercado de capitais que poderiam ser alterados em prol das companhias de menor porte. Dessa forma, alguns temas foram propositalmente deixados à margem da análise, como foi o caso, por exemplo, dos aspectos tributários que poderiam estimular o acesso ao mercado de capitais.

Por fim, destaca-se que as proposições desta pesquisa foram inspiradas parcialmente nos estudos realizados pelo Grupo de Trabalho do Mercado de Capitais (GTMK), criado em 2011 pelo Ministério da Fazenda e substituído, em 2019, pelo grupo Iniciativas de Mercado de Capitais (IMK), nas propostas formuladas pelas entidades integrantes do GTMK/IMK, em especial às da B3, nas conclusões da tese de Doutorado de Andre Grunspun Pitta e nas recentes evoluções normativas no âmbito dos mercados de capitais europeu e norte-americano.

Espera-se que as formulações aqui apresentadas possam fomentar as discussões práticas e teóricas em torno do tema, subsidiar os estudos realizados pelos reguladores do mercado de capitais brasileiro e conferir maior celeridade ao processo de reestruturação do mercado de acesso no país, de forma a facilitar a captação de recursos para pequenas e médias empresas.

²⁰ Por exemplo, o movimento de desenvolvimento do mercado de capitais vivenciado nos anos 2000 não é justificado somente pelas alterações promovidas pela Lei nº. 10.303/2001 e pela criação de novos segmentos de listagem na bolsa de valores mobiliários, mas também por alterações do contexto econômico (e.g. entrada de capital externo) e político (e.g. mercado pós-privatizações).

CAPÍTULO I: As premissas da pesquisa

O presente estudo parte da compreensão de que há uma relação positiva entre a evolução do mercado financeiro e o desenvolvimento econômico. Ademais, pressupõe que a evolução do mercado é favorecida e impulsionada por um regime jurídico adequado às realidades do país e às demandas dos empreendedores e investidores, sendo que dentre as várias alterações normativas no âmbito do mercado de capitais merecem destaque aquelas em prol das pequenas e médias empresas.

Os tópicos a seguir explicitam essas ideias visando uma melhor compreensão da proposta apresentada ao final deste trabalho.

1.1 Relação entre mercado financeiro e o desenvolvimento econômico

Dentre as funções do mercado financeiro, destaca-se a criação de um ambiente favorável à troca mais eficiente de recursos entre agentes poupadores e tomadores, seja através de um intermediário (mercado de crédito ou bancário) ou da atuação direta entre eles (mercado de capitais).

No primeiro caso, as instituições financeiras atuam como centralizadoras de ofertas e demandas e, de forma habitual e profissional, transferem recursos dos sujeitos superavitários aos agentes deficitários mediante o recebimento do *spread*, que consiste na diferença entre a taxa de juros paga na captação e a taxa de juros cobrada no empréstimo²¹.

A intermediação financeira, tal como apresentada, não supre, porém, todas as demandas existentes no mercado²². Uma sociedade empresária pode, por exemplo, necessitar de capital externo para viabilizar um projeto de expansão ou sustentar um processo de desenvolvimento já em curso. Nesse contexto, o empréstimo pode ser muito superior ao que uma instituição financeira poderia isoladamente fornecer, ou pode ser que a taxa de juros do empréstimo bancário seja demasiadamente alta, inviabilizando o financiamento pretendido, ou pode ocorrer de a instituição exigir garantias que inviabilizem a realização da captação de recurso por meio do empréstimo. Por essas razões, desenvolveu-se o mercado de capitais, no qual a canalização de recursos entre poupadores (investidores) e tomadores (emissores) ocorre sem que haja

²¹ EIZIRIK et al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 2.

²² CVM, *Mercado de valores mobiliários brasileiro*, 2019, p. 29.

propriamente uma intermediação²³ de uma instituição financeira, a qual irá assumir, quando necessária sua atuação, a função de prestadora de serviço²⁴, sendo os recursos dos investidores direcionados aos emissores de valores mobiliários (geralmente, sociedades anônimas abertas).

Porque o mercado financeiro – incluindo aqui as noções de mercado de crédito e de mercado de capitais – proporciona esse ambiente de transformação do excedente em capital produtivo, ele possui uma relação positiva com o crescimento e o desenvolvimento econômico do país²⁵.

Estudos acerca da relação entre o mercado financeiro e o crescimento econômico não são recentes. Já em 1911, Schumpeter defendeu que os serviços prestados por intermediários financeiros²⁶ estimulavam a inovação tecnológica e o desenvolvimento econômico²⁷.

²³ “A caracterização jurídica da atividade de intermediação financeira verifica-se em função da existência dos seguintes elementos: (a) a ocorrência de ‘intermediação’, que significa dar e receber recursos financeiros, atuando porém o intermediário como credor e devedor; isto significa que ele capta o dinheiro alheio e o ‘vende’ com juros, assumindo integralmente o risco do negócio; o objeto da instituição financeira é a ‘negociação do crédito’, daí decorrendo que meramente tomar o dinheiro ou emprestá-lo não caracteriza atividade típica de instituição financeira; (b) a participação na cadeia obrigacional, inexistindo intermediação financeira se o intermediário não é devedor de quem lhe entregou o dinheiro e credor daquele para quem emprestou; (c) a habitualidade na realização de tais atividades, ou seja, a sua repetição, de forma constante e em caráter permanente e; (d) a profissionalidade, que implica a atividade especializada e dirigida a uma finalidade determinada, necessariamente lucrativa, desempenhada de forma pública e notória” (EIZIRIK et al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 4).

²⁴ “Diversamente do que ocorre no mercado de crédito, no mercado de capitais, a mobilização a poupança é realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária – a entidade emissora – e a unidade econômica superavitária – o investidor. Inexiste, no caso, intermediação financeira, pois os recursos fluem diretamente dos adquirentes dos valores mobiliários para as empresas que os emitem. Tratando-se de emissão pública de valores mobiliários, é obrigatória a presença de uma instituição financeira *underwriter*, cuja atuação, porém, não se confunde com aquela desempenhada quando capta recursos ou concede crédito; o *underwriting*, com efeito, não importa em intermediação financeira, mas em participação, ainda que com garantia firma de subscrição dos títulos, no processo de colocação pública de títulos” (EIZIRIK et al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 9).

²⁵ Conforme destacou PITTA, os termos “crescimento econômico” e “desenvolvimento econômico” possuem distinções: o crescimento econômico está associado a melhora *quantitativa* dos índices econômicos (e.g. Produto Interno Bruto (PIB), inflação, renda per capita), não sendo aferidas alterações estruturais e/ou sociais que possam resultar da evolução dos índices; o desenvolvimento econômico, por sua vez, apesar de estar relacionado ao crescimento econômico, é analisado sob uma ótica *qualitativa*, não se limitando a verificar os dados numéricos (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 59-60).

²⁶ “Embora a teoria de J. Schumpeter [...] 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 financiamento da inovação empresarial, ou seja, viabilizando a mobilização de recursos em rol 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” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 67).

²⁷ A obra *The theory of economic development* foi escrita em alemão em 1911 e posteriormente traduzida para outros idiomas. Neste estudo foi utilizada a versão traduzida em inglês por Opie em 1949.

Em 1993, os estudos de King & Levine apoiaram essa tese por meio da análise de dados de mais de oitenta países²⁸. Tal pesquisa compôs uma série de estudos realizados por Levine (alguns em coautoria) ao longo da década de 1990, os quais visaram verificar a relação existente entre o desenvolvimento do mercado financeiro e o crescimento econômico. De maneira sucinta, seus trabalhos demonstraram empiricamente que países com mercados financeiros mais evoluídos apresentavam crescimento econômico mais acentuado²⁹.

No estudo publicado em 1997, Levine defendeu que a necessidade de reduzir custos atrelados a divulgação de informações e custos de transações impulsionaram a atuação dos intermediários financeiros³⁰ e o surgimento do mercado de capitais. O autor ainda destacou lição de Hicks, o qual defendeu que o desenvolvimento do mercado financeiro impulsionou a Revolução Inglesa no século XVII ao permitir a redução do risco de liquidez existente nos investimentos de longo prazo que precisavam ser realizados na época³¹.

Dentre as diversas funções realizadas pelos intermediários financeiros e pelas bolsas de valores, Levine destacou a mitigação do risco de liquidez³², a diversificação de modalidades de

²⁸ Cf. KING & LEVINE, *Finance and Growth: Schumpeter might be right*, 1993, p. 734).

²⁹ Cf. LEVINE & ZERVOS, *Stock Market Development and Long-Run Growth*, 1996; LEVINE, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, 1997; LEVINE & ZERVOS, *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, 1998.

³⁰ “Information acquisition costs create incentives for financial intermediaries to emerge (Diamond 1984; and John Boyd and Edward Prescott 1986). Assume, for example, that there is a fixed cost to acquiring information about a production technology. Without intermediaries, each investor must pay the fixed cost. In response to this information cost structure, however, groups of individuals may form (or join or use) financial intermediaries to economize on the costs of acquiring and processing information about investments. Instead of each individual acquiring evaluation skills and then conducting evaluations, an intermediary can do it for all its members. Economizing on information acquisition costs facilitates the acquisition of information about investment opportunities and thereby improves resource allocation” (LEVINE, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, 1997, p. 695).

³¹ “According to Hicks, the products manufactured during the first decades of the industrial revolution had been invented much earlier. Thus, technological innovation did not, spark sustained growth. Many of these existing inventions, however, required large injections and long run commitments of capital. The critical new ingredient that ignited growth in eighteenth century England was capital market liquidity. With liquid capital markets, savers can hold assets-like equity, bonds, or demand deposits-that they can sell quickly and easily if they seek access to their savings. Simultaneously, capital markets transform these liquid financial instruments into long-term capital investments in illiquid production processes. Because the industrial revolution required large commitments of capital for long periods, the industrial revolution may not have occurred without this liquidity transformation. ‘The industrial revolution therefore had to wait for the financial revolution’ (Valerie Bencivenga, Bruce Smith, and Ross Starr 1966, p. 243)” (LEVINE, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, 1997, p. 692).

³² No mercado acionário o risco de liquidez é ainda mais mitigado: “Liquid stock markets reduce the downside risk and costs of investing in projects that do not pay off for a long time. With a liquid equity market, the initial investors do not lose access to their savings for the duration of the investment project because they can quickly, cheaply, and confidently sell their stake in the company. Thus, more liquid stock markets ease investment in long-run, potentially more profitable projects, thereby improving the allocation of capital and enhancing prospects for long-term growth.” (LEVINE & ZERVOS, *Stock Market Development and Long-Run Growth*, 1996, p. 327).

Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1996, p. 345) também abordaram essa vantagem no âmbito do mercado acionário: “Equity markets aggregate information about the prospects of the firms whose shares are

investimentos, a melhor alocação de recursos³³ e monitoramento do investimento, a maior captação da poupança popular e o desenvolvimento de novas tecnologias³⁴. Segundo ele, esses fatores combinados foram indutores do crescimento econômico nos países selecionados para análise³⁵.

No contexto atual, é de se perceber que quando as funções dos intermediários e das bolsas de valores são bem desempenhadas, as vantagens são percebidas em diversas extensões, não se limitando ao financiamento da atividade produtiva e ao desenvolvimento da atividade empresária. A população em geral é beneficiada com maior equilíbrio econômico, maior garantia de estabilidade de renda na aposentadoria, maior taxa de poupança³⁶, maiores investimentos na produção, na infraestrutura e na inovação, maior taxa de criação de emprego e aumento da renda; tudo isso impactando positivamente a qualidade de vida da população. Lado outro, o Estado, se beneficia através da arrecadação de tributos, maior liquidez e,

traded (Grossman 1976). This aggregated information becomes publicly observable by the firm's creditors and investors. Equity markets thereby facilitate the monitoring of the firm by making it more profitable for investors to contribute capital to the firm. This role of financial markets is sufficiently important that many investment funds and mutual funds are prohibited from investing in companies whose stock does not trade on a recognized exchange. In addition to aggregating information, financial markets provide incentives for the investors' acquisition of information. As markets for publicly traded equity increase in size, it becomes profitable for analysts to invest in the acquisition of information about firms (for a formal model, see Grossman and Stiglitz 1980). The resulting increase in the quality of information further facilitates monitoring by creditors”.

³³ “When stored on a deposit account at a bank or invested in real estate, capital is not used in a productive way, i.e. not effectively facilitating economic growth or (in the case of real estate investment) a socially productive outcome” (RINGE & RUOF, *A regulatory sandbox for robo advice*, 2018, p. 15).

³⁴ Cf. LEVINE, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, 1997.

³⁵ Não obstante as inúmeras pesquisas sobre o tema, não há pleno consenso entre os economistas acerca da relação entre o mercado financeiro e o crescimento econômico: “In a recent survey of development economics, Stern (1989) does not mention the role of the financial system in economic growth. At the end of his review, Stern lists various issues that he did not have sufficient space to cover. Finance is not even included in the list of omitted topics. Similarly, a recent collection of essays by the pioneers of development economics, including three Nobel prizewinners, does not describe the role of the financial system in economic growth (Meier and Seers 1984). Clearly, according to these economists, the financial system plays an inconsequential role in economic development. Furthermore, 1995 Nobel prizewinner Robert Lucas argues that economists frequently exaggerate the role of financial factors in economic development (Lucas 1988). Such a view is not limited to the recent past; Robinson (1952) argues that the financial system does not spur economic growth; financial development simply responds to developments in the real sector. Thus, many influential economists give a very minor role, if any, to the financial system in economic growth” (LEVINE & ZERVOS, *Stock Market Development and Long-Run Growth*, 1996, p. 328).

Segundo EIZIRIK et al.: “Ainda que se verifique, em muitos estudos, uma associação bastante positiva entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico, não existe consenso se o mercado financeiro desenvolve-se porque existe crescimento econômico ou se é o desenvolvimento do mercado financeiro fator relevante para provocar crescimento econômico” (EIZIRIK et al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 3).

³⁶ “By creating liquidity and generating information, markets encourage people to save and invest, and by increasing savings and investment and allocating risk, they contribute to economic development” (FRIEDMAN & GROSE, *Promoting Access to Primary Equity Markets: A Legal and Regulatory Approach*, 2006).

consequentemente, menor custo de rolagem da dívida pública³⁷. Ademais, o mercado financeiro é capaz de aliviar o setor público, permitindo o redirecionamento de seus recursos para setores sociais, como: a saúde, a educação e a segurança³⁸.

Pitta expôs o debate acerca da estruturação do mercado financeiro em torno de instituições bancárias (*bank-based financial system*) ou do mercado de valores mobiliários (*securities market-based financial system*)³⁹ e concluiu que, diante da existência de um sistema bancário altamente concentrado no Brasil, o mercado de capitais seria vocacionado ao financiamento da atividade produtiva⁴⁰. O autor complementou que é bastante intuitiva a importância do mercado de capitais no desenvolvimento da economia, uma vez que “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”⁴¹. Ademais, como consequência da canalização de recursos por meio do mercado de capitais, as empresas tornam-se menos dependentes de capital interno, de seus fundadores e do Estado, permitindo a aceleração de sua expansão e contribuindo para o aumento da produtividade e da riqueza disponível na economia na qual se insere⁴².

Não obstante as vantagens elencadas, estudos apontam que o mercado de capitais não deve substituir a atuação dos bancos, e vice-versa. Ambos os sistemas favorecem o crescimento e o desenvolvimento econômico e devem atuar de forma a complementar um ao outro⁴³.

³⁷ ANBIMA & B3, *Agenda ANBIMA e B3: Mercado de Capitais: caminho para o desenvolvimento*, 2019.

³⁸ ANBIMA & B3, *Agenda ANBIMA e B3: Mercado de Capitais: caminho para o desenvolvimento*, 2019.

³⁹ “Os defensores de um sistema financeiro organizado ao redor das instituições bancárias – e, consequentemente, do financiamento da atividade produtiva por meio dos instrumentos típicos de intermediação financeira – alegam, em síntese, que os bancos 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 (eg. administradores e controladores). 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 pelas 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” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 57).

⁴⁰ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 59.

⁴¹ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 61.

⁴² PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 61.

⁴³ Cf. BOYD & SMITH, *The Coevolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process*, 1996; DEMIRGUÇ-KUNT & MAKSIMOVIC, *Stock Market Development and Financing Choices*, 1996; BECK & LEVINE, *Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter*, 2002.

Diante da importância descrita, estudar mecanismos de aprimoramento do mercado financeiro – e mais especificamente do mercado de capitais – revela-se oportuno e necessário, estando a presente pesquisa alinhada com essa perspectiva de análise.

1.2 Relação entre o regime jurídico e o desenvolvimento do mercado de capitais

Para que o mercado de capitais brasileiro se desenvolva, é necessário que o regime jurídico não apresente barreiras excessivas ou injustificadas e esteja alinhado com as expectativas dos agentes econômicos e das práticas do mercado. Na atual conjuntura, as respostas apresentadas pelo arcabouço normativo não estão adequadas à realidade das pequenas e médias empresas, sendo imprescindíveis alterações: (i) no regime legal das sociedades anônimas; (ii) no sistema de ofertas públicas de valores mobiliários; e (iii) nas regras de funcionamento dos mercados regulamentados. Esta tese identifica alguns elementos sensíveis da norma e sugere modificações e inovações no intuito de favorecer a inserção das sociedades de menor porte no mercado de capitais do país.

Para melhor compreender a concepção que associa o regime jurídico ao desenvolvimento do mercado de capitais, o presente tópico aborda como essa relação já foi explorada por Milhaupt & Pistor na obra “*Law & Capitalism: What corporate crisis reveal about legal systems and economic development around the world*”. Não obstante a matéria tenha sido abordada há longa data, inclusive sob a perspectiva de outras áreas do conhecimento, como Sociologia e Economia, a obra é relevante na medida em que concebe o Direito como produto da interação humana e critica as repercussões de alguns estudos empíricos na atuação dos legisladores e reguladores do mercado de capitais.

Explica-se. No final do século XIX, Weber utilizou o Direito para justificar a ascensão do capitalismo na Europa ocidental⁴⁴. Seu estudo estava inserido na corrente doutrinária posteriormente denominada de *Law & Development*, dedicada a avaliar a importância do Direito no desenvolvimento econômico e social. Também inserido nessa linha de pensamento estava o estudo de Hayek, no qual o autor concluiu que o sistema *common law*, por privilegiar a liberdade dos indivíduos e se sujeitar a menor intervenção estatal, seria mais favorável ao desenvolvimento econômico⁴⁵.

⁴⁴ Cf. TRUBEK, *Max Weber on Law and the Rise of Capitalism*, 1972.

⁴⁵ Cf. HAYEK, *Law, Legislation and Liberty - A new statement of the liberal principles of justice and political economy*, 1982.

As teses de Weber, Hayek e de outros estudiosos⁴⁶ da *Law & Development* estimularam a pesquisa de proeminentes economistas⁴⁷ que buscavam verificar empiricamente a correlação entre o grau de desenvolvimento dos mercados financeiros de um determinado país e as regras jurídicas que os estruturavam⁴⁸, dando início a uma corrente de pensamento que ficou conhecida como *Law & Finance*. Em breves linhas, os signatários dessa escola defendiam que os instrumentos regulatórios e os mecanismos de governança corporativa, se bem elaborados e efetivos, incentivavam a atuação dos investidores e fortaleciam o sistema financeiro nacional⁴⁹.

Dentre as várias pesquisas formuladas nesse âmbito, destacam-se aquelas publicadas por La Porta et al., os quais, a partir da análise de mais de quarenta jurisdições (incluindo o Brasil), constataram que países dotados de regimes jurídicos favoráveis ao maior grau de proteção aos investidores e à maior concretude e aplicação das normas (*enforcement*) possuíam mercados financeiros mais líquidos e desenvolvidos⁵⁰. Conforme explica Schapiro, o argumento baseava-se na premissa de que os investidores tendem a reduzir a sua disposição em prover recursos em um ambiente inseguro, dotado de normas deficientes de tutela aos investidores ou de regras ambíguas e sujeitas a ampla margem de conflitos, o que impacta o fluxo de recursos para o financiamento corporativo⁵¹.

Esses estudos, assim como outros que os sucederam, acabaram sendo utilizados para imputar ao Direito um caráter instrumental de transformação da sociedade e fomentar o transplante de regimes jurídicos em países emergentes que buscavam, através da incorporação de normas e práticas estrangeiras, acelerar seu processo de desenvolvimento econômico⁵². Tais medidas, conforme apontam Milhaupt & Pistor, foram incentivadas por agências internacionais

⁴⁶ Cf. LEVINE, *Law, Finance, and Economic Growth*, 1999; NORTH, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, 1990; LEVINE, LOAYZA & BECK, *Financial intermediation and growth: Causality and causes*, 2000.

⁴⁷ Cf. LA PORTA et al., *Law and Finance*, 1996; SHLEIFER & VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, 1996; LA PORTA et al., *Legal Determinants of External Finance*, 1997; LA PORTA et al., *Law and Finance*, 1998; LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES & SHLEIFER, *The Economic Consequences of Legal Origins*, 2008.

⁴⁸ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 77.

⁴⁹ SCHAPIRO, *Repensando a relação entre Estado, Direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*, 2010, p. 225.

⁵⁰ Cf. LA PORTA et al., *Law and Finance*, 1996; LA PORTA et al., *Legal Determinants of External Finance*, 1997.

⁵¹ SCHAPIRO, *Repensando a relação entre Estado, Direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*, 2010, p. 224.

⁵² PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 74.
SCHAPIRO explica que “Tanto na América Latina como no Leste Europeu, ou na África Subsaariana, prevaleceu o entendimento de que a promoção de boas regras do jogo – do *Rule of Law* – na forma de promoção da segurança jurídica, de estímulo ao ambiente privado de negócios e de mitigação das ações interventivas do Estado despertaria, por si só, o desenvolvimento econômico e social dos países” (SCHAPIRO, *Repensando a relação entre Estado, Direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*, 2010, p. 221).

(e.g. Banco Mundial), as quais apoiaram programas que resultassem na adoção de leis e instituições semelhantes àquelas existentes em países com economia avançada, notadamente os Estados Unidos da América⁵³. Schapiro leciona que o Brasil não ficou isento da repercussão desses estudos e, ao longo da década de 1990 e início dos anos 2000, foram realizadas diversas alterações jurídico-institucionais inspiradas nessas análises e recomendações⁵⁴.

No entanto, apesar da importância das pesquisas empíricas nos contextos em que foram realizadas⁵⁵ (e de suas repercussões), elas foram alvos de severas críticas, inclusive acerca da metodologia empregada pelos autores⁵⁶.

Milhaupt & Pistor criticam o fato de o Direito ser considerado exógeno e fixo (*endowment*), como se fosse imposto de algum lugar fora dos mercados, servindo como uma base estável e imutável para a vida econômica. A partir dessa perspectiva, as características cruciais das estruturas econômicas de um país seriam ditadas pela origem histórica de seu sistema legal (*common law* ou *civil law*) e o desenvolvimento das instituições econômicas seria canalizado através da lei como resultado de eventos longevos como a colonização ou a conquista militar, o que na visão dos autores não procede. Adicionalmente, Milhaupt & Pistor alegam que os estudos empíricos restringiram a função operacional do Direito (vis-à-vis da atividade do mercado) à proteção da propriedade e dos direitos dos investidores, sendo que nenhuma consideração foi dada à possibilidade de o Direito desempenhar outras funções

⁵³ MILHAUPT & PISTOR, *Law and capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*, 2008, p. 2.

⁵⁴ SCHAPIRO, *Repensando a relação entre Estado, Direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*, 2010, p. 227.

⁵⁵ “Não obstante as controvérsias brevemente relatadas [...] 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, mesmo por aqueles que negam a existência de uma suposta supremacia de determinadas famílias jurídicas nessa seara. Ou seja, que o Direito é uma dimensão importante, merecedora de consideração e estudo, evidentemente em conjunto com uma série de outros fatores que influenciam o desenvolvimento desse mercado” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 80).

⁵⁶ MATTOS FILHO & PRADO criticam os resultados obtidos pelos economistas em relação ao Brasil: “Na simples leitura dos dados sobre o Brasil, constata-se que algumas informações estão incorretas. O Brasil aparece como: tendo a regra uma ação-um voto, quando se sabe que uma das características do nosso ordenamento é a fora das ações preferenciais, em especial em razão da liquidez. Afirma-se também que não temos previsão de votos cumulativos para a eleição de membro do Conselho de Administração e não há regra de representação proporcional. Este dado ignora o disposto no art. 141 da Lei n. 6.404/76. Pelo estudo, a legislação brasileira não teria o instituto do direito de preferência em aumentos de capital, o que contraria a nossa lei acionária (art. 171 da Lei n. 6.404/76). Aparece como existindo dividendo obrigatório de 30% a ser distribuído para ações ordinárias, quando a nossa lei determina dividendo obrigatório de 25%, salvo previsão estatutária em contrária (art. 202, §2º da Lei n. 6.404/76)” (MATTOS FILHO & PRADO, *Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*, 2012, p. 220). Para uma crítica mais abrangente dos resultados empíricos encontrados por LA PORTA et al., cf. SPAMANN, *The "Antidirector Rights Index" Revisited*, 2010.

importantes em apoio à atividade econômica, como, por exemplo, mitigar conflitos de interesse e reduzir custos de transação⁵⁷. Por fim, criticam o fato de a lei ser tratada como único modo de disciplinar o mercado, deixando, por exemplo, aspectos da regulação e da autorregulação às margens da análise⁵⁸. Diante desse levantamento, Milhaupt & Pistor consideraram que aqueles economistas “*seem uninterested in the process by which countries acquire and use law, even when law is the explanatory variable in their analyses*”⁵⁹.

Diferentemente dos trabalhos formulados no campo da *Law & Finance*, Milhaupt & Pistor, ao reconhecerem o Direito como produto da interação humana, argumentam que, seja qual for sua fonte original (*common law* ou *civil law*), para que o Direito desempenhe qualquer função útil em apoio aos mercados, ele deve se adequar às condições locais e, portanto, deve evoluir continuamente em paralelo ao desenvolvimento econômico, social e político do país⁶⁰. Nesse sentido, os autores criticam a visão determinista do Direito como uma dotação fixa que pode ser transplantada sem que sejam consideradas as peculiaridades de cada local.

Esse posicionamento é relevante para as propostas aqui formuladas, já que foram estudados mercados de acesso de outros países no intuito de verificar práticas lá adotadas que poderiam ser incorporadas ao ordenamento jurídico brasileiro e contemplar as demandas dos reguladores, investidores e empresários. Deve-se atentar, conforme apontam Milhaupt & Pistor, para que as incorporações se adaptem à realidade do Brasil, não sendo realizadas meras transposições de normas⁶¹.

⁵⁷ No mesmo sentido: “[...] sim, o direito e as instituições de fato importam para o desenvolvimento, mas há uma variedade de possibilidades e funções a serem exercidas pelos arranjos institucionais e pelas ferramentas jurídicas – muito além do que supõe os programas de *Rule of Law*” (SCHAPIRO, *Repensando a relação entre Estado, Direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*, 2010, p. 215). Mais adiante o autor destaca: “Para além da função de proteção individual dos interesses, as ferramentas jurídicas podem também ter outros papéis, como, por exemplo, o de garantir uma *coordenação coletiva dos agentes econômicos* ou até mesmo permitir a organização de um *sistema financeiro público*” (SCHAPIRO, *Repensando a relação entre Estado, Direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*, 2010, p. 241).

⁵⁸ MILHAUPT & PISTOR, *Law and capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*, 2008, p. 21.

⁵⁹ MILHAUPT & PISTOR, *Law and capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*, 2008, p. 22.

⁶⁰ “*The starting point for our analysis is the recognition that in reality, law is not a fixed endowment in the sense of an unchanging foundation for market activity. As Schumpeter famously noted, a crucial source of the vitality of capitalist systems is ‘creative destruction’ – a response to challenges that arise from competitive pressures or exogenous shocks. It is hardly surprising, then, that the sustainable development of capitalist systems should depend in part on the continuous development of new governance structures to support capitalist enterprise. Law, like capitalism, is constantly evolving*” (MILHAUPT & PISTOR, *Law and capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*, 2008, p. 27).

⁶¹ Para uma abordagem sobre a tendência de sucesso ou insucesso do transplante de normas, cf. BERKOWITZ, RICHARD & PISTOR, *The Transplant Effect*, 2003.

Ademais, as críticas formuladas por Milhaupt & Pistor aos estudos que os antecederam não significam que os autores afastam qualquer relação entre o Direito e o desenvolvimento econômico. Ao contrário, eles incentivam uma releitura dessa relação a partir da concepção do Direito como algo que está em constante transformação para dar respostas às próprias mudanças do mercado. Dessa forma, os autores sugerem que essa relação é dinâmica⁶² e não consideram somente o texto estático da norma, mas também seu processo de criação, implementação e aplicação.

Com base nas lições de Milhaupt & Pistor, buscou-se definir quais mudanças normativas poderiam ser implementadas no âmbito do mercado de acesso brasileiro com o objetivo de responder às demandas de financiamento das pequenas e médias empresas, as quais, como será abordado no Capítulo II deste trabalho, não têm sido contempladas pelo regime jurídico atual.

A regulação do mercado de capitais brasileiro⁶³ engloba a Lei nº. 6.385/1976 e a Lei nº. 6.404/1976, a atuação dos reguladores estatais (com destaque para a CVM) e das entidades de autorregulação (como a B3 e a ANBIMA).

A prática revela que, usualmente, o Estado edita normas de caráter mais genérico, apontando as bases da regulação para o adequado funcionamento do mercado de capitais, deixando normas mais específicas a cargo da atividade dos agentes reguladores e autorreguladores.

Esse sistema de regulação do mercado de capitais é benéfico na medida em que a regulação pelo Estado, por estar sujeita a maiores formalidades, nem sempre é capaz de acompanhar as mudanças ocorridas no mercado, ao passo que a regulação e, especialmente, a autorregulação permitem maior celeridade na elaboração de normas mais detalhadas que

⁶² *“Historical experience in a diverse range of countries suggests that the path of development is something like this: Market change occurs, typically because of the introduction of new technology, the entrance of new players, a shift in consumer demand, or a scandal that reveals damaging new information about the operation of the market or its participants. Market change of any type raises new questions about, for example, the right to use new technology, the ability of new entrants to participate in the market, or the need for new rules to govern market conduct. In order to mitigate uncertainty and restore equilibrium in the market, these questions must be answered by someone. In most developed economies, many of these questions are answered by legal actors, be they legislators, bureaucrats, judges, or some combination thereof.1 Virtually every legal response, in turn, creates new incentives (and often new uncertainties) for market players, who adapt their conduct to the new rules and push at the margins of the new legal order. These market reactions raise new questions of their own, and the process repeats itself. In short, there is a rolling relation between law and markets,2 which serve as two points in a continuous feedback loop”* (MILHAUPT & PISTOR, *Law and capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*, 2008, p. 28).

⁶³ Para uma visão mais aprofundada sobre a regulação do mercado de capitais brasileiro, cf. YAZBEK, *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2009; CALABRÓ, *Regulação e autorregulação do Mercado de Bolsa: teoria palco-platéia*, 2011.

contemplem as demandas de seus agentes, conferindo as inovações necessárias ao desenvolvimento do mercado de capitais. Chediak considera que é louvável a posição do regulador estatal que evita elaborar normas mais detalhadas, que podem ficar rapidamente ultrapassadas e merecer atualizações frequentes⁶⁴. Concorde-se com essa afirmação, porém, destaca-se a importância de limites serem impostos às entidades autorreguladoras no intuito de evitar distorções e conflitos de interesses entre autorreguladores e regulados⁶⁵.

O presente estudo analisa o mercado de acesso brasileiro de forma a identificar possíveis entraves ao seu desenvolvimento, principalmente no que tange às normas que não consideram as peculiaridades das pequenas e médias empresas.

De início, importa que as razões pelas quais o mercado de acesso não se desenvolve no Brasil não se limitam aos aspectos autorregulatórios. Comumente, as discussões em torno do acesso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais limitam-se às regras de funcionamento do Bovespa Mais e do Bovespa Mais Nível 2 definidas nos regulamentos elaborados pela B3 e aprovados pela CVM. Diferentemente, propõe-se aqui um debate mais abrangente, uma vez que também são visualizados entraves na Lei n.º. 6.404/1976 e nas instruções da CVM, as quais sinalizam uma excessiva intervenção do Estado na disciplina do mercado de capitais, a qual geralmente está fundamentada na necessidade de tutelar o público investidor e de garantir o funcionamento eficiente do mercado através da divulgação de informações necessárias à tomada de decisão (*full disclosure*)⁶⁶.

Diante dessa constatação, a presente pesquisa não se restringe às alterações nos regulamentos dos mercados de acesso da B3. Ela também analisa a lei societária e propõe alterações nas instruções da CVM, de modo a tornar a estrutura jurídica mais adequada às

⁶⁴ CHEDIAK, *Regulação e autorregulação*, 2017, p. 186.

⁶⁵ Com esse escopo, a ICVM n.º. 461/2007 impõe algumas exigências relativas à composição e ao funcionamento das entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários.

⁶⁶ HUDSON sintetiza o propósito da regulação do mercado de capitais: “*The regulation of securities markets is in fact the regulation of information. Securities markets are ‘markets’ in that the participants in those market are required to make their own choices about their investments; no regulator promises to protect them from their own stupidity nor their own bad luck. However, there is a problem in financial markets in that some investors clearly have more expertise, better information and a stronger bargaining position than others. An investment bank is better able to make investment decision than ordinary member of public with no experience of financial market. Therefore, the role of securities regulation is to ensure that all market participants have access to the same base level of information; and it is also ensure that when an expert deals with an inexpert investor that expert must deal with that inexpert investor appropriately by providing her with suitable information and explaining all of the risks which such a person would need to understand. There is no promise that the inexpert investor will be protected from loss. All that is promised is that the inexpert investor will be given the information necessary to make her own informed choices*” (HUDSON, *The Law and Regulation of Finance*, 2013, p. 1101)

demandas e ao contexto econômico do país, sem, no entanto, desconsiderar as regras protetivas aos direitos dos investidores e ao regular funcionamento do mercado de capitais.

Todavia, tem-se ciência que meras alterações nas normas que disciplinam o mercado de capitais brasileiro não são, por si só, indutoras de seu desenvolvimento. Gleizer aponta que o contexto macroeconômico do Brasil justificava em grande parte o cenário do mercado de capitais no país⁶⁷. Não se refuta essa ideia, porém, defende-se que mudanças regulatórias podem contribuir significativamente para o aprimoramento do mercado de capitais, não sendo necessário (e apropriado) aguardar a melhora de fatores econômicos para se discutir aspectos normativos que já foram identificados como prejudiciais ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e, mais especificamente, ao mercado de acesso⁶⁸.

1.3 Importância das pequenas e médias empresas para a economia do país

Antes de adentrar na questão proposta, importa destacar qual será o conceito de pequena e média empresa adotado ao longo deste estudo, já que tal definição pode derivar de vários critérios, como, por exemplo, número de empregados, valor de faturamento, capital social, patrimônio líquido e valor de mercado⁶⁹.

⁶⁷ “Países que participaram de processos de integração a blocos econômicos multinacionais se beneficiaram de inúmeras formas do cumprimento de critérios macroeconômicos de convergência, uma vez que a adesão a esses critérios acelerou a queda do risco-país. Isso foi bastante claro no caso da Polônia e importante no caso do México. A diferença entre nosso desempenho macroeconômico e o dos países estudados [*], explicitada pelo fato de ainda não recebermos a graduação de investimento, parece explicar boa parte do nosso insucesso no desenvolvimento do mercado de capitais. Assim, apesar de reconhecer a importância da adoção de um ordenamento jurídico adequado, creio que questões macroeconômicas ajudam a explicar parte do resultado observado.” (GLEIZER, *O mercado de capitais: lições da experiência internacional*, 2007, p. 177). * O autor fez referência ao artigo de Ana Novaes (“Mercado de Capitais: lições da experiência internacional”) publicado na mesma obra coletiva, no qual ela apresenta a evolução dos mercados do Chile, México, África do Sul, Polônia e Tailândia.

⁶⁸ Nesse sentido: “*While capital market development depends on many factors including, primarily, a favourable 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 size enterprises. [...] Economic growth is facilitated when the market operates under laws, regulation and supervision that cater to its current and future stages of development. Issuers and investors have more confidence in raising and investing funds in the equity market when the legal, regulatory and supervisory framework promotes new issues and, at the same time, provides adequate mechanisms for protecting investors*” (FRIEDMAN & GROSE, *Promoting Access to Primary Equity Markets: A Legal and Regulatory Approach*, 2006).

⁶⁹ No relatório publicado em 2018, a WFE destacou, a ausência de um conceito uniforme para as pequenas e médias empresas: “*While the term ‘SME’ is widely-used, as noted in previous research, there is no globally consistent definition of an SME, either at a market level or at a national level. National definitions typically refer to number of employees and/or turnover. To the extent that they have a specific SME definition, exchanges use a market-linked figure (though often to set a lower, rather than an upper threshold), while others simply define SMEs by reference to business characteristics (covered in more detail later in the report). Partly as a result of these differences in approach, the size of companies listed on SME markets (as measured by market capitalisation) can vary quite dramatically across markets, with*

A Lei Complementar nº. 123/2006 e o Serviço Brasileiro de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (SEBRAE)⁷⁰ consideram empresas de pequeno porte aquelas que obtenham receita bruta anual superior a R\$360 mil e igual ou inferior a R\$ 4,8 milhões⁷¹. Critério semelhante é adotado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), porém a instituição acrescenta à classificação parâmetros para definição de média empresa (receita bruta anual maior que R\$4,8 milhões – e menor ou igual a R\$300 milhões) e grande empresa (receita bruta anual maior que R\$300 milhões).

Já para os fins da Lei nº. 13.043/2014, são consideradas pequenas e médias empresas aquelas que, dentre outros requisitos, tenham valor de mercado inferior a R\$700 milhões e receita bruta anual inferior a R\$500 milhões⁷².

Por outro lado, de acordo com a ICVM nº. 588/2017, que dispõe sobre a captação de recursos por meio de plataformas eletrônicas de investimentos participativo (*crowdfunding*), empresas de pequeno porte são aquelas com receita bruta anual de até R\$10 milhões apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM⁷³. Já a ICVM nº. 578/2016, que dispõe sobre Fundos de Investimento em Participações (FIP), considera “empresas emergentes” aquelas com receita bruta anual de até R\$300 milhões, apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos três exercícios sociais⁷⁴.

É possível notar que todas as classificações mencionadas se baseiam em critérios quantitativos. Todavia, há outros parâmetros que podem orientar as distinções entre as sociedades. Por exemplo, Churchill & Lewis⁷⁵ definiram cinco estágios da sociedade (existência, sobrevivência, sucesso, decolagem e maturidade) através de características, como:

some SME boards featuring relatively big companies among their listings” (WFE, *An overview of WFE SME Markets*. 2018).

⁷⁰ Cf. Art. 3º, LC nº. 123/2006.

⁷¹ Cf. SEBRAE, *Perfis das microempresas e empresas de pequeno porte*, 2018.

⁷² Cf. Art. 16, Lei nº. 13.043/2014.

⁷³ Cf. Art. 2º, inc. III, ICVM nº. 588/2017. No Edital de Audiência Pública SDM nº. 02/2020 foi proposto que o valor máximo da receita bruta anual fosse alterado para R\$ 30 milhões. Conforme alegado pela CVM o aumento estaria “ao encontro da experiência prática da maior parte das plataformas e de seu relato de que tal limite é o mais restritivo e desafiador no sentido de captar empresas consideradas mais atrativas, principalmente nas ofertas relacionadas a empreendimentos imobiliários” (CVM, *Edital de Audiência Pública SDM nº. 02/2020*, 2020). O prazo para manifestações encerra no dia 24/06/2020.

⁷⁴ Cf. Art. 16, inc. I, ICVM nº. 578/2016.

⁷⁵ Os parágrafos a seguir são baseados no estudo de CHURCHILL & LEWIS, *The five stages of small business growth* (1987). Tal estudo foi revisitado por SCOTT & BRUCE, os quais defenderam que a mudança de um estágio para outro requer a vivência de uma crise no negócio. Cf. SCOTT & BRUCE, *Five Stages of Growth in Small Business*, 1987.

a diversidade e complexidade do negócio, o estilo gerencial, a estrutura organizacional, a extensão dos sistemas formais, os objetivos estratégicos, o envolvimento do proprietário no negócio, dentre outras.

Segundo os autores, no estágio I (existência), a principal dificuldade vivenciada pela sociedade é encontrar um número satisfatório de clientes e conseguir entregar o produto ou serviço contratado. A atividade é desempenhada com uma estrutura bastante simples baseada na atuação direta do proprietário. Os procedimentos formais são mínimos ou até mesmo inexistentes e a estratégia empresarial é simplesmente fazer a sociedade permanecer viva. Os recursos provêm do próprio empreendedor, parentes e amigos. Muitas sociedades que se encontram nesse estágio não obtêm aceitação do cliente ou não possuem a capacidade de se manterem viáveis. Nesses casos, os proprietários encerram o negócio quando o capital inicial acaba ou o vendem pelo valor do ativo. As sociedades que permanecem operantes progridem para o estágio II (sobrevivência).

Nesse próximo estágio, o produto ou o serviço já foi aceito pelo público e a preocupação é transferida para a manutenção do fluxo de caixa necessário para a realização de suas atividades. A organização ainda é simples, mas há presença de um número limitado de funcionários supervisionados por um gerente de vendas ou um supervisor geral, os quais não são responsáveis pelas decisões mais importantes, que permanecem sob a escolha dos proprietários. O empreendimento pode crescer em tamanho e lucratividade e passar para o estágio III (sucesso), no qual o proprietário busca manter o negócio estável e rentável, mas já se observa que a atividade atingiu a saúde econômica, tem tamanho suficiente para penetrar no mercado e obter lucros médios ou acima da média. Geralmente, a atividade é conduzida por funcionários mais qualificados, sendo visível a delegação das funções pelos proprietários. Além disso, as atividades seguem procedimentos formalizados e a estrutura começa a ter certo grau de complexidade.

Churchill & Lewis destacam que no estágio III há dois caminhos distintos: (i) a sociedade pode manter-se indefinidamente nesta fase sem maiores ambições; ou (ii) preparar-se para o seu crescimento. Nessa segunda hipótese, o financiamento da atividade por meio de capital próprio ou de terceiro é elementar e dentre as tarefas importantes estão certificar-se de que o negócio permaneça lucrativo e encontrar gestores focados no futuro da empresa e não em sua condição atual. Os sistemas também devem ser implementados com atenção às necessidades de longo prazo e os planejamentos operacionais e estratégicos têm grande

envolvimento do proprietário, que passa a ser mais ativo para garantir a transição com sucesso para o estágio IV (decolagem).

Nesse estágio, as dificuldades da sociedade estão relacionadas, basicamente a dois itens: financiamento da atividade e desenvolvimento da gestão do negócio, sendo muito frequente o fracasso porque a sociedade cresceu muito rápido, mas não teve formas de manter a saúde financeira por falta de recursos, ou porque os proprietários não foram capazes de delegar com eficiência suas funções de administração do negócio. As sociedades que conseguem financiamento e estabelecer gestão eficaz de seus projetos passarão ao quinto e último estágio (maturidade).

No estágio V, as maiores preocupações são, primeiro, a consolidação e o controle dos ganhos financeiros auferidos pelo crescimento e, segundo, a retenção das vantagens do negócio menor, como a flexibilidade e o espírito empreendedor. A sociedade deve expandir a força administrativa com rapidez suficiente para eliminar as ineficiências que o crescimento pode produzir e profissionalizar a empresa usando ferramentas como controle de custos, planejamento estratégico, gerenciamento por objetivos, isso tudo sem sufocar suas qualidades empreendedoras. Ademais, nesse estágio, a gestão da sociedade é descentralizada, com pessoal altamente experiente, havendo maior separação entre propriedade e gestão.

Os autores destacam, por fim, a necessidade de as sociedades buscarem reinventar seus negócios para não se manterem engessadas no modelo passado de suas atividades. Sociedades que não apresentam essa característica acabam não se adaptando às mudanças e são compradas, geralmente, pelos próprios concorrentes.

O foco do presente trabalho são aquelas sociedades que, conforme o estudo elaborado por Churchill & Lewis, estão nos estágios III (sucesso) e IV (decolagem), isto é, possuem viabilidade e saúde financeira, já causam impactos positivos na população, recolhem montante significativo de tributos, empregam volume relevante de pessoas, mas que encontram dificuldades em crescer justamente por enfrentarem obstáculos atreladas ao financiamento de sua atividade.

No entanto, por mais que o estudo sintetizado acima seja relevante para compreender a evolução dos estágios da sociedade, é imprescindível estabelecer um critério quantitativo⁷⁶ (o qual é aferido de maneira mais simples e objetiva) para enquadramento das sociedades na

⁷⁶ “According to the United Nation Industrial Development Organisation (UNIDO), the definition of SMEs is a significant issue for policy development and implementation and depends primarily on the purpose of the classification. For the purposes of policy development, UNIDO generally advises countries to take into account the quantitative and qualitative indicators for SME definition” (IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015, p. 4).

definição de pequenas e médias empresas. Talvez essa definição seja a tarefa mais difícil deste trabalho, já que a adoção de um critério equivocada pode afetar a incidência das flexibilizações recomendadas ao regime societário das companhias abertas e a proposta de reestruturação do mercado de acesso. Em função da necessidade de estudos técnicos mais aprofundados para definição dos valores de classificação da pequena e média empresa no contexto do mercado de acesso, restringir-se-á aqui a apontar a estratégia julgada mais adequada para definição da métrica. Ressalta-se a importância de conduzir, neste caso, a análise de impactos regulatórios em consonância com o art. 5º, da Lei nº. 13.874/2019 – Declaração de Direitos de Liberdade Econômica – e do Decreto nº. 10.411/2020.

Dito isso, sugere-se que sejam adotados critérios que permitam uma certa flexibilidade e que, portanto, considerem as peculiaridades de diferentes setores econômicos. Tendo em vista a maturidade das discussões no âmbito do Direito Europeu, defende-se a adoção de critérios semelhantes aos adotados pela União Europeia⁷⁷.

Conforme a *Prospectus Regulation* do Parlamento Europeu e do Conselho, as pequenas e médias empresas são aquelas que apresentam pelo menos dois dos três requisitos a seguir: (i) média de funcionários durante o exercício inferior a 250; (ii) patrimônio de, no máximo, €43 milhões; e (iii) faturamento líquido anual de, no máximo, €50 milhões⁷⁸ (recomenda-se a substituição do faturamento pela receita; adicionalmente, comumente, os critérios para definição de pequenas e médias empresas no Brasil são focados em receita bruta, todavia entende-se que, teoricamente, a receita líquida é um indicador mais adequado, já que traz uma visão mais apurada da situação financeira da sociedade – reconhece-se, porém, a dificuldade prática para a aplicação desse indicador).

Ao elencar três critérios, mas exigir somente o preenchimento de dois deles, a norma permite maior abrangência do conceito e abarca sociedades que carecem de menor ônus regulatório para poderem acessar o mercado de capitais.

A *Prospectus Regulation* também considera pequenas e médias empresas aquelas que possuem média de valor de mercado inferior a €200 milhões⁷⁹. Sugere-se, então, que, assim como é feito no Direito Europeu, exista duas formas de se verificar o enquadramento de uma

⁷⁷ Isto não significa que o critério adotado está isento de críticas. O resultado da consulta pública, realizada em 2018, pela Comissão Europeia, demonstra como a definição de pequena e média empresa também é alvo de debates no âmbito do mercado europeu. Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Public consultation – Feedback statement: Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2018.

⁷⁸ Cf. Art. 2º(f), *Prospectus Regulation*.

⁷⁹ Cf. Art. 2º(f), *Prospectus Regulation*; Art. 4º(1)(13), MiFID II; Art. 77º, Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

sociedade no conceito de pequena e média empresa: uma que analisa o preenchimento de dois fatores em uma lista de três (número de funcionários, patrimônio e receita bruta) e outra que considere somente o valor de mercado da companhia.

Destaca-se, todavia, que a Europa tem uma realidade econômica bastante distinta do Brasil, logo a mera conversão do Euro para o Real não é adequada, sendo necessário um estudo minucioso sobre os valores limites para cada critério adotado⁸⁰.

Adicionalmente, considera-se necessário: (i) alinhar os parâmetros definidos para fins de captação de recursos e para acesso ao mercado de capitais com outros diplomas normativos que tenham o escopo semelhante (por exemplo, instrução da CVM que dispõe sobre fundos de investimentos em participações); e (ii) estabelecer critérios para revisão constante dos valores fixados, de modo a não os tornar defasados com o passar do tempo. Em razão da complexidade do tema, recomenda-se que a CVM convoque os participantes do mercado para discutir os critérios quantitativos para enquadramento das pequenas e médias empresas (bem como os parâmetros para atualização) no âmbito da audiência pública para elaboração da norma.

Feitas essas considerações, passa-se à análise da importância das pequenas e médias empresas para a economia do país, cabendo destacar que, ao focar na relevância das sociedades de menor porte, não há a intenção de preterir as grandes companhias. Indubitavelmente, ambas desempenham funções relevantes e devem ter suas atividades estimuladas. Opta-se em apresentar tão somente a importância das pequenas e médias empresas, pois são essas que enfrentam maiores barreiras para se consolidarem e se perpetuarem.

De maneira geral, as sociedades de menor porte são concebidas como propulsoras da economia⁸¹. Isso porque, não obstante as divergências sobre o tema⁸², as pequenas e médias

⁸⁰ ARDIC; MYLENKO & SALTANE abordaram os prejuízos decorrentes da falta de uniformização do conceito de pequenas e médias empresas: “*The lack of consistent indicators restricts extensive cross-country analyses of SME lending. Most countries either do not collect data on SME lending or do so on an ad hoc basis. Even when SME data are available, it is extremely difficult to perform a cross-country analysis in the absence of a standard definition as to what constitutes an SME. Though SMEs are commonly defined as registered businesses with less than 250 employees (IFC, 2009), the definition still varies from country to country and even from bank to bank. In this respect, an OECD conference on SMEs in 2004 made two key policy recommendations to both member and non-member economies: (i) develop greater international comparability of SME statistics, and (ii) develop a common definition of an SME. Without reliable SME data, it is difficult for policy makers to implement programs aimed at expanding and strengthening the SME sector*” (ARDIC; MYLENKO & SALTANE, *Small and Medium Enterprises: A Cross-Country Analysis with a New Data Set*, 2011).

⁸¹ Cf. IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015.

⁸² Cf. DAVIS, HALTIWANGER & SCHUH, *Small Business and Job Creation: Dissecting the Myth and Reassessing the Facts*, 1996; AYYAGARI, DEMIRGUC-KUNT, & MAKSIMOVIC, *Small vs. Young Firms across the World: Contribution to Employment, Job Creation, and Growth*, 2011; AYYAGARI, DEMIRGUC-KUNT & MAKSIMOVIC, *Who creates jobs in developing countries?*, 2014

empresas possuem elevado potencial de geração de empregos⁸³ e são fontes de inovação, contribuindo para o desenvolvimento do empreendedorismo no país. Enquanto as sociedades de maior porte possuem mais recursos materiais e humanos para desenvolverem novos projetos e mitigarem os riscos atrelados a eles⁸⁴, as pequenas e médias empresas possuem mais incentivos para se diferenciarem no mercado e alcançarem novos consumidores⁸⁵⁻⁸⁶. Adicionalmente, as sociedades de menor porte enfrentam menor burocracia para implementarem suas decisões e possuem mais agilidade para reagirem às mudanças do mercado⁸⁷.

As pequenas e médias empresas ainda promovem mudanças no mercado que não seriam proporcionadas pelas grandes empresas⁸⁸ e estimulam o desenvolvimento regional, localizando-se em áreas menos desenvolvidas, criando mercado consumidor e atraindo melhorias de infraestrutura (estradas, saneamento básico, escolas, hospitais e outros serviços públicos e privados). Por fim, as pequenas e médias empresas, quando conseguem superar as crises e desafios atrelados ao seu crescimento, tornam-se grandes companhias, as quais podem realizar projetos maiores e atrair investimento externo, gerando, dessa forma, um ciclo virtuoso de expansão da atividade empresária.

Por todas as características mencionadas, as pequenas e médias empresas podem impactar positivamente os índices macroeconômicos (PIB, renda per capita, empregabilidade,

⁸³ TEITZ, *Planning for Local Economic Development: The Role of Small Business*, 1987, p. 13.

⁸⁴ VOSSEN, *Combining small and large firm advantages in innovation: Theory and examples*, 1998, p. 5.
⁸⁵ Cf. VOSSEN, *Combining small and large firm advantages in innovation: Theory and examples*, 1998.

⁸⁶ EDMISTON defende que: “Both small and large firms make significant innovations, and both types of firms are critical to the success of today’s economy”. Contudo, destaca a participação das pequenas e médias empresas no desenvolvimento de um setor específico: “Perhaps the industry with the greatest history of innovations by lone entrepreneurs and small businesses is the computer industry. The consensus first personal computer, the MITS’ Altair (1975), and the first personal computer as we know them today, the Apple II, were developed and marketed by what were, at the time, very small businesses. The first software written specifically for the personal computer (BASIC) was developed and marketed by Paul Allen and Bill Gates as part of a small business, Traf-O-Data, which would later evolve into Microsoft (1975). The PC era arguably would have been substantially delayed if not for entrepreneurs starting small businesses. The large computer companies seemed to have little initial interest in personal computers. Hewlett-Packard, for example, rejected as nonviable the first Apple computer when it was developed by employee Steve Wozniak in 1976. It was the rapid sales of the Apple II that spawned development of IBM’s PC, which was not introduced until 1981. Xerox rejected a proposal in 1971 to design a “portable” computer and rejected multiple proposals in 1976 to market its personal computer, Alto, which was designed in the early 1970s for research use. Clearly, many of the great innovations in this industry were made by lone entrepreneurs and small businesses” (EDMISTON, *The Role of Small and Large Businesses in Economic Development*, 2007, p. 89).

⁸⁷ Cf. ADVISORY COMMITTEE ON SMALLER PUBLIC COMPANIES, *Final Report*, 2006).

⁸⁸ ACS, *Small Business Economics: A Global Perspective*, 1992, p. 39.

etc.) e viabilizar o desenvolvimento econômico no país⁸⁹, merecendo, dessa forma, um olhar diferenciado do legislador para que consolidem suas atividades e se desenvolvam.

Essas percepções estão acolhidas no ordenamento jurídico brasileiro, uma vez que a Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB/1988) impõe “tratamento favorecido para as empresas de pequeno e médio porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no país”⁹⁰ e determina que as microempresas e as empresas de pequeno porte, assim definidas em lei, tenham suas obrigações administrativas, tributárias, previdenciárias e creditícias dispensadas, reduzidas ou eliminadas por meio de lei⁹¹. Todavia, não obstante algumas concessões já existentes (como aquelas disciplinadas pela Lei Complementar n.º 123/2006), o mercado de capitais brasileiro ainda é marcado por um regime discriminatório e excludente, voltado apenas às sociedades empresárias que já atingiram determinado grau de maturação e que, portanto, conseguem cumprir integralmente com as observâncias legais e regulatórias impostas⁹².

Ademais, importa que os descontos regulatórios aplicáveis às pequenas e médias empresas não se justificam somente nas externalidades positivas proporcionadas por elas (como as já mencionadas anteriormente). A regulação (seja ela em qualquer setor), somente se justifica quando seus benefícios ultrapassam os custos para que seja cumprida e, conforme aponta Bradford, “*because of fixed compliance costs and economies of scale, size matters in government regulation*”⁹³.

Nesse sentido, destaca-se estudo de Schwartz⁹⁴. Ao analisar os custos e os benefícios marginais da regulação do mercado de capitais, o autor concluiu que a atribuição de um regime regulatório mais flexível às pequenas e médias empresas é adequado, visto que o benefício de uma regulamentação mais rigorosa ou abrangente não necessariamente é acompanhada por benefícios adicionais quando aplicada às companhias de menor porte⁹⁵. Em sua visão, se uma determinada norma não traz consigo benefícios, ela imprime somente custos, não havendo, pois, razão de existir. Como exemplo, o autor destacou as discussões em torno da criação de regras de *disclosure*, geralmente instituídas com a finalidade de proteger investidores de varejo.

⁸⁹ Nota-se que a relevância das pequenas e médias empresas ocorre em escala global, não se limitando aos países de economia emergente, como o Brasil, cf. WFE, *SME Financing and Equity Markets*, 2017.

⁹⁰ Cf. Art. 170, inc. IX, CRFB/1988.

⁹¹ Cf. Art. 179, CRFB/1988.

⁹² PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 97.

⁹³ BRADFORD, *Does Size Matter? An Economic Analysis of Small Business Exemptions from Regulation*, 2004, p. 5.

⁹⁴ SCHWARTZ, *The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation*, 2014, p. 387.

⁹⁵ Cf. SCHWARTZ, *The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation*, 2014.

Conforme explica Schwartz, investidores sofisticados tomam suas decisões de vender, comprar ou manter valores mobiliários com base em análise e processamento das informações disponibilizadas ao público, ao passo que os investidores de varejo (importantes na base acionária das companhias de menor porte e potenciais alvos das normas adicionais de *disclosure*) tendem a atuar como *free-riders* e a se beneficiarem da análise e dos esforços empreendidos pelos investidores qualificados e profissionais⁹⁶. Dessa forma, o autor ressalta que normas adicionais voltadas ao aumento de *disclosure* podem não maximizar a proteção dos investidores de varejo, já que esses operam conforme as movimentações dos investidores sofisticados, os quais, em razão da *expertise* do mercado, já estariam abrangidos pelas normas existentes. Sob essa ótica, normas adicionais de *disclosure* trariam custos às companhias que não seriam acompanhados por benefícios correlatos⁹⁷⁻⁹⁸.

Em outro exemplo, Schwartz destaca que a regulação de grandes companhias tem como uma das finalidades a mitigação de riscos sistêmicos, visto que falhas em uma grande corporação poderia gerar externalidades negativas em escala (como foi o caso da quebra da Eron, que colocou em dúvida a credibilidade do mercado de capitais estadunidense naquele momento). Segundo o autor, esse efeito (mitigação dos riscos sistêmicos) não seria visível na regulação das companhias de menor porte e, por isso, os benefícios marginais alcançados pela regulação das companhias maiores seriam mais amplos do que aqueles produzidos pela aplicação das mesmas regras às companhias menores. Dessa forma, tal fato também justificaria uma diferenciação entre a regulação atribuída às grandes companhias e as companhias de menor porte⁹⁹.

Partindo, então, dessa premissa (de que há benefícios atrelados à regulação escalonada baseada no porte das companhias, conforme estudo de Schwartz), a presente tese propõe a reestruturação do mercado de acesso para que essas sociedades tenham suas peculiaridades consideradas por meio da concessão de um regime regulatório mais flexível. Dito isso, é notório que esse estudo se desenvolve pela noção da desregulamentação do mercado de capitais em relação às companhias de menor porte.

Por fim, defende-se que a elaboração de mecanismos flexíveis que permitam a inserção e manutenção das pequenas e médias empresas no mercado de capitais brasileiro não é benéfica somente às sociedades que passarão a ter formas facilitadas de financiamento de suas atividades

⁹⁶ SCHWARTZ, *The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation*, 2014, p. 377.

⁹⁷ SCHWARTZ, *The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation*, 2014, p. 377.

⁹⁸ Sobre os efeitos do excesso de informação na tomada de decisão dos investidores, cf. PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 122-128.

⁹⁹ SCHWARTZ, *The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation*, 2014, p. 369.

produtivas, mas também ao próprio mercado, que poderá contar com maior número de companhias listadas e todas as vantagens decorrentes desse fato¹⁰⁰.

¹⁰⁰ Como exemplo, cita-se lição de Novaes: “O aumento do número de empresas negociadas é fundamental para criar liquidez e diminuir o custo de capital das empresas. Ofertas Iniciais de sucesso atraem capital e favorecem a listagem de novas empresas no mercado” (NOVAES, *Mercado de Capitais: lições da experiência internacional*, 2007, p. 44).
“*For less developed markets, the focus is still on forming the critical mass such as increasing the number of listed companies. For such markets, the lack of listed companies on the exchange has adversely impacted liquidity*” (IOSCO, *Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets*, 2007, p. 33).

CAPÍTULO II: A situação-problema da pesquisa

Apesar da existência de inúmeros meios de financiamento da atividade empresarial e as medidas governamentais implementadas nos últimos anos para aprimorá-los, as pequenas e médias empresas ainda vivenciam momentos de restrição de crédito, fazendo com que elas tenham seus projetos de expansão atrasados ou até mesmo sejam compelidas a encerrar suas atividades. O desenvolvimento de mecanismos de acesso ao mercado de capitais é comumente destacado como uma alternativa para a solução do problema¹⁰¹, já que através dele as companhias podem captar recursos mediante a emissão de valores mobiliários.

Diante dessa consideração, a presente pesquisa avalia possíveis alterações normativas de maneira a fomentar a inserção das pequenas e médias empresas no mercado de capitais brasileiro e o financiamento da atividade produtiva. Para tal, faz-se necessário compreender os desafios atrelados à captação de recursos, bem como os obstáculos para a listagem no Bovespa Mais e no Bovespa Mais Nível 2, segmentos da bolsa de valores voltados às sociedades de menor porte que foram criados com o intuito de permitir o acesso dessas companhias ao mercado, mas que, como se verá, não cumpriram totalmente com esse objetivo.

2.1 O financiamento da atividade empresarial: desafios para as pequenas e médias empresas

A expansão ou continuidade de projetos empresariais requer, em regra, a captação de novos recursos, a qual pode se dar através de várias opções a depender do estágio de desenvolvimento em que a sociedade se encontra¹⁰².

¹⁰¹ Esse diagnóstico não é aplicável somente ao Brasil, cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento sobre o financiamento a longo prazo da economia europeia*, 2014; OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015; OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2019: An OECD scoreboard*, 2019.

¹⁰² Alguns pesquisadores defendem que as sociedades tendem a seguir uma ordem na captação de recursos, estando essas teses compreendidas no modelo denominado *pecking order*: “O modelo da pecking order sugere que quando uma companhia está procurando financiar seus investimentos de longo prazo, ela tem uma ordem bem definida de preferência com relação às fontes de financiamento. A primeira preferência é a fonte interna de capital (reinvestimento de lucro). Se o reinvestimento de lucro não for suficiente, a preferência recairá sobre capital de terceiros. Após esgotadas as duas fontes acima, a última e menos preferida fonte de financiamento é a fonte externa de capital próprio (ordinariamente através de aumento de capital social mediante subscrição de ações)” (ROSMAN & FERNANDES, *Financiamento da companhia e estrutura de capital*, 2016, p. 239). A respeito da *Pecking-order Theory*, cf. MYER, *The Capital Structure Puzzle*, 1984; MYERS & MAJLUF, *Corporate Finance and investment decisions when firms have information that investors do not have*, 1984. Para uma breve abordagem de outros modelos de estrutura de capital (*trade-off* e *market timing*), cf. ROSMAN & FERNANDES, *Financiamento da companhia e estrutura de capital*, 2016. Para uma síntese sobre a relação entre as modalidades de

As sociedades empresárias começam suas atividades através do aporte de capital dos sócios fundadores idealizadores do negócio, seus familiares e amigos (*Founders, Family & Friends – FFF*), sendo comum a utilização posterior do próprio lucro apurado na atividade que, ao invés de ser distribuído aos detentores de participação sob a forma de dividendos ou juros sob capital próprio, é retido na sociedade e reinvestido em seus projetos. Também é bastante recorrente a obtenção de crédito bancário junto às instituições financeiras e ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), importante agente financiador da atividade produtiva¹⁰³.

A sociedade pode ainda atrair novos sócios, dentre os quais se destacam os investidores anjos, de *venture capital* ou *private equity*, que buscam investir em sociedades com alto potencial de crescimento mediante a aquisição de participação societária. Além da captação via emissão de ações ou quotas, é possível o financiamento através de outras modalidades de ativos financeiros, como as debêntures¹⁰⁴, as notas promissórias ou de títulos conversíveis em participação (mútuos conversíveis)¹⁰⁵. A depender do volume financeiro almejado, as plataformas de financiamento coletivo (*crowdfunding*) podem despontar como alternativa, seja para captação via emissão de títulos de participação (*equity*) ou de dívida (*debt*).

Para aquelas sociedades em estágios mais evoluídos, é possível, caso queiram¹⁰⁶, a captação de recursos através de ofertas de valores mobiliários, sendo a abertura de capital (*inicial public offer – IPO*) vantajosa não somente do ponto de vista da obtenção de financiamento. Dentre os vários benefícios apontados pela doutrina¹⁰⁷, destacam-se a melhora

financiamento e o estágio de desenvolvimento da sociedade, cf. *IOSCO, SME Financing through Capital Markets*, 2015, p 12-15.

¹⁰³ Este tema será abordado no tópico 5.3.2.2.3 deste trabalho.

¹⁰⁴ Destaca-se que: “As debêntures são os instrumentos de dívida mais relevantes do mercado de capitais, do ponto de vista de volume financeiro. [...] as debêntures representaram 63% do montante total captado entre 2011 e 2018 e as notas promissórias ocupam a segunda posição com 15%. Apesar do expressivo crescimento dos CRA, estes ainda representam uma parcela modesta do mercado de dívida privada (4%)” (CVM, *O mercado de dívida comportativa no Brasil: uma análise dos seus desafios e propostas para o seu desenvolvimento*, 2019).

¹⁰⁵ Cf. CORRÊA, J. S. *Breves apontamentos sobre o financiamento privado da startup*, 2018, p. 615–631.

¹⁰⁶ Conforme ensinam PAGANO, PANETTA & ZINGALES, a abertura de capital não é um estágio que todas as companhias atingem, ela é uma escolha (PAGANO, PANETTA, & ZINGALES, *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, 1995). Para um estudo sobre a decisão de realizar o IPO, cf. BRAU & FAWCETT, *Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*, 2006.

¹⁰⁷ “Exchanges can also offer SMEs with a variety of services other than the venue for the trading of their securities. For instance, they can connect SMEs to different types of investors (such as angel investors, VC and private equity) and help them gain access to ancillary professional services, such as stakeholder coordination and management, due diligence and prospectus writing, investment case development, IPO roadshow support and financial PR and marketing services. The exchange can also connect companies to professional services such as accountants and legal advisors, which can increase the quality of their financial reporting, thus also supporting investors considering the investment in SMEs” (OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015). Para

na governança corporativa, a aquisição de vantagem competitiva e prestígio no mercado, a melhora na estrutura de capital mediante redução do custo de dívidas¹⁰⁸ e facilidade na captação futura de recursos¹⁰⁹, aumento da liquidez das ações e maior visibilidade da companhia através da cobertura dos analistas de mercado¹¹⁰.

Diante de todas as possibilidades para o financiamento da atividade produtiva, muito se tem estudado acerca da estrutura de capital das sociedades e dos critérios que direcionam suas escolhas¹¹¹. Por exemplo, a utilização de capital próprio (e.g. emissão de ações) é benéfica na medida em que não existirão juros atrelados ao financiamento; o recurso aportado, salvo exceções, não precisará ser devolvido e a companhia possuirá maior estabilidade financeira, preservando sua capacidade futura de endividamento¹¹². No entanto, o ingresso de novos sócios pode impactar o controle da sociedade, afetar a administração do negócio e criar situações de conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários¹¹³. A utilização de capital de terceiros (e.g. emissão de debêntures), por sua vez, apesar de não modificar o quadro societário, gerará juros que podem impactar o fluxo de caixa da sociedade, alterar sua classificação de risco e aumentar os custos de agência entre acionistas e credores¹¹⁴.

A decisão por qual tipo de financiamento a sociedade recorrerá é financeira e estratégica dependendo, portanto, da análise de vários fatores, dentre os quais o custo do capital, a finalidade visada pelos empreendedores e o contexto de mercado, sendo recorrente a aquisição de recursos por várias vias simultaneamente¹¹⁵.

uma melhor compreensão das vantagens (e desvantagens) da abertura de capital, cf. PAGANO, PANETTA & ZINGALES, *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, 1995.

¹⁰⁸ “Existem várias evidências de que as companhias abertas tem custo de dívida inferior aos das empresas fechadas, constituindo fator favorável à decisão de abertura de capital das empresas [...] Verifica-se que o custo médio do exigível financeiro (passivo oneroso) das companhias abertas é consistentemente menor que o das empresas fechadas. Além de reduzir o custo de capital de terceiros esse diferencial de custo permite às empresas abertas auferir os benefícios de um maior nível de alavancagem financeira e elevar a taxa de retorno do capital próprio” (ROCCA & SANTOS JR., *Como universalizar o uso do mercado de capitais pelas empresas do país*, 2016, p. 329).

¹⁰⁹ Cf. WFE, *SME Financing and Equity Markets*, 2017.

¹¹⁰ O IPO também é um importante componente da economia: “By meeting the capital needs of emerging companies, production capacity is expanded, significant numbers of new jobs are created, and the continued expansion of the economy is fuelled by IPOs” (COX, HILLMAN & LANGEVOORT, *Securities regulation: cases and materials*, 2013, p. 128).

¹¹¹ Cf. TITMAN & WESSELS, *The Determinants of Capital Structure Choice*, 1988.

¹¹² ROSMAN & FERNANDES, *Financiamento da companhia e estrutura de capital*, 2016, p. 246; OECD, *Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation*, 2016, p. 120.

¹¹³ Cf. ARMOUR, HANSMANN & KRAAKMAN, *Agency problems and legal strategies*, 2017.

¹¹⁴ ROSMAN & FERNANDES, *Financiamento da companhia e estrutura de capital*, 2016, p. 238.

¹¹⁵ “The cost of capital varies from company to company, and depends, amongst other considerations, on factors such as operating history, profitability and credit worthiness. In general, newer enterprises with limited operating histories will have higher costs of capital than established companies with a solid track record, since lenders and investors will demand a higher risk premium for the newcomers. Every company has to chart out its game plan for financing its business at an early stage. The cost of capital thus becomes

A despeito das inúmeras formas de financiamento, as sociedades de menor porte enfrentam dificuldades para captar recursos necessários à consecução de seus projetos. Isso é verificado, pois em estágio inicial de desenvolvimento o financiamento está substancialmente limitado aos recursos dos sócios e à retenção dos próprios lucros. Todavia, a dependência da sociedade em relação ao seu resultado financeiro pode retardar o desenvolvimento das atividades¹¹⁶, ao passo que a alavancagem por meio de captação de recursos externos pode acelerá-lo. Sabe-se, no entanto, que o crédito bancário, que seria uma das opções, não tem atendido plenamente às demandas das pequenas e médias empresas, uma vez que, não raras vezes, são exigidas garantias excessivas e as taxas de juros atreladas aos empréstimos são elevadas, comprometendo em demasia a margem de lucro da sociedade¹¹⁷.

Pitta explica que as instituições financeiras têm reduzido cada vez mais a capacidade de concessão de crédito diante da rigidez da regulação prudencial e da exigência de imobilização de recursos para atuar preventivamente contra eventuais crises sistêmicas. Segundo o autor, especialmente após a edição do Acordo de Basileia III foi verificada redução da disponibilidade de recursos e, por conseguinte, aumento do custo do crédito na economia¹¹⁸. Nassr & Wehinger discordam. Para esses autores, a escassez de crédito para as pequenas e médias empresas não decorre do *quantum* disponível para empréstimos, mas do nível de riscos que as instituições financeiras estão dispostas a correr¹¹⁹.

a critical factor in deciding which financing track to follow – debt, equity or a combination of the two” (IOSCO, SME Financing through Capital Markets, 2015, p. 17).

¹¹⁶ Segundo AFTERMAN: “*For most business, even highly successful ones, internally generated funds alone (i.e., through retained profits) are insufficient to finance continued expansion; outside capital is often needed*” (AFTERMAN, *SEC Regulation of public companies*, 1995, p. 8).

¹¹⁷ “*Although bank funding is, and remains, a key source of funding for SMEs throughout their life cycle, it is not always sufficient or appropriate. Bank lending is often short term; and tends to be expensive with high fees and high collateral requirements due to informational asymmetries that create risks in assessing credit worthiness, low revenue per client, and the need for local presence. These collateral requirements can be difficult for SMEs to meet because they may not have enough of the conventional collateral required for bank lending. It needs to be paid back, which puts pressure on cash flows. Moreover, a sustainable business model imposes limits on an SME’s indebtedness or leverage ratio, which can constrain how much SME funding can be provided from bank loans*” (HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 15).

¹¹⁸ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 58. No mesmo sentido, IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015, p. 2. Analisando esse cenário, WEHINGER apontou: “*Banks have been lowering their high pre-crisis leverage levels and are preparing for stricter regulatory capital requirements, and in the process have been reducing their lending. With the banking sector expected to shrink considerably, other actors, especially institutional investors, and new forms of financial intermediation will have to meet the credit needs of the economy. This may not only require enhancing and enlarging the perimeter of regulatory oversight, but may also need policy incentives to encourage new forms of market based lending, especially as it concerns financing long-term investment, including infrastructure, and SMEs*” (WEHINGER, *Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing, and SME financing*, 2012).

¹¹⁹ “*Indeed, banks in most instances are not capital constrained: despite the application of stricter capital requirements (Basel III) (ADB and OECD, 2014), in the current environment of monetary expansion and*

De todo modo, seja por um argumento ou outro (ou ambos), na prática o que se verifica é um obstáculo ao financiamento bancário, sendo necessário que as sociedades menores reflitam sobre fontes alternativas de captação de recursos. Por essas razões, algumas delas buscam expandir a visibilidade de seus projetos para atrair capital por meio do mercado de valores mobiliários, via plataformas de investimentos coletivos, fundos de investimento e, dependendo do estágio da atividade, preparam-se para a abertura de capital. No entanto, apesar da evolução nas últimas décadas, o mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado acionário, foco da pesquisa, ainda é bastante direcionado às companhias de grande porte¹²⁰, desestimulando (ou até mesmo impedindo) o ingresso de sociedades menores.

Nesse sentido, sociedades que necessitam captar volumes financeiros de até R\$5 milhões¹²¹ podem, desde que atendam às exigências da norma, recorrer as plataformas de *crowdfunding*, disciplinadas pela ICVM nº. 588/2017, as quais se submetem a um regime jurídico mais adequado às peculiaridades das pequenas e médias empresas (principalmente porque a Instrução impõe reduzido ônus regulatório para a emissão de valores mobiliários através da plataforma; não há, por exemplo, a necessidade de elaboração de prospecto ou do formulário de referência). Contudo, caso uma sociedade necessite realizar uma oferta pública superior a esse montante, deverá observar às instruções da CVM nº. 400/2003 ou 476/2009 (no caso de ofertas com esforços restritos), as quais dificultam o acesso de sociedades menores ao mercado de capitais¹²².

Mas não é só. Os segmentos de acesso da B3 (Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2) não são apreciados pelo mercado, sendo percebidos como subcategorias de listagem, e o acesso

historic low cost of borrowing, many banks seem to have sufficient capital to absorb the uptake in demand one would expect as the cycle continues to improve. While not constrained in the quantum of their lending, banks are nevertheless constrained by risk considerations: the risk of IT development and expansion of innovative, creative startups is normally beyond the range of risks banks are able or willing to take" (NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 54).

¹²⁰ Um estudo realizado por Góes mostrou que um percentual relevante das sociedades entrevistadas (em sua maioria companhias fechadas) consideram que "o mercado de ações está destinado apenas a grandes empresas". Apesar de a amostra da pesquisa ser pequena, tal fato é relevante e reitera a tese de que muitas sociedades sequer cogitam abrir o capital por considerarem seu porte inadequado ao mercado de capitais brasileiro (Cf. GÓES, *Obstáculos ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações no Brasil*, p. 59).

¹²¹ Durante a Audiência Pública SDM nº 06/16, tentou-se majorar o limite máximo de captação permitido, porém a CVM entendeu que o regime de dispensa de registro "deve ser utilizado com parcimônia e que não é desejável que uma oferta pública dispensada de registro tenha um valor significativo a ponto de causar um impacto negativo no mercado e na situação financeira de inúmeros investidores de varejo". No Edital de Audiência Pública SDM nº. 02/2020, a CVM, em atendimento as manifestações realizadas quando da elaboração da ICVM nº. 588/2017, propôs que tal limite fosse majorado para R\$ 10 milhões.

¹²² Este tema será abordado no tópico 3.4.1 deste trabalho.

aos níveis diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) parece restrito às companhias que realizam ofertas públicas com grandes volumes financeiros.

Em 2005, juntamente com o lançamento do Bovespa Mais, a bolsa criou a Comissão de Listagem¹²³, que tinha como finalidade tutelar a imagem dos segmentos especiais e auxiliar o processo decisório dos pedidos de listagem mediante a elaboração de um parecer técnico. As regras de acionamento da Comissão foram reformuladas ao longo de 2014 (ano em que também foi criado o Bovespa Mais Nível 2), mantendo-se, porém, seus propósitos.

O Regulamento de Emissores da B3 (item 4.12.1) concede ao presidente da bolsa a faculdade de acionar a Comissão sempre que entender necessário para a tomada de decisão de deferimento ou indeferimento de listagem. O Manual de Emissores (item 4.3) exemplifica algumas hipóteses de acionamento, dentre as quais a formulação de pedido de listagem no Novo Mercado e no Nível 2 de governança corporativa simultaneamente à realização de oferta pública de ações inferior a R\$500 milhões.

Apesar de a B3 não considerar esse valor como mínimo necessário para realização de ofertas públicas de valores mobiliários, o mercado, incluindo os assessores jurídicos e bancos de investimentos, interpretam tal cláusula como uma sinalização da bolsa de que pedidos de ofertas menores serão analisados de forma mais criteriosa, por entender que elas deveriam ser realizadas nos segmentos de acesso da bolsa (Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2) e não nos segmentos principais (Novo Mercado e Nível 2).

O tempo necessário para a análise da oferta pela Comissão de Listagem, a incerteza do deferimento nos segmentos principais e o insucesso dos segmentos de acesso são apontados pelos profissionais que atuam no mercado (especialmente assessores jurídicos e financeiros) como elementos que desestimulam algumas companhias a formularem o pedido de listagem e a realizarem a abertura de capital¹²⁴.

Tendo em vista essa interpretação, a B3 promoveu, no início de 2019, audiências restritas com assessores legais e intermediários no intuito de discutir a interpretação dada às hipóteses de acionamento da Comissão de Listagem. Posteriormente, de modo a fomentar o mercado de capitais, bem como torná-lo mais competitivo, a B3 publicou o Ofício 151/2019 – DIE esclarecendo que o volume da oferta, por si só, não seria considerado fator suficiente para o acionamento da Comissão, deixando claro que a análise do pedido diz respeito à capacidade

¹²³ A Comissão de Listagem é um subgrupo da Câmara Consultiva de Listagem, atual Câmara Consultiva de Emissores e Estruturadores (CCEE).

¹²⁴ Essas informações foram obtidas nas Audiências Restritas realizadas pela B3 com alguns participantes do mercado em março de 2019, as quais estive presente em razão do Estágio Doutoral realizada na B3 entre janeiro e abril de 2019.

de a companhia requerente cumprir com as regras de governança corporativa exigidos pelos segmentos especiais e não apenas ao volume financeiro da oferta pública¹²⁵.

Em fevereiro de 2020, a Priner Serviços Industriais S.A (companhia que já era listada no Bovespa Mais) realizou o *IPO* no Novo Mercado com uma oferta de valores mobiliários de aproximadamente R\$200 milhões, sinalizando que o ofício poderia ter repercussões positivas em relação às ofertas menores em volume financeiro (o mercado designou essa oferta como “Mini-IPO”). Apesar de à época noticiarem que várias outras companhias poderiam seguir o exemplo da Priner, novos *IPOs* não aconteceram, muito em razão da crise sanitária e das incertezas econômicas decorrentes da pandemia causada pelo novo Coronavírus¹²⁶.

Outrossim, a despeito de o Ofício 151/2019 – DIE trazer maior transparência em relação às companhias que desejam realizar ofertas menores, permaneceram algumas barreiras ao ingresso das companhias de pequeno e médio porte, especialmente vinculadas (i) ao regime de ofertas públicas imposto pelas ICVM 400/2003 e 476/2009 e (ii) à ausência de um segmento de mercado que tenha visibilidade e maior aceitação. Dessa forma, companhias de menor porte continuam, em regra, sem meios adequados para realizarem ofertas com volume financeiro superior a R\$5 milhões (limite máximo de oferta pública permitida na plataforma de *crowdfunding*).

Além dos obstáculos mencionados, ressalta-se que a assimetria informacional presente nas pequenas e médias empresas tende a ser maior se comparada às companhias de maior porte, gerando impactos adicionais na contratação do financiamento bancário, principalmente na concessão de crédito de longo prazo, e na atratividade de investidores, em especial dos fundos de investimentos em participação, que poderiam desempenhar papel relevante nas captações de recursos acima de R\$5 milhões¹²⁷.

Diante desse cenário de restrição de financiamento aos negócios das pequenas e médias empresas, o presente trabalho apresenta uma proposta de reestruturação da regulação do mercado de acesso, de maneira a mitigar a lacuna citada e ampliar a inserção dessas sociedades

¹²⁵ Cf. B3, *Ofício 151/2019 - DIE (Ref.: Hipótese de acionamento da Comissão de Listagem em processos de listagem ou de migração para segmentos especiais da B3 - oferta pública de distribuição de ações ou ações em circulação em patamar inferior a R\$ 500 milhões)*, 2019.

¹²⁶ Para mitigar os efeitos da pandemia nas ofertas públicas de valores mobiliários, especialmente aqueles decorrentes do cancelamento em massa dos pedidos de registro, a CVM publicou os Ofícios-Circulares nº 2/2020-CVM/SRE e 3/2020-CVM/SRE a Deliberação CVM nº. 846/2020.

¹²⁷ O tópico 5.3.2.2.1 deste trabalho aborda os fundos de investimentos em participações (FIP) e algumas limitações em relação à captação de recurso para pequenas e médias empresas.

no mercado de capitais¹²⁸, o qual, apesar de demonstrar-se vocacionado a financiar a atividade empresária¹²⁹, não tem cumprido com essa função em relação às sociedades de menor porte.

A proposta traz como premissa a concepção de que a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários também é adequada às companhias de menor porte (assim consideradas conforme critérios apresentados no tópico 1.3 deste trabalho), especialmente porque o acesso a ele permite que essas sociedades atinjam progressivos estágios de desenvolvimento¹³⁰.

A *Figura 1* a seguir apresenta uma breve síntese das opções de financiamento da atividade empresarial. De forma geral, as sociedades necessitam de diferentes fontes de financiamento em cada estágio de desenvolvimento e uma lacuna financeira em algum momento pode comprometer o sucesso de seus projetos. Assim, defende-se que o desenvolvimento de um mercado de acesso que contemple as características das pequenas e médias empresas pode preencher a lacuna existente entre a captação de recursos realizada via *crowdfunding* e a abertura de capital e estimular o sucesso de negócios realizados por sociedades de menor porte e permitir que essas sociedades completem o seu ciclo de desenvolvimento¹³¹.

Ademais, ainda que existam mercados em outras jurisdições que possuam regras favoráveis às companhias de menor porte (como é o caso do *AIM*), dificilmente essas recorrerão

¹²⁸ No guia elaborado pela LSE, vê-se a relevância do mercado de acesso para o financiamento da atividade de empresas de pequeno porte: “*As companies grow, the initial external capital usually provided by friends and family, and angel investors, is often not sufficient to sustain their capital requirements; yet these companies are not necessarily ready for a traditional listing. AIM, therefore, plays a vital role in the funding environment by bridging this gap for growing companies as they seek to develop their business through the use of external finance from capital markets*” (LSE, *A Guide to AIM*, 2015).

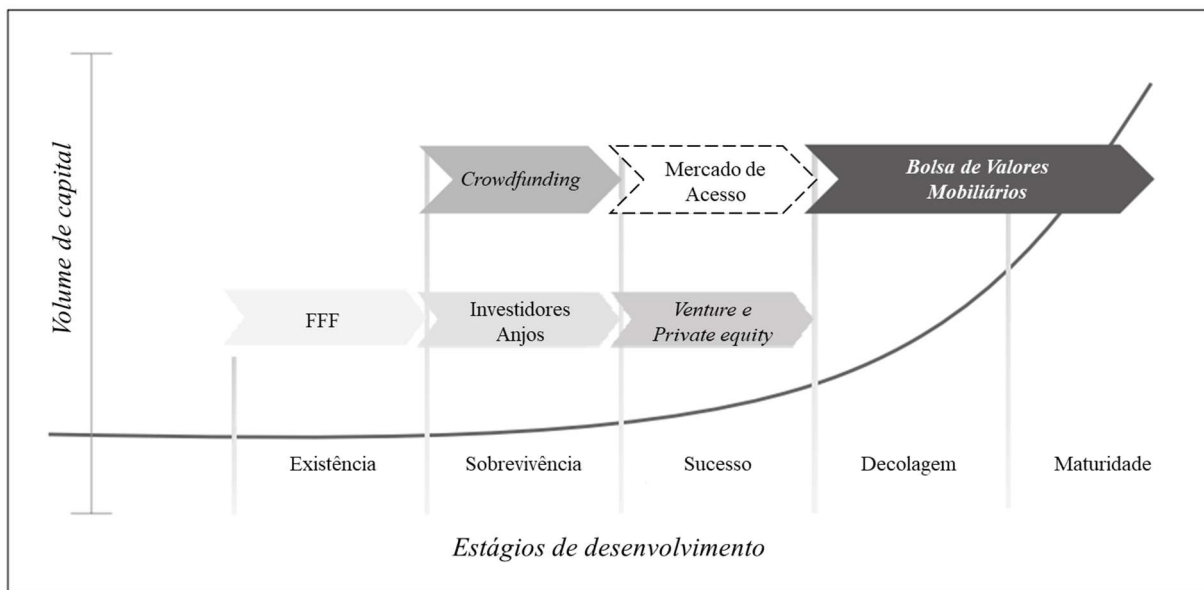
¹²⁹ PITTA explica porque compreende que, no caso do Brasil, é conveniente estruturar o sistema financeiro em tono do mercado de capitais: “[...] especialmente no caso brasileiro, diante de um sistema bancário altamente concentrado e da inexistência de um mercado de crédito de longo prazo capaz de financiar adequadamente a atividade produtiva, o mercado de valores mobiliários demonstra-se absolutamente vocacionado a viabilizar a promoção do processo de formação do capital em favor da atividade empresária” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 59). Ainda em relação aos benefícios do mercado de capitais para o desenvolvimento da atividade empresarial, cf. CHIU, *Can UK small business obtain growth capital in the public equity markets? – An overview of the shortcomings in UK and european securities regulation and considerations for reforms*, 2003; REVEST & SAPIO, *The creation function of a junior trading venue: An empirical test on the Alternative Investment Market*, 2016; OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015.

¹³⁰ “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 necessidade que se apresentam em cada uma dessas fases, sem a imposição de um modelo único, invariavelmente incapaz de captar tais nuances” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 469).

¹³¹ ECSIP CONSORTIUM, *Improving the market performance of business information services regarding listed SMEs*, 2013, p. 30.

à listagem no exterior, especialmente em razão dos custos com a contratação de profissionais que possuem *know-how* para a realização dos procedimentos necessários para admissão nesses segmentos (e.g. assessores legais e financeiros)¹³². Logo, o desenvolvimento de um mercado de acesso no Brasil é essencial para que as sociedades de menor porte consigam financiar suas atividades e se desenvolverem, alcançando, assim, novos estágios de desenvolvimento e porventura se tornando grandes companhias.

Figura 1: Modalidades de financiamento



Fonte: ŠESSTANOVIĆ, SME Stock Exchanges: Should They Have a Greater Role?, 2015 (adaptada)

Por fim, ressalta-se que não é escopo da pesquisa propor uma sobreposição do mercado de capitais ao financiamento bancário, mas sim estabelecer, via desenvolvimento do mercado de acesso, um caminho complementar e alternativo de captação de recursos para pequenas e médias empresas.

Para compreensão da proposta, o tópico a seguir apresenta brevemente os segmentos que compõem o mercado de acesso no país.

2.1.1 Mercado de acesso brasileiro (Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2)

A década de 1990 foi marcada pelas tentativas do governo brasileiro de atrair investidores estrangeiros para o mercado de capitais, no intuito de ampliar a liquidez no

¹³²

CAGLIO, HANLEY & MARIETTA-WESTBERG, *Going Public Abroad*, 2013, p. 13.

mercado secundário¹³³ e fortalecer a canalização de recursos para a atividade produtiva¹³⁴. Contudo, no final dos anos de 1990, constatou-se que, apesar das mudanças conduzidas até então¹³⁵, o mercado de capitais necessitava de novas alterações regulatórias para que, de fato, fosse percebido como uma importante fonte de financiamento para as sociedades empresárias¹³⁶. Nesse contexto, a bolsa de valores brasileira, à época Bovespa, encomendou um estudo para verificar as possíveis causas da estagnação do mercado de capitais no país nas últimas décadas e recomendar alterações para o seu fortalecimento¹³⁷.

O estudo, conduzido por uma equipe técnica composta por profissionais de alto renome¹³⁸, foi concluído em junho de 2000 e, dentre as várias conclusões apresentadas, duas importam a essa pesquisa. Primeiro, o grupo constatou que, visando o crescimento, a Bovespa deveria focar no conceito de mercado de acesso e atrair projetos associados ao *venture capital* e às companhias de médio porte¹³⁹. Segundo, o relatório exaltou que iniciativas em prol do

¹³³ “Liquidity in secondary markets determines the success of public offerings, reduces the cost and risk for underwriters and market makers. It also reduces the cost for investors via ensuring lower volatility and transaction cost. Thus, from a macro perspective, liquid capital markets are essential for the efficient allocation of capital, which results in lower cost of capital for issuers. At the micro level, a liquid market ensures access to a diverse range of investors with various trading strategies. [...] Market liquidity is also crucial to financial system stability as a liquid market is able to better absorb systemic shocks. For instance, a liquid market is able to cushion the price volatility brought about by sudden shifts in investor risk appetite. This in turn helps to limit the potential adverse knock-on effects on the rest of the financial system as well as the broad economy” (IOSCO, *Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets*, 2007).

¹³⁴ Para um breve histórico do mercado de capitais brasileiro, cf. MATTOS FILHO & PRADO, *Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*, 2012.

¹³⁵ “Na década de 90 o mercado experimenta novamente um crescimento que, apesar de ainda concentrado nas empresas estatais, tem características distintas da década anterior. No plano internacional, a intensificação da diversificação de portfólio e, internamente, mudanças favoráveis no quadro macroeconômico e regulatório, juntamente com o processo de privatização, tornaram o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais. Como resultado houve uma entrada significativa de recursos estrangeiros via Anexo IV que se refletiu em um crescimento expressivo do valor das ações e no volume de negociações [...]. Esse movimento, no entanto, não significou o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro tendo ficado restrito a um número reduzido de empresas que apresentavam liquidez, elevando a concentração nesta década” (MB ASSOCIADOS, *Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*, 2000, p. 6). Para uma análise detalhada da evolução do mercado de capitais brasileiro na década de 1990, cf. Anexo 1 do relatório intitulado “*Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*”.

¹³⁶ “O ponto relevante é que a maioria das empresas nacionais jamais viu o mercado acionário como fonte de recursos e a redução do número de empresas já era visível desde o início dos anos 90. A migração da liquidez para o mercado internacional foi apenas mais um golpe em um paciente já debilitado. Assim sendo, a solução para a promoção do mercado de capitais no Brasil tem que partir da reflexão sobre as razões pelas quais as empresas não viam (ou não veem) no mercado de capitais uma alternativa de financiamento” (MB ASSOCIADOS, *Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*, 2000, p. 7).

¹³⁷ Cf. MB ASSOCIADOS, *Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*, 2000.

¹³⁸ Antônio Gledson de Carvalho, José Alexandre Scheinkman, José Roberto Mendonça de Barros, Lídia Goldenstein, Luis Leonardo Cantidiano e Tereza Maria Fernandez Dias da Silva (MB ASSOCIADOS, *Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*, 2000).

¹³⁹ MB ASSOCIADOS, *Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*, 2000, p. 11.

desenvolvimento do mercado de capitais poderiam ser implementadas pela bolsa de valores independentemente de autorização ou parceria com outros órgãos públicos ou privados. Na visão dos analistas, a atitude proativa da Bovespa funcionaria como fator indutor de um “ciclo virtuoso” dadas as condições macroeconômicas existentes à época¹⁴⁰.

Dessa forma, para fomentar mudanças na esfera privada e demonstrar como elas poderiam gerar resultados positivos para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, o grupo apresentou dados do *Neuer Markt*, segmento da bolsa de valores de Frankfurt (*Frankfurt Stock Exchange*) criado em 1997 com a finalidade de aprimorar o mercado de capitais alemão.

Gilson, Hansmann & Pargendler explicam que desde o final da Segunda Guerra Mundial (1945), o mercado financeiro da Alemanha mostrava-se largamente dependente dos bancos (*bank-based financial system*)¹⁴¹. O fato, por si só, não era um problema, todavia uma onda de pedidos de falência nos anos de 1980 evidenciou a dependência das sociedades empresárias ao crédito bancário e a instabilidade da economia alemã, despertando, pois, a atenção do regulador¹⁴². Com o objetivo, então, de ampliar as fontes de financiamento, em 1987, a *Frankfurt Stock Exchange* reduziu as barreiras de entradas ao mercado de capitais através da criação de um mercado regulamentado intermediário (*Geregelter Markt*) entre o mercado oficial (*Amtlicher Handel*) e o mercado não regulamentado (*Freiverkehr*)¹⁴³. Tal segmento, assim como o *Unlisted Securities Market (USM)* criado pela *London Stock Exchange* em 1982, possuía requisitos mais flexíveis para admissão da companhia no intuito de atrair companhias de menor porte¹⁴⁴.

A iniciativa da bolsa alemã, porém, não foi suficiente para desenvolver aquele mercado e o problema se agravou à medida que os bancos aumentavam às restrições de crédito (especialmente para as sociedades de base tecnológica) e impulsionavam a migração de companhias para a NASDAQ, que apresentava condições mais adequadas para aquelas

¹⁴⁰ MB ASSOCIADOS, *Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*, 2000, p. 11.

¹⁴¹ “Very broadly, market finance (and particularly equity-based finance) is typically associated with more flexible financing techniques for firms, particularly innovative, growth firms. Banks, by contrast, may have conservative lending policies and may stunt innovative growth strategies” (MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 13).

¹⁴² GILSON, HANSMANN & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 502.

¹⁴³ GILSON, HANSMANN & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 502.

¹⁴⁴ Para uma análise histórica sobre a criação do *Neuer Markt*, cf. BURGHOF & HUNGER, *Access to Stock Markets for Small and Medium-Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt*, 2003. Para uma abordagem sobre a anscenção dos mercados de acesso, cf. RASCH, *Special Stock Market Segments for Small Company Shares in Europe - What Went Wrong?*, 1994.

sociedades. Nessa esteira, em 1997, a *Frankfurt Stock Exchange* instituiu o *Neuer Markt*, segmento destinado a pequenas e médias companhias do setor tecnológico com alto potencial de crescimento¹⁴⁵. No entanto, diferentemente do segmento que o antecedeu e que atraía novas companhias isentando-as dos requisitos mais rigorosos para admissão, o *Neuer Markt* foi implementado com características opostas, isto é, exigindo condições mais rígidas do que aquelas exigidas para a listagem no mercado principal (e.g. perfil da empresa, volume e características das ações, nível de governança corporativa e de *disclosure* etc.)¹⁴⁶. Burghof & Hunger destacaram que o objetivo do segmento não era facilitar a abertura de capital, mas ganhar a confiança dos investidores¹⁴⁷.

Com as alterações introduzidas, foi notável o crescimento da bolsa de valores de *Frankfurt*¹⁴⁸ e o desenvolvimento do mercado de capitais na Alemanha. Diante dos resultados apresentados pelo *Neuer Markt*, a Bovespa, valendo-se de sua competência autorregulatória, implementou uma estratégia semelhante para fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, criando níveis diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, sendo o último considerado o segmento *premium*, por possuir padrões mais elevados para admissão se comparado com aqueles exigidos para a listagem no segmento Básico (também conhecido como Tradicional).

¹⁴⁵ Em razão da concentração no setor tecnológico, o *Neuer Markt* não sobreviveu a *bubble dot-com* e encerrou em poucos anos sua atividade (1997-2002) (para verificar outros fatores que causaram a queda do *Neuer Markt*, cf. BURGHOF & HUNGER, *Access to Stock Markets for Small and Medium-Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt*, 2003, p. 22-23). Contudo, as iniciativas da Deutsche Börse para atrair companhias de menor porte não se resumem a criação desse segmento. Em 1996 ela criou um índice voltado às *small-caps* (SMAX) (extinto em 2003) e, em 2005, criou o segmento *Entry Standard*, substituído em 2017 pelo *Scale* (registrado em dezembro de 2019 como *SME Growth Market*) e pelo *Basic Board*.

¹⁴⁶ “If insufficient investor protection was at the heart of failure of the Regulated Market, stricter rules were required to gain the trust of the public. Whereas large firms often attain some degree of publicity and transparency through their manifold business activities in a natural way, a market segment for small and medium sized firms had to supply sufficient information for investors through comprehensive and resolutely enforced disclosure rules. Furthermore, it could be argued that young growth firms are more flexible and less bureaucratic compared to larger firms, and that the inherent tendency of large bureaucracies to adhere to rules set up by the authorities might offer an additional margin of investor protection that is not available in smaller and less law-abiding firms. Thus, the new conception could not be a compromise. It had to contain more and not less information requirements and investor protection than does the rules for the Official Trading.” (BURGHOF & HUNGER, *Access to Stock Markets for Small and Medium-Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt*, 2003, p. 4). Sobre os pre-requisitos para admissão, cf. BURGHOF & HUNGER, *Access to Stock Markets for Small and Medium-Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt*, 2003, p. 6.

¹⁴⁷ BURGHOF & HUNGER, *Access to Stock Markets for Small and Medium-Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt*, 2003, p. 5.

¹⁴⁸ “O *Neuer Markt* foi criado em 1997 e em seus 3 anos de existência mais de 200 empresas abriram o seu capital. Este número corresponde a aproximadamente um terço de todas as empresas que abriram o capital na Alemanha entre 1949 e 1999” (MB ASSOCIADOS, *Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*, 2000, p. 12).

Coffee Jr. explica que os segmentos diferenciados de governança corporativa também foi uma resposta à massiva migração das companhias para o mercado estadunidense (que possuía regras mais rigorosas de proteção aos acionistas minoritários) e ao conseqüente declínio de liquidez nos mercados latinos¹⁴⁹.

Estudos posteriores demonstraram que tal alteração foi relevante para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil¹⁵⁰. Contudo, pela ausência de concessões regulatórias capazes de reduzir custos para ingresso de pequenas e médias empresas no mercado de capitais, a Bovespa continuou atraindo somente companhias de grande porte, sendo mantidas as restrições de financiamento às companhias menores. Foi assim que, seguindo a tendência de outros mercados (principalmente o *AIM*, criado em 1995 pela *London Stock Exchange* para substituir o *USM*¹⁵¹), a bolsa de valores brasileira implementou, em 2005, o Bovespa Mais e, anos depois, em 2014, o Bovespa Mais Nível 2, sendo esses os segmentos que compõem o chamado mercado de acesso no Brasil.

A distinção entre os dois segmentos de listagem está na possibilidade de a sociedade emitir ações de espécies diferentes. As companhias listadas no Bovespa Mais podem ter o capital social dividido somente em ações ordinárias, enquanto as companhias listadas no Bovespa Mais Nível 2 podem emitir ações preferenciais sem direito de voto, desde que respeitado o limite de 50% do total das ações emitidas¹⁵².

Essa característica do Bovespa Mais Nível 2 é bastante relevante, visto que estudos anteriores sobre a inserção de pequenas e médias empresas no mercado de capitais brasileiro identificaram que um dos obstáculos vivenciado pelos potenciais emissores era o compartilhamento do controle acionário¹⁵³. As companhias de menor porte, comumente, têm origem familiar e encontram dificuldades em aceitar o ingresso de novos sócios no negócio, especialmente se houver alteração na dinâmica de poder político. Dessa forma, a possibilidade de emitir ações preferenciais com restrições de direito de voto beneficia as companhias que

¹⁴⁹ COFFEE JR., *Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, 2002, p. 1806.

¹⁵⁰ Cf. CARVALHO, *Efeitos da migração para os níveis de governança corporativa da Bovespa*, 2003 (demonstra que a migração tem impacto positivo sobre a valoração das ações, aumenta o volume de negociação, aumenta a liquidez e reduz a exposição a fatores macroeconômicos); PROCIANOY & VERDI, *Adesão aos Novos Mercados da Bovespa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Consequências*, 2009 (demonstram que as companhias que aderiram ao Nível 2 e ao Novo Mercado experimentaram um aumento de liquidez); CARVALHO & PENNACCHI, *Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil*, 2012 (demonstra que a migração eleva o valor da ação e reduz o custo de capital para financiamento futuro).

¹⁵¹ Cf. Capítulo IV deste trabalho.

¹⁵² Cf. Art. 15, §2º, Lei nº. 6.404/1976.

¹⁵³ Cf. GÓES, *Obstáculos ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações no Brasil*, 2018, p. 93.

possuem esse perfil, criando maior oportunidade para o financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações.

A listagem no Bovespa Mais ou no Bovespa Mais Nível 2 também permite o desinvestimento de sócios estratégicos. Em outros países, o mercado de acesso é bastante utilizado para a saída de fundos de *private equity*, sendo recorrente a presença de cláusulas contratuais entre investidor e companhia investida prevendo a preparação e realização de um futuro *IPO*.

Embora a realização de *IPO* para a saída de sócio estratégicos também ocorra no Brasil, essa não é a realidade presente no âmbito do mercado de acesso. Das dezenove companhias listadas no Bovespa Mais e no Bovespa Mais Nível 2, desde o surgimento desses segmentos, apenas duas realizaram ofertas públicas de ações, quais sejam: Nutriplant e Senior Solutions (atual Sinqia).

Tal fato demonstra que a decisão de se listar está atrelada, muitas vezes, a outros fatores que não somente a possibilidade de as companhias se financiarem ou de viabilizarem o desinvestimento de sócios estratégicos¹⁵⁴. É possível, por exemplo, que elas estejam buscando maior visibilidade perante os fornecedores ou utilizando a bolsa de valores como meio para se expor ao público investidor e criar condições para a futura ampliação de sua base acionária¹⁵⁵.

Nesse sentido, outra característica importante desses segmentos é a não exigência de imediato esforço de dispersão acionária, o qual pode ocorrer em momento posterior a listagem. Os Regulamentos do Bovespa Mais e do Bovespa Mais Nível 2 somente exigem o *free-float* de, no mínimo, 25% após sete anos da listagem, diferente do que ocorre nos demais segmentos da B3, em que o percentual mínimo é requisito para admissão. Por essa razão, compreende-se que esses segmentos favorecem o acesso gradual ao mercado de capitais, permitindo que a companhia se adapte aos poucos à nova realidade.

A decisão de se listar no Bovespa Mais ou no Bovespa Mais Nível 2 deve ser refletida e preparada, pois a sociedade se compromete a adotar práticas de governança corporativa adicionais às obrigações legais (as quais podem não ser triviais às companhias de menor porte). As companhias listadas em ambos os segmentos devem, por exemplo, em complemento às regras da Lei nº. 6.404/1976, assegurar aos demais acionistas o preço igual ao valor pago por

¹⁵⁴ Cf. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 171.

¹⁵⁵ “Public accountability, increased transparency and reporting implicitly or explicitly required by the markets encourage better management practices, governance and performance monitoring. The investor base of a company is extended (retail investors, sophisticated long-term institutionals) and at the same time risk tends to be distributed more efficiently.” (NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 59).

ação com direito a voto integrante do bloco de controle em caso de alienação do controle da companhia (*tag along*) e aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado. Ademais, exceto nos casos exigidos em lei ou regulamentação aplicável, os estatutos sociais das companhias listadas nesses segmentos não podem conter disposições que: (i) estabeleçam quórum qualificado para a deliberação de matérias que devam ser submetidas à assembleia geral de acionistas; e (ii) impeçam o exercício de voto favorável ou imponham ônus aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou alteração de cláusulas estatutárias¹⁵⁶.

Além disso, as companhias devem considerar que ao se listarem serão obrigadas a divulgar informações periódicas do negócio (o que pode ser sensível do ponto de vista competitivo) e que possivelmente enfrentarão pressão de seus acionistas para atender às projeções de distribuição de dividendos, que nem sempre estará alinhada à estratégia do negócio. Por outro lado, como analisado, a listagem pode conferir maior visibilidade à companhia e permitir que essa complete o seu ciclo de desenvolvimento, estando nesse último fato uma das principais razões para o aprimoramento do mercado de acesso no Brasil.

A *Tabela 1* demonstra que o número de companhias listadas no Bovespa Mais e no Bovespa Mais Nível 2 é pequeno se comparado a outras jurisdições, o que demonstra uma baixa receptividade do mercado em relação aos segmentos de acesso do mercado de capitais no Brasil.

Tabela 1: Número de companhias listadas em diferentes mercados de acesso

País	Bolsa	Nome do segmento	Ano de criação do mercado de acesso	Número de companhias listas
Reino Unido	London Stock Exchange	Alternative Investment Market	1995	830*
Coreia do Sul	Korea Exchange	Kosdaq	1996	1.267
Tailândia	The Stock Exchange of Thailand	Market for Alternative Investment	1998	150
Canadá	TMX Group	TSX Venture	1999	1.980
África do sul	Johannesburg Stock Exchange	Alternative Exchange	2003	53
Brasil	B3 S.A - Brasil Bolsa Balcão	Bovespa Mais	2005	15
		Bovespa Mais Nível 2	2014	2
China	Shenzhen Stock Exchange	ChiNext	2009	710
Índia	National Stock Exchange of India	SME Emerge	2012	108

Fonte: WORLD FEDERATION OF EXCHANGE, 2018 (* Dado disponibilizado pela LSE, 2020)

¹⁵⁶

Cf. Regulamentos de listagem no Bovespa Mais e no Bovespa Mais Nível 2 da B3.

O aumento do número de companhias listadas nos segmentos de acesso parece ser condição essencial para dar dinamismo à economia e sustentar o crescimento do mercado de capitais no Brasil¹⁵⁷⁻¹⁵⁸.

Conforme abordado no tópico 1.2 deste trabalho, a criação de uma estrutura regulatória adequada às sociedades de menor porte é um fator capaz de criar um ambiente que estimule a listagem de pequenas e médias empresas. Por essa razão, considera-se necessária a reestruturação do mercado de acesso brasileiro, o qual está em claro descompasso com várias práticas adotadas em outros países¹⁵⁹.

Dessa forma, ao lado dos inúmeros desafios macroeconômicos (e.g. manutenção da baixa taxa de juros¹⁶⁰, maior distribuição de renda, elevação dos índices de desenvolvimento socioeconômico etc.), identificam-se três obstáculos normativos principais ao acesso das companhias menores ao mercado de capitais (os quais justificam, ao menos em parte, o baixo número de companhias aderentes aos segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2), quais sejam: (i) o acesso restrito basicamente às sociedades anônimas abertas¹⁶¹, as quais possuem, por disposição legal, estrutura orgânica e regras de *disclosure* rígidas, impedindo que investidores e empreendedores moldem a sociedade conforme seus interesses; (ii) a deficiência da norma de ofertas públicas de valores mobiliários (tópico que será melhor explorado na seção seguinte); e (iii) a ausência de um ambiente de negociação de valores mobiliários adequado às peculiaridades das pequenas e médias empresa (considera-se que os mercados de acesso, da forma como foram estruturados, não foram suficientes para estimular o ingresso de sociedades de menor porte ao mercado de capitais brasileiro).

¹⁵⁷ Cf. PAGANO et al., *What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions*, 2001.
¹⁵⁸ Além do número de companhias listadas, também é importante a diversificação em vários setores, pois companhias concorrentes tendem a acompanhar seus pares de mercado: “[...] if a company’s managers observe many companies listing on a particular stock Exchange, they may infer that there is much to be gained from imitating them. If the companies already listed on that Exchange also belong to the same industry, there may be an added reason to imitate them. Failing to do so might put the company at a competitive disadvantage in the industry – a point made by Stoughton et al. (1999) with reference to domestic listings” (PAGANO et al., *What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions*, 2001, p. 778).

¹⁵⁹ “Instead of focusing on prime issuers who, it appears, may leave home as soon as they are able, emerging markets could concentrate on improving access to finance for SMEs, and increasing market participation by domestic retail and institutional investors. However, while many emerging markets support a stock exchange, in most cases this has not seemed to be an effective source of financing for domestic SMEs” (FRIEDMAN & GROSE, *Promoting Access to Primary Equity Markets: A Legal and Regulatory Approach*, 2006, p. 4).

¹⁶⁰ A taxa SELIC sofreu uma redução significativa nos últimos anos (de 14,25% em outubro de 2016, para 2,25% em junho de 2020) (BACEN, *Histórico das taxas de juros*, 2020).

¹⁶¹ Salvo nos casos previstos, a ICVM n.º. 480/2009 determina que os emissores de valores mobiliários devem estar organizados sob a forma de sociedade anônima (cf. Art. 1.º, §2.º, ICVM n.º. 480/2009).

Sobre o primeiro ponto, Pitta destaca que a Lei n.º. 6.385/1976 não restringe os tipos societários que podem captar recursos por meio do mercado de capitais, conferindo tal prerrogativa à CVM, a qual, salvo raras exceções¹⁶², tem privilegiado a captação de recursos pelas sociedades constituídas sob a forma de sociedades anônimas¹⁶³.

Conforme se depreende da Lei, a distinção entre as sociedades anônimas abertas e fechadas está vinculada a um critério puramente formal, qual seja a admissão dos valores mobiliários por elas emitidos em bolsa ou mercado de balcão¹⁶⁴. A expressão “admitidos à negociação”, constante nos dispositivos, determina que qualquer companhia que esteja apta a ter seus valores mobiliários negociados no mercado de valores mobiliários adquire o *status* de sociedade anônima aberta¹⁶⁵, as quais, tendo em vista o acesso à poupança popular e a necessidade de tutelar o investidor, têm seu funcionamento marcado pela maior intervenção estatal¹⁶⁶, estando presente, em seu regime jurídico, normas mais robustas relacionadas, por exemplo, à composição e ao funcionamento dos órgãos sociais (Conselho de Administração, Diretoria, Conselho Fiscal e Assembleia), à distribuição de seu resultado financeiro e à divulgação de suas informações¹⁶⁷. Assim, de maneira geral, para as sociedades anônimas

¹⁶² São exemplo de valores mobiliários que podem ser emitidos por sociedades que adotam outros tipos societários: notas comerciais e cédula de crédito bancário – CCB (Cf. Art. 33, ICVM n.º. 480/2009); nota promissória (Cf. Art. 2º, ICVM n.º. 566/2015); valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte distribuídos por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo (Cf. Art. 1º, ICVM n.º. 588/2017). Sobre a possibilidade de sociedade limitada emitir debêntures, cf. PITTA, *A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida pela regência supletiva pela Lei das Sociedades por Ações*, 2013; VEIGA & OIOLI, *As sociedades limitadas e o Mercado de Capitais*, 2013; Projeto de Lei n.º. 3.324/2020.

¹⁶³ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 162.

¹⁶⁴ Cf. Art. 4º, Lei n.º. 6.404/1976; Art. 22, Lei n.º. 6.385/1976.

¹⁶⁵ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 187. Nota-se que não é necessário que a companhia de fato negocie os valores mobiliários, basta estar *apta* para negociá-los.

¹⁶⁶ Nesse sentido: “[...] é de se notar que o regime normativo aplicável às companhias abertas é composto por uma maior quantidade de regras cogentes, em comparação com às companhias fechadas, sendo comum, inclusive, que determinadas regras consideradas dispositivas para a segunda espécie sejam cogentes para a primeira. A natureza predominantemente cogente de parte das regras especiais aplicáveis às companhias abertas (e a maior intervenção estatal em sua organização) pode ser justificada, também, pelo interesse público que envolve estas sociedades, dada a sua capacidade de canalizar a poupança popular” (PITTA, *Artigo 21*, 2015, p. 449). O mesmo autor, em outra obra expõe: “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 que se aplicará à relação da sociedade com seus sócios, e destes entre si” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 139).

¹⁶⁷ EIZIRIK explica que “Como um dos objetivos básicos do mercado de capitais consiste em permitir o acesso das sociedades anônimas à poupança popular, é fundamental fornecer aos investidores um adequado sistema de proteção, o que se dá por meio do *disclosure*, que consiste a divulgação de informações amplas e completas a respeito da companhia e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados” (EIZIRIK, *A Lei das S/A comentada – Volume I – Artigos 1º a 120*, 2011, p. 53).

abertas há pouca flexibilidade jurídica para manifestação dos empreendedores e investidores, os quais comumente se veem engessados em uma estrutura que não atende suas demandas e apresenta elevadas despesas atreladas à sua constituição e manutenção, como aquelas decorrentes, por exemplo, da estrutura de governança corporativa (conselhos, relações com investidores, *compliance* etc.), da auditoria independente, das publicações obrigatórias, das taxas da CVM e da bolsa de valores¹⁶⁸⁻¹⁶⁹.

Esse ponto é especialmente relevante para as sociedades de menor porte, as quais comumente não conseguem arcar com todos os custos para admissão e permanência na bolsa, estando, muitas vezes, impedidas de acessar o mercado de capitais e obter o financiamento de suas atividades.

Como será abordado mais adiante, este problema teria sido parcialmente mitigado com a proposta constante da Medida Provisória n.º. 881/2019 (“Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica”), a qual, mediante inclusão do art. 294-A na Lei n.º. 6.404/1976, criava um “perímetro regulatório”¹⁷⁰⁻¹⁷¹ mais flexível às sociedades anônimas de pequeno e médio

¹⁶⁸ Cf. DELOITTE, *Custos para abertura de capital no Brasil: uma análise sobre as ofertas entre 2005 e 2011*, 2012.

¹⁶⁹ Considera-se que “*particular paternalist measures can [...] be justified [only] if the benefits of the intervention exceed the cost*” (OGUS, *Regulatory paternalism: When is it justified?*, 2005, p. 306).

¹⁷⁰ A necessidade de criação de um perímetro regulatório que permite o acesso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais foi amplamente defendida por PITTA em sua tese de Doutorado: “[...] 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” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 139).

¹⁷¹ A discussão em torno da criação de um perímetro regulatório não está restrita ao Direito Brasileiro: “*The relationship between strong funding markets and regulation is not clear [...]. It is, however, clear that regulation of the capital-raising process requires multiple design decisions. It demands, for example, decisions as to the appropriated 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 [...], 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. The nature of investor protection in the sale of securities is accordingly being reconsidered, as policy-makers craft exemptions designed to promote private markets and their finance-raising capacity, but also to ensure sufficient levels of transparency and protection*” (MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 53).

porte. A redação proposta, contudo, não prosperou e o dispositivo não constou na Lei n.º 13.874/2019, resultante da conversão da Medida Provisória n.º 881/2019.

Todavia, ainda que o texto original da Medida Provisória tivesse sido aprovado e convertido em Lei, ainda haveria a necessidade de o regulador disciplinar os elementos do regime jurídico aplicável às sociedades anônimas abertas que seriam flexibilizados às sociedades de menor porte. Inclusive, a crítica do Deputado Eduardo Cury no processo de tramitação da Medida Provisória no Congresso Nacional¹⁷² (que contribuiu para a supressão do dispositivo na versão final encaminhada para sanção) foi exatamente o fato de a proposta inicial conceder esse amplo poder à CVM.

O presente estudo, com base nas constatações acima elencadas, focará: (i) na reestruturação da dinâmica da Lei n.º 6.404/1976, no que tange às exigências impostas para as sociedades anônimas abertas de pequeno e médio porte através da análise do art. 294-A, proposto pelo texto inicial da Medida Provisória n.º 881/2019; (ii) no estudo das ICVM n.º 400/2003 e 476/2009, de modo a propor um novo sistema de oferta pública de valores mobiliários voltado às pequenas e médias empresas que equilibre, de maneira adequada, as demandas do mercado de capitais e a tutela ao público investidor e (iii) na elaboração de um novo ecossistema para o ingresso das companhias menores ao mercado de capitais, o que implicará revisão da ICVM n.º 461/2007.

As análises são inspiradas em alguns estudos desenvolvidos no âmbito do Grupo de Trabalho sobre Mercado de Capitais e Poupança de Longo Prazo (GTMK), posteriormente substituído pelo Iniciativas de Mercado de Capitais (IMK), e nas conclusões da tese de Doutorado de Pitta, intitulada “*Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários: as alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias*”, posteriormente publicada sob o título “*A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*”.

¹⁷² Cf. CONGRESSO NACIONAL. *Emendas à Medida Provisória n.º 881/2019*, 2019.

CAPÍTULO III: Iniciativas para o desenvolvimento do mercado de acesso

Como discorrido até aqui, há duas razões principais que justificam a criação de mercado de acesso, tanto nos países emergentes quanto nos países com economia desenvolvida: em primeiro lugar, o desenvolvimento de mecanismos de inserção de pequenas e médias empresas no mercado de capitais permite que as sociedades que vivenciam cenário de restrição de crédito obtenham recursos necessários à consecução de seus projetos e à manutenção da atividade empresarial e, em segundo lugar, o mercado de acesso permite o próprio desenvolvimento do mercado de capitais e da economia do país através da criação de um ciclo virtuoso, já que ao prover mecanismos de as pequenas e médias empresas se financiarem, estar-se-á propiciando condições para o surgimento de grandes companhias, as quais irão, em maior escala, empregar, pagar tributos, estimular o consumo e, por consequência, contribuir para a elevação dos índices macroeconômicos do país no qual atuam.

Não obstante as constatações acima existirem há muito tempo, somente nas últimas décadas elas ganharam destaque e passaram a fazer parte da agenda das políticas econômicas e regulatórias de vários países. Os tópicos a seguir sintetizam alguns estudos acerca da temática e apresentam breves evoluções normativas em prol das pequenas e médias empresas na União Europeia (EU), nos Estados Unidos da América (EUA) e no Brasil.

3.1 Estudos sobre o desenvolvimento do mercado de acesso

Os desafios enfrentados pelas pequenas e médias empresas para acessar o financiamento externo é tema recorrente nos fóruns de discussões internacionais. A fim de destacá-los e explorar formas pelas quais os reguladores do mercado podem auxiliar a superá-los, a *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* criou um grupo de trabalho, em 2012, para estudar, por meio de informações de diversos países, como o financiamento das sociedades de menor porte poderia ser viabilizado através do mercado de capitais¹⁷³.

Como resultado da pesquisa, a entidade elaborou oito recomendações – disponíveis no relatório final publicado em 2015 – voltadas ao desenvolvimento dos mercados de acesso nos países emergentes. Dentre elas, a criação de mecanismos que aumentem a participação de investidores institucionais¹⁷⁴ e a introdução de agentes econômicos que auxiliem a emissão de

¹⁷³ Cf. IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015.

¹⁷⁴ “To increase institutional investor demand, securities regulators, exchanges, brokerage houses, institutional investors and related government parties could collaborate to develop practices or models

valores mobiliários de pequenas e médias empresas¹⁷⁵ e que favoreçam a liquidez do mercado secundário¹⁷⁶. Ademais, a *IOSCO* considerou que o incentivo às emissões de valores mobiliários por meio de *private placement*¹⁷⁷ ajudam a melhorar o acesso das pequenas e médias empresas aos mercados de capitais e que os métodos alternativos de financiamento, como o *venture capital* e o *private equity*, podem ser instrumentos eficazes para a captação de recursos pelas sociedades de menor porte. Diante dessas constatações, recomendou que os reguladores introduzam medidas de incentivo aos *private placement* e explorem a adequação dessas fontes alternativas de financiamento em suas respectivas jurisdições¹⁷⁸.

Outra entidade que também realizou estudos relevantes sobre a inserção das pequenas e médias empresas no mercado de capitais foi a *Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)*. Em um relatório publicado por ela, também em 2015, foi considerado que, embora a desintermediação total do financiamento das pequenas e médias empresas não

that offer higher liquidity for equity and other SME securities. This work could be conducted through joint committees or task forces and would take into account the local legal framework, government support, contractual issues between the parties, fulfilment of on-going disclosure obligations, etc.” (IOSCO, SME Financing through Capital Markets, 2015, p. 75).

¹⁷⁵ “[...] the study finds that the dedicated equity markets for SMEs develop at a faster pace following the introduction of the market advisor system that assists firms in preparing for listings. We therefore recommend that policymakers introduce a similar market advisor system to facilitate the issuance of securities by SMEs.” (IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015, p. 75).

¹⁷⁶ “In the secondary market, the study observes that a market making system is instrumental in improving market liquidity for SME securities. We recommend that, wherever possible, policymakers should introduce a market making system for securities issued by SMEs.” (IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015, p. 75).

¹⁷⁷ YAZBEK explica que “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 [...]. 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 n.º 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 mobiliário)” (YAZBEK, *Em busca de um regime para os private placements no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos*, 2016, p. 173). GRANIER, REVEST & SAPIO consideram que “*Private placements may be viewed as an extension of the venture capital activity, since the equity shares move from the hands of the venture capitalist to the hands of ‘professional’ investors*” (GRANIER, REVEST & SAPIO, *SMEs and junior stock markets: a comparison between european and japanese markets*, 2019, p. 46).

¹⁷⁸ Sobre a importância dos *private placements*: “*A private placement is a technique in which an issuer offers its securities to a restricted audience in exchange for funds. [...] 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. It has been argued in fact that, in emerging markets there is ‘a pressing need for some form of registration exemption [or] modified process applicable to SMEs to enable them to raise capital in a quicker and less costly manner than the full registration process’*” (FRIEDMAN & GROSE, *Promoting Access to Primary Equity Markets: A Legal and Regulatory Approach*, 2006, p. 25).

fosse viável, nem desejável, existia uma maior necessidade de inserção dessas sociedades no mercado de capitais¹⁷⁹. No relatório publicado no ano seguinte, a *OECD* destacou que, apesar das melhorias recentes nos mecanismos de financiamento das sociedades de menor porte, várias delas ainda enfrentavam restrições de crédito¹⁸⁰.

Incentivada por constatações como essa, a *World Federation of Exchange (WFE)* criou, em 2016, um grupo de pesquisa para coletar e analisar dados de mercados de acesso de cinco países, quais sejam: Canadá, China, México, Nigéria e África do Sul¹⁸¹. O objetivo do grupo foi verificar os obstáculos existentes em cada mercado de acesso e identificar os elementos que permitiram o seu desenvolvimento. As informações foram obtidas via entrevista aos investidores, companhias (listadas e com potencial para abrir o capital) e intermediários, sendo as conclusões do trabalho publicadas, em 2017, no relatório intitulado “*SME Financing and Equity Market*”.

Os resultados demonstraram que a decisão de a companhia se listar não está vinculada somente à necessidade de financiamento, mas também à atribuição de maior visibilidade perante o mercado, à possibilidade de diversificar a base acionária, de permitir o desinvestimento de sócios e de reduzir a dependência da sociedade a outras formas de financiamento externo.

Também foi identificado que as companhias listadas consideram um fardo o cumprimento dos requisitos de listagem impostos por seus ordenamentos jurídicos e compreendem o processo de abertura de capital como algo complexo, dispendioso e demorado. Lado outro, as companhias não listadas, ao serem perguntadas acerca das razões pelas quais não haviam realizado a abertura de capital, destacaram os elevados custos para realização do *compliance*, a necessidade de alteração dos procedimentos internos da sociedade e a preocupação com as exigências de admissão e de permanência nos ambientes de negociação de valores mobiliários.

Contudo, a pesquisa também demonstrou que as companhias podem não saber o suficiente sobre o processo de abertura de capital para tomar uma decisão informada sobre os custos e benefícios correlatos. Esse resultado, sem dúvida, ressalta a importância de iniciativas voltadas à disseminação de conhecimento acerca do mercado de capitais, já que, ao

¹⁷⁹ OECD, *Opportunities and Constraints of Market-Based Financing*, 2015, p. 3.

¹⁸⁰ Conclusão semelhante foi exposta no relatório publicado pela mesma instituição em 2016, cf. OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: an OECD scoreboard*, 2016, p. 29.

¹⁸¹ “These markets were selected partly because the stock exchanges were prepared to assist with survey distribution but also because they provided a good cross-section of developed, emerging and frontier markets” (WFE, *SME Financing and Equity Markets*, 2017, p. 12).

compreender seu funcionamento e, principalmente, as vantagens que ele pode proporcionar, as sociedades de menor porte poderiam repensar as preconcepções em torno da listagem.

Especificamente em relação aos intermediários, foi constatado que a prestação de serviços de distribuição de valores mobiliários emitidos pelas pequenas e médias empresas é economicamente menos atrativa. Esse fato foi apontado como potencial barreira ao desenvolvimento do mercado de acesso, uma vez que os emissores de menor porte acabam enfrentando dificuldades adicionais para contratarem profissionais essenciais à realização da oferta pública de valores mobiliários¹⁸².

Em relação aos investidores, foi identificado o desejo de acessarem maiores e melhores informações sobre as pequenas e médias empresas. Ademais, juntamente com os intermediários e as companhias, mostraram-se preocupados com a falta de liquidez dos ativos das pequenas e médias empresas, sendo esse um ponto de necessária reflexão para o desenvolvimento do mercado de acesso nos países analisados.

Diante das conclusões, foram elaboradas três recomendações. Em primeiro lugar, foi sugerido que os reguladores repensassem o nível de complexidade e de exigências para a listagem e manutenção da companhia nos ambientes de negociação de valores mobiliários. Nesse sentido, foram destacadas a importância de compreender quais informações os investidores consideram essenciais e a necessidade de os intermediários serem consultados acerca dos elementos que poderiam facilitar o processo de realização da abertura de capital. Em segundo lugar, foi recomendado que os participantes do mercado busquem melhorar a qualidade (não necessariamente a quantidade) de informações disponíveis sobre as pequenas e médias empresas. Por fim, assim como sugerido pela *IOSCO*, recomendou-se que as bolsas de valores mobiliários procurem mecanismos de aprimoramento da liquidez das sociedades de menor porte. Nessa esteira, foram ressaltadas a atuação dos formadores de mercado (*market makers*), a utilização de modelos alternativos de negociação no mercado secundário, a exposição da companhia para grupos de investidores e a expansão da base acionária, seja através da criação de veículos de investimento focados em pequenas e médias empresas ou da concessão de incentivos tributários.

Por fim, a pesquisa da *WFE* avaliou como algumas inovações, como o *crowdfunding* e a tecnologia *blockchain*, podem impactar positivamente o mercado de acesso através da

¹⁸²

Cf. Tópico 5.4 deste trabalho.

simplificação e automatização dos procedimentos que envolvem a captação de recurso realizada pelas pequenas e médias empresas¹⁸³.

Em complemento a esse estudo, destacam-se os relatórios anuais publicados pela *WFE*, igualmente importantes, que sintetizam análise de mercados de acesso de vários países e destacam pontos convergentes e divergentes entre eles. Tais relatórios possuem uma amostra bastante extensa, sendo analisados trinta e três países, incluindo mercados desenvolvidos e emergentes como o Brasil.

O relatório publicado em 2018 e intitulado “*An Overview of WFE SME Markets*” apontou que, para fomentar a abertura de capital de pequenas e médias empresas, vários países buscaram reduzir custos atrelados à listagem e à manutenção da sociedade através da concessão de descontos regulatórios no âmbito do mercado de acesso, sendo comum, por exemplo, flexibilizações em torno da divulgação de informações¹⁸⁴.

Como forma de equilibrar a redução de custos e a necessária tutela aos investidores, alguns mercados: (i) exigem a presença de um assessor (*advisor-driven model*), os quais devem orientar e preparar as companhias para a abertura de capital e auxiliar os reguladores a monitorá-la no momento posterior ao *IPO*; e (ii) estabelecem restrições ao público-alvo das ofertas de valores mobiliários realizadas pelas sociedades de menor porte, as quais são, geralmente, limitadas a investidores sofisticados¹⁸⁵.

Adicionalmente, de maneira a ampliar a liquidez das ações das pequenas e médias empresas, o relatório destacou que é comum a adoção de regras que estabeleçam *free-float* mínimo como requisito de listagem, como, por exemplo, já ocorre no Bovespa Mais e no Bovespa Mais Nível 2.

¹⁸³ Cf. CRYPTOSECURITIES EXCHANGE, *Democratizing and simplifying access to public capital*; WORLD ECONOMIC FORUM, *The future of financial infrastructure: An ambitious look at how blockchain can reshape financial services*, 2016, p. 120-127; ASIA SECURITIES INDUSTRY & FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION. *Tokenised Securities: A Roadmap for Market Participants and Regulators*, 2019.

¹⁸⁴ “In addition to allowing smaller firms to list on the markets, SME exchanges commonly adjust both the initial and ongoing listing requirements to cater to the needs of SMEs. Given that SMEs are usually younger companies with shorter (if any) profit history, over half of the SME exchanges reviewed set looser business record and/or profit requirements than those required for the main board. Additionally, recognising the fact that ongoing reporting and compliance after the IPO can be costly and burdensome to SMEs, many exchanges require less frequent and/or simplified reporting and relaxed compliance with corporate governance codes and reporting/disclosure standards. Thus, for example, Nasdaq’s First North market does not require companies to report in accordance with International Financial Reporting Standards” (WFE, *An overview of WFE SME Markets*, 2018).

¹⁸⁵ “‘Sophistication’ means that a person has such knowledge and experience in financial and business matters that he or she is capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment, or the issuer reasonably believes this to be the case” (LANDER, *U.S. Securities Regulation: all you need to know about going public, listing, reporting and private placements*, 2003, p. 29).

O relatório da *WFE* apontou, ainda, que os reguladores estão cientes de que o suporte às pequenas e médias empresas deve ir além da criação de um ambiente eficaz de listagens e negociação. Neste sentido, mencionaram várias iniciativas voltadas ao fomento do mercado de acesso, como, por exemplo: disseminação das informações sobre o mercado entre os potenciais emissores e investidores, incentivos à elaboração de relatórios de análises de pequenas e médias empresas, criação de índice de desempenho das companhias listadas etc¹⁸⁶.

Por fim, também foram apresentados veículos alternativos¹⁸⁷ de inserção de pequenas e médias empresas no mercado de capitais, os quais possuem foco em um momento pré-listagem, de modo a atender às necessidades iniciais de financiamento de *startups* e empresas de menor porte, acelerando o amadurecimento dessas sociedades para a fase de *IPO*. Esses mecanismos refletem como os reguladores e operadores de mercado têm se preocupado em atender sociedades em diferentes estágios de desenvolvimento.

Ainda no contexto internacional, destaca-se o estudo realizado por Harwood & Honidaris, publicado em 2015 pelo *World Bank Group*. A pesquisa foi desenvolvida a partir da análise de sete mercados de acesso e contou com a participação de representante da *WFE*¹⁸⁸. As autoras não recomendaram um modelo específico a ser seguido por todos os países e não abordaram contextos peculiares de cada um deles. O que fizeram foi propor, em linhas gerais, algumas abordagens para o desenvolvimento de um ecossistema favorável à inserção das pequenas e médias empresas no mercado de capitais. Tendo em vista a qualidade e a assertividade das conclusões da pesquisa optar-se-á por não as citar brevemente nesta seção, mas sim abordá-las, quando oportuno, com maior atenção ao longo deste trabalho.

¹⁸⁶ Cf. *WFE, An overview of WFE SME Markets*, 2018.

¹⁸⁷ “*WFE members also continue to look for ways to enhance the quality of their SME market offerings and some exchanges have introduced new, innovative offerings that target pre-listing companies. The KRX and Stock Exchange of Thailand (SET) have established the KRX Startup Market (KSM) and the Launchpad and Investment Vehicle for Enterprises (LiVE) offerings respectively. Both are start-up funding platforms with OTC trading facilities based on blockchain technology that allow direct exchanges between transacting parties. These platforms not only provide companies with wider access to capital but also enhanced liquidity through the dedicated OTC markets. Another example is the Deutsche Börse Venture Network, an exclusive member community that provides high-growth companies with access to Europe’s largest network of institutional investors, family offices and HNWIs for pre-IPO venture capital and private equity funding. The Venture Network is a comprehensive offering that provides networking, matching services and corporate finance training to companies*” (*WFE, An overview of WFE SME Markets*, 2018).

¹⁸⁸ “*The seven exchanges are NSE India Emerge (India), JSE AltX (South Africa), GreTai Securities Market (Taipei) BM&FBOVESPA Bovespa Mais (Brazil), WSE NewConnect (Poland), BIST ECM (Turkey), and TSX Venture Exchange (Canada). The CEO of the World Federation of Exchanges also participated. They were selected to participate in the stocktaking because they have operating SME exchanges and have experiences to share in developing them, some more successful than others. Many have the conditions in place to support the SME exchanges*” (*HARWOOD & KONIDARIS, SME Exchanges in Emerging Market Economies : A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 7).

Feitas essas observações acerca de alguns estudos internacionais sobre o aprimoramento do mercado de acesso, os quais inspiraram alterações regulatórias no Brasil e apresentaram referenciais teóricos à reestruturação do mercado de acesso proposto ao final desta pesquisa, passa-se à exposição de iniciativas conduzidas no Brasil no intuito de fomentar a inserção das pequenas e médias empresas no mercado de capitais. Dentre as várias iniciativas governamentais existentes, ressaltam-se duas: a criação do Grupo de Trabalho – Experiências Internacionais, que deu origem ao Comitê Técnico de Ofertas Menores, e a criação do Grupo de Trabalho sobre Mercado de Capitais e Poupança de Longo Prazo (GTMK), posteriormente substituído pelo Iniciativas de Mercado de Capitais (IMK).

Através do Grupo de Trabalho – Experiências Internacionais, representantes dos setores público e privado se reuniram, ao longo de 2012 e 2013, para debater alterações normativas capazes de fomentar o mercado de acesso.

Através de visitas *in loco* e entrevistas com membros de bolsas de valores, assessores e intermediários, o Grupo de Trabalho analisou o mercado de acesso de sete países (Austrália, Canadá, China, Coreia do Sul, Espanha, Inglaterra e Polônia) e elaborou um diagnóstico expondo suas principais características e algumas medidas adotadas pelos países para fomentar o ingresso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, como, por exemplo: (i) a formulação de normas mais flexíveis, incluindo regras de *disclosure* adequadas às companhias de menor porte; (ii) a criação de incentivos tributários para investidores que aportam recursos em pequenas e médias empresas; (iii) a criação de veículos de investimentos diferenciados como alternativa de financiamento para as sociedades de menor porte; e (iv) a concessão de auxílio financeiro às companhias menores para cobrir os custos associados ao processo de listagem¹⁸⁹.

Após a apresentação do diagnóstico pelo Grupo de Trabalho, foi criado o Comitê Técnico de Ofertas Menores¹⁹⁰ para, com base nos dados levantados, propor mudanças regulatórias, no intuito de desenvolver o mercado de acesso brasileiro, as quais seriam encaminhadas para análise dos órgãos competentes e, havendo concordância, implementação.

O diagnóstico e as propostas foram sintetizados no relatório final que teve como principal questão: “o que fazer para tornar a capitalização via Bolsa de Valores atraente às empresas brasileiras de pequeno e médio porte”?

¹⁸⁹ Cf. GRUPO DE TRABALHO – EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS, *Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações*, [201-].

¹⁹⁰ Para informações complementares acerca do funcionamento e atuação do CTOM, cf. B3, *Abertura de capital: benefícios para pequenas e médias empresas*, 2019.

Em breves linhas, as sugestões buscaram simplificar o processo de ofertas públicas de valores mobiliários, reduzir os custos de manutenção da companhia e da realização da oferta, desenvolver um programa de capacitação dos empresários, investidores e intermediários, ampliar as regras de investimento dos fundos em sociedades de menor porte e incentivar e apoiar canais de distribuição de valores mobiliários¹⁹¹.

Apesar da relevância das propostas e das alterações que elas estimularam (como, por exemplo, a Lei n.º. 13.043/2014, que concede benefícios tributários atrelados ao investimento em companhias de menor porte¹⁹²), não ocorreu um satisfatório progresso do mercado de acesso no Brasil, mantendo-se o baixo número de companhias listadas no Bovespa Mais. Então, para dar continuidade a essas (e outras) discussões, foi criado o GTMK.

Diferentemente do Grupo de Trabalho – Experiências Internacionais e do Comitê Técnico de Ofertas Menores, que tinham a atuação voltada exclusivamente ao desenvolvimento do mercado de acesso no Brasil, o GTMK apresenta um objetivo mais abrangente: estudar temas de relevância nacional e propor medidas em prol da poupança de longo prazo, da intermediação financeira, da eficiência do investimento privado e da redução do custo do capital no país¹⁹³. Para melhor desempenhar suas atribuições, foram convidadas a integrar o GTMK outras pessoas físicas ou jurídicas para trazer contribuições ao debate.

Em 2019, o Ministério da Economia criou o Iniciativas de Mercado de Capitais (IMK), para substituir o GTMK, sendo mantidos os escopos do Grupo de Trabalho¹⁹⁴. A B3 e a ANBIMA participaram ativamente de ambos os grupos e apresentaram várias propostas para o aprimoramento do mercado de capitais no país. Importam a este trabalho aquelas vinculadas a reformulação da estrutura do mercado de acesso, as quais subsidiaram as propostas aqui formuladas. Por esse motivo, opta-se por apresentar os resultados alcançados pelo GTMK e pelo IMK de maneira dispersa nas próximas seções do trabalho. Todavia, pode-se afirmar desde logo que essas propostas, assim como aquelas elaboradas pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores, estão alinhadas com as recomendações dispostas nos estudos internacionais brevemente citados acima.

¹⁹¹ As propostas detalhadas podem ser acessadas no relatório final publicado pela ABDI, cf. ABDI, *Incentivos à abertura de capital em bolsa de valores: Relatório final*, 2013.

¹⁹² Cf. Arts. 16 a 19, Lei n.º. 13.043/2014.

¹⁹³ GTMK, *Balanço de ações de 2018 do Grupo de Trabalho sobre Mercado de Capitais e Poupança de Longo Prazo*, 2018.

¹⁹⁴ MINISTÉRIO DA ECONOMIA, *Ministério da Economia lança grupo para intensificar o mercado de capitais*, 2019.

Por fim, destaca-se o estudo empírico realizado, em 2018, por Góes¹⁹⁵. Através de entrevistas a investidores (gestores de fundos de investimentos) e a companhias de pequeno e médio porte (sociedades limitadas e sociedades anônimas fechadas), a autora buscou identificar fatores que justificassem a participação inexpressiva de empresas de menor porte no mercado de capitais brasileiro. Embora a amostragem da pesquisa seja reduzida, é possível perceber, a partir de suas conclusões, que os obstáculos ao financiamento por meio do mercado de ações no Brasil se assemelham àqueles identificados no âmbito internacional. Ademais, os resultados encontrados reiteraram as conclusões das pesquisas realizadas no âmbito do Comitê de Ofertas Menores e do GTMK/IMK. Góes demonstrou que, da perspectiva dos potenciais emissores de ações, as principais barreiras são: “(i) custos de abertura de capital e de manutenção de uma companhia aberta; (ii) receio de perda de controle da companhia; (iii) resistência à entrada de novos sócios; (iv) resistência ao cumprimento de obrigações de divulgação de informações; e (v) resistência à implementação de práticas de gestão profissionalizada”¹⁹⁶. Já sob a perspectiva dos potenciais investidores, a autora mapeou que os obstáculos estão atrelados a: “(i) baixa liquidez no mercado secundário; (ii) resistência à implementação de práticas de governança corporativa; (iii) falta de informação a respeito das pequenas e médias empresas; (iv) alta taxa de juros¹⁹⁷; e (v) ao maior risco de investimento”¹⁹⁸.

As propostas apresentadas nesse trabalho englobam esses e outros obstáculos identificados para a inserção das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais no país. Todavia, antes de adentrar propriamente em possíveis soluções, faz-se necessário discorrer sobre as evoluções realizadas nos mercados europeu e norte-americanos, as quais contribuíram para as reflexões no âmbito no mercado brasileiro.

3.2 Aprimoramentos no âmbito do mercado de capitais europeu

Há longa data os Estados-Membros da União Europeia (UE) discutem e implementam alterações normativas para viabilizar a criação de um mercado financeiro único¹⁹⁹ capaz de

¹⁹⁵ Cf. GÓES, *Obstáculos ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações no Brasil*, 2018.

¹⁹⁶ Cf. GÓES, *obstáculos ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações no Brasil*, 2018.

¹⁹⁷ Esse fator foi mitigado; a taxa atualmente está em 2,25% a.a.

¹⁹⁸ Cf. GÓES, *obstáculos ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações no Brasil*, 2018.

¹⁹⁹ “UE securities and markets regulation is based on the Treaty objective of constructing an internal (single) market (Article 3(3) TEU. The single financial market, the construction of which has generated the rules of EU securities and markets regulation, is part of a wider project to create a single market comprising

impulsionar o investimento e a criação de empregos na região. Dentre as várias iniciativas²⁰⁰, destaca-se o *Financial Services Action Plan (FSAP)*, criado em 1999 com a finalidade de apresentar medidas importantes para harmonizar a regulação em matéria de mercado financeiro, suprimir entraves à integração dos mercados e ampliar a proteção aos investidores.

Segundo Moloney, o *FSAP* era um programa de quarenta e duas medidas que pretendia alterar substancialmente a regulamentação do mercado financeiro na UE diante do reconhecimento de que as deficiências do regime regulatório em vigor estavam impedindo uma maior harmonização entre os Estados-Membros²⁰¹. Dessa forma, as medidas elencadas no programa foram projetadas para preencher as principais lacunas identificadas para integrar os mercados e assegurar a proteção dos investidores que neles atuam²⁰².

O plano traçado no *FSPA* foi quase totalmente concluído, uma vez que das quarenta e duas recomendações, trinta e nove foram implementadas até o final de 2004 (prazo estipulado para conclusão das reformas). Seu sucesso, na visão de Moloney, decorreu de uma série de fatores, como a coalizão dos interesses dos Estados-Membros e a coincidência do programa com um período de crescimento do mercado de ações (pelo menos até 2002, quando o mercado europeu sofreu os efeitos da *dotcom bubble*)²⁰³.

Dentre as reformas implementadas pelo *FSAP*, duas interessam à presente pesquisa: a Diretiva 2003/71/CE (*Prospectus Directive*), que disciplinava o prospecto de ofertas de valores mobiliários e a Diretiva 2004/39/CE (*Market in Financial Instruments Directive – MiFID*)²⁰⁴, que visava estimular a concorrência no mercado secundário de valores mobiliários e, ao mesmo tempo, proporcionar aos investidores elevado nível de proteção mediante a imposição de regras de *disclosure* e de atuação dos agentes econômicos (operadores de mercado e empresas de investimento)²⁰⁵.

*‘an area without internal frontier in which the free movement of good, persons, services and capital is ensured’ (Article 26 TFEU). A single financial market – within which, supported by a harmonized legal infrastructure, market actors can access national markets across the EU – has long been assumed that integration should drive a reduction in the cost of capital for firms, promote stronger risk management, and lead to stronger growth and employment’ (MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 9).*

²⁰⁰ Para uma evolução da regulação do mercado financeiro na UE, cf. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 22-47; ANDERSEN, *EU Trading Venues: Competition, the financial crisis and MiFID II*, 2018, p. 61-74.

²⁰¹ Cf. THE COMMITTEE OF WISE MEN, *Final Report on the regulation of European Securities Markets [Lamfalussy Report]*, 2001).

²⁰² MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 25.

²⁰³ MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 26.

²⁰⁴ CASEY & LANNOO, *The MiFID revolution*, 2009, p. 1.

²⁰⁵ A MiFID foi promulgada em substituição à Diretiva 93/22/CEE (*Investment Services Directive*). “Moving more specifically to the effects of the ISD, it is clear that the free provision of trading screens in the EU and the single licence for brokerage services has contributed to the reconfiguration and

Clausen & Sørensen explicam que antes da promulgação da *MiFID*, a regulamentação europeia não apresentava definição precisa dos tipos de mercados que estavam sujeitos a determinadas regras. Em algumas diretivas (e.g. *Investment Services Directive* e *Insider Dealing Directive*), havia referências aos mercados regulamentados, mas não era verificado consenso em relação aos elementos que os caracterizavam, cabendo aos Estados-Membros determinar os critérios para aplicação das normas. Esse fato criava uma situação de concorrência desigual entre eles²⁰⁶ e uma ausência de harmonização entre os mercados, especialmente em relação ao grau de proteção conferido aos investidores, que variava a depender do país e do ambiente de negociação escolhido para tal.

Do ponto de vista do objetivo da UE de estabelecer um mercado financeiro único, eram inaceitáveis essas desigualdades entre os Estados-Membros e, para mitigá-las, a Comissão Europeia promulgou a *MiFID*, que, dentre outras medidas, regulamentou três diferentes ambientes de negociação no intuito de garantir a transparência nas transações, facilitar o fluxo de capital entre os mercados e romper com o monopólio das bolsas de valores²⁰⁷⁻²⁰⁸. Assim os mercados passaram a ser classificados como: (i) mercados regulamentados (*exchanges*); (ii) *Systematic Internalization (SI)*; e (iii) *Multilateral Trading Facilities (MTFs)*²⁰⁹, que são espécies do gênero *Alternative Trading System (ATS)*²¹⁰⁻²¹¹.

restructuring of European securities markets. [...] the downsides of the ISD, however, were the lack of harmonization of conduct of business rules, and the maintenance of privileged status of the exchanges, alias 'regulated markets', many of which had in the meantime been privatized. This was addressed in the ensuing MiFID" (CASEY & LANNOO, *The MiFID revolution*, 2009, p. 28-29).

²⁰⁶ CLAUSEN & SØRENSEN, *Regulating different trading venues: The European experience based on MiFID*, 2012, p. 361.

²⁰⁷ Sobre a concorrência entre os ambientes de negociação, cf. CASEY & LANNOO, *The MiFID revolution*, 2009, p. 17; MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 434.

²⁰⁸ "Em vigor a partir de novembro de 2007, a MiFID aboliu a denominada 'regra de concentração' constante do normativo anterior em vigor (Diretiva de Serviços de Investimentos, de 1993), segundo a qual era permitido que os membros da União Europeia estabelecessem que ordens de investidores fossem executadas apenas em mercados regulados, vale dizer, bolsas de valores" (NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 48).

²⁰⁹ "MiFID's three definitions of trading venues are not exhaustive, so there is still room for different kinds of OTC markets, dark pools and other methods for the internal matching of orders that are not subject to the MiFID requirements for trading venues" (CLAUSEN & SØRENSEN, *Regulating different trading venues: The European experience based on MiFID*, 2012, p. 363).

²¹⁰ "Low transaction costs, fast execution of orders, longer trading hours, services tailored to investors' needs, new ways of transacting securities: This sounds like the paradise for securities traders. These are the attributes used to describe so called Alternative Trading Systems (ATS). ATS are – broadly speaking – electronic systems which allow investors to trade securities. [...] ATS can be divided into three major categories: multilateral systems, bilateral systems and so called bulletin boards" (KUMPAN, *Carrot and Stick – The EU's Response to New Securities Trading Systems*, 2006, p. 395).

²¹¹ "Key element of the regulation in this respect were (1) the abolition of the 'concentration rule', where some Member States (such as Germany, France and Italy) had effectively required shares to be traded through their national stock exchanges; (2) the establishment of a European regulatory regime for trading platforms that are not regulated markets, for MTFs and granting these MTFs an EU passport; and (3) creating a more coherent basis for investment firms to offer themselves as trading venues" (CLAUSEN

Clausen & Sørensen esclarecem que no final dos anos de 1990, o mercado de capitais, de maneira geral, foi caracterizado pela consolidação, sendo notáveis dois fenômenos em diversas jurisdições: a desmutualização das bolsas de valores²¹² e a fusão entre mercados de maneira a torná-los mais eficientes e competitivos diante da globalização do mercado de capitais (como, por exemplo, a *Euronext*, formada pela fusão das bolsas de valores de Amsterdã, Paris e Bruxelas)²¹³. Simultaneamente, plataformas alternativas de negociação começaram a surgir e, ao longo dos anos 2000, foram ganhando espaço e se tornando responsáveis pela transação de volume financeiro relevante²¹⁴⁻²¹⁵. Assim, em curto lapso temporal, o mercado de capitais mudou da consolidação para um processo de fragmentação, sendo as operações realizadas em múltiplas plataformas²¹⁶⁻²¹⁷.

O surgimento desses ambientes alternativos deu origem a um sistema dual: um sujeito às normas rígidas do regulador (*exchanges*) e outro sujeito às normas flexíveis, quase desregulamentado (*ATS*)²¹⁸.

& SØRENSEN, *Regulating different trading venues: The European experience based on MiFID*, 2012, p. 362).

²¹² Sobre a desmutualização nos países emergentes, cf. IOSCO, *Exchange demutualization in emerging markets*, 2005. Sobre os desafios decorrentes da desmutualização, cf. FLECKNER, *Stock Exchanges at the Crossroads*, 2006. A desmutualização da Bovespa ocorreu 2007 e no ano seguinte houve o processo de reorganização societária que deu origem à BM&FBovespa.

²¹³ Para uma abordagem sobre como os movimentos de concentração das bolsas afetam a competição no mercado financeiro, cf. KOKKORIS & OLIVARES-CAMINAL, *Lessons from the recent Stock Exchange merger activity*, 2008. Para considerações sobre a integração e consolidação das bolsas, cf. PAMBOUKDJIAN, *Iniciativas de integração e consolidação de bolsas: a experiência europeia e norteamericana e os efeitos na América Latina*, 2006.

²¹⁴ “While other organized trading venues began to develop over this period, their impact was primarily felt in bond trading (the MTS electronic trading platform for euro-denominated sovereign debt, for example, centralized trading in the sovereign debt market), and they were not notably success in attracting equity trading. Equity trades remained the almost exclusive preserve of the major stock exchanges, with liquidity remaining ‘sticky’ and pooling at the major exchanges. The ill-fated Jiway platform, for example, a joint venture between Morgan Stanley and OM, was established as a pan-EU platform for retail trades in European shares, but closed in early 2003. But pressure for reform began to build as greater trading volumes, driven by hedge fund and proprietary trading, increased profit margins at the major exchanges, which drew from major investment banks” (MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 437).

²¹⁵ Para uma visão acerca da utilização de MTF para negociação de ações na segunda metade dos anos 2000, cf. CLAUSEN & SØRENSEN, *Regulating different trading venues: The European experience based on MiFID*, 2012.

²¹⁶ CLAUSEN & SØRENSEN, *Regulating different trading venues: The European experience based on MiFID*, 2012, p. 359.

²¹⁷ MACEY & O’HARA defendem que “transaction costs and agency costs have dictated changes in the optimal economic organization of trading” (MACEY & O’HARA, *From markets to venues: Securities regulation in an evolving world*, 2005, p. 565).

²¹⁸ CLAUSEN & SØRENSEN, *Regulating different trading venues: The European experience based on MiFID*, 2012, p. 361. Sobre a evolução da fragmentação do mercado em diferentes plataformas de negociação, cf. OECD, *Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation*, 2016.

A despeito das vantagens atreladas ao surgimento de diferentes sistemas de negociação (principalmente a concorrência entre eles e as consequências da competição, como o estímulo à inovação, à melhoria do serviço prestado e à redução de custos), algumas preocupações regulatórias emergiram desse novo contexto. Por exemplo, a fragmentação do mercado em diferentes sistemas poderia comprometer a liquidez dos ativos (principalmente diante de *stress* de mercado) e prejudicar a formação eficiente de preços (já que as ordens não interagiriam entre si). Ademais, as transações em alguns mercados não devidamente regulamentados poderiam estar sujeitas a níveis mais baixos de supervisão, dificultando o controle de fraude e de manipulação do mercado. Lado outro, os operadores poderiam eximir-se de impor padrões adequados de admissão na plataforma, impactando a integridade do mercado. Ainda, considerou-se que a negociação nos *ATS* poderia aumentar riscos sistêmicos quando os operadores (ou seus participantes) não dispusessem de recursos financeiros suficientes ou quando o mecanismo de negociação não fosse adequadamente reforçado contra o risco da operação. Além disso, riscos à proteção ao investidor também poderiam surgir: por exemplo, a execução da ordem nas melhores condições (*best execution*) poderia se tornar mais difícil de ser realizada onde as negociações se fragmentam em vários sistemas e poderiam surgir conflitos de interesse quando uma empresa de investimento executa uma ordem do cliente por meio da internalização da ordem. Outrossim, poderia surgir risco de arbitragem regulatória em razão da falta de clareza acerca das distinções dos ambientes de negociação²¹⁹⁻²²⁰.

Diante desse cenário, as autoridades reguladoras do mercado de capitais buscaram mitigar os potenciais riscos ao mercado promulgando normas em relação à atuação dos operadores e ao funcionamento dos sistemas de negociação, especialmente impondo requisitos de *disclosure* para as transações ali realizadas²²¹.

²¹⁹ MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 429.

²²⁰ Para uma abordagem sobre as vantagens e as desvantagens dos *ATS/MTF*, cf. KUMPAN, *Carrot and Stick – The EU's Response to New Securities Trading Systems*, 2006.

²²¹ “Trade transparency regulation relates to the mandated disclosure of the price, volume, and transaction information which is produced by a trading venue, and to its availability to the market on a real-time basis. These disclosures support price formation and liquidity, but they also serve related functions. In a transparent marketplace, investors can see all the orders entering the market and the transactions already completed, and can accordingly monitor the execution process. Transparency rules can address fragmentation risk (which arises where trading in an instrument splits across multiple venues) as they tie together execution data from different venues and thereby support price formation, the pooling of liquidity, and the achievement of best execution. Transparency requirements also allow supervisors to monitor the nature of trading and to detect emerging risks, including with respect to market abuse and, as they allow supervisor to monitor liquidity levels, market stability” (MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 431).

A primeira regulamentação de forma mais minuciosa se deu no âmbito do mercado norte-americano²²², por meio da *Regulation ATS* de 1998 promulgada pela *SEC* (e anos depois pela *Regulation National Market System (NMS)* de 2005)²²³⁻²²⁴. No contexto europeu, o *Committee of Securities Regulators (CESR)* introduziu, em meados de 2002, normas gerais para regulamentação dos *ATS*²²⁵, porém foi através da *MiFID* que o funcionamento das plataformas alternativas foi tratado com maior detalhamento, inclusive trazendo conceitos para tais sistemas de negociação.

Em seu art. 4º(1)(15), a *MiFID* definiu *MTF* como um “sistema multilateral, operado por uma empresa de investimento ou um operador de mercado, que permite o confronto de múltiplos interesses de compra e venda de instrumentos financeiros manifestados por terceiros”. Os *MTF* se diferem dos mercados regulamentados (*exchanges*) (art.4º(1)(21), *MiFID*), que só podem ser administrados por um operador do mercado e se sujeitam a normas mais rígidas²²⁶. No âmbito da UE, um dos principais *MTFs* é o *Alternative Investment Market (AIM)*, operado pela *London Stock Exchange Group (LSE)*.

Assim como ocorre nas bolsas de valores, as operações realizadas nos *MTFs* devem ocorrer de forma não discricionária (*non-discretionary execution*), o que significa que devem ser realizadas conforme protocolos e processos internos previamente definidos, não estando o

²²² “ATSs foram permitidos no mercado norte-americano a partir de 1998 com o intuito de fomentar a entrada de competidores com as bolsas nacionais, estimular a inovação tecnológica, garantir tratamento equitativo aos investidores e criar um modelo regulatório flexível, no qual tais sistemas podem optar pelo registro como bolsa (no Brasil, seria o equivalente a uma entidade administradora de mercado de bolsa) ou como intermediário (*broker-dealer*)” (COSTA, *High frequency trading (HFT) em câmara lenta: compreender para regular*, 2018, p. 149). “A Regulação NMS [...] aumentou a concorrência entre os ambientes de negociação principalmente em razão da adoção da regra de proteção de ordens, uma vez que as ordens passaram a ser obrigatoriamente roteadas para o ambiente em que a melhor cotação estivesse disponível” (NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 42).

²²³ “Embora exista uma definição para a atividade de bolsa nos Estados Unidos, o que de fato diferencia bolsas dos *ATS* é o fato de que as primeiras têm regulamentos e regras aprovados pela *SEC*, desempenham atividades autorregulatórias sobre seus membros e podem praticar a atividade listagem. [...] Embora, grosso modo, possa desenvolver a mesma atividade das bolsas, um *ATS* não desempenha atividade de autorregulação e não precisa dar publicidade de suas regras e tarifas, as quais, aliás, não são previamente aprovadas pela *SEC*. No entanto, um *ATS* está sujeito à regulação específica (*Regulation ATS*) e, portanto, submete-se à supervisão pela *SEC* e pelo principal autorregulador do mercado norte americano, a *FINRA (Financial Industry Regulatory Authority)*, uma vez que deve ser registrado junto à *SEC* como um *broker-dealer*, ou seja, como um intermediário.” (NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 44).

²²⁴ Para uma breve abordagem histórica sobre a criação das *Regulations ATS e NMS*, cf. MAHONEY & RAUTERRBERG, *The regulation of trading markets: a survey and evaluation*, 2017, p. 13-24.

²²⁵ Cf. CERS, *Standards for Alternative Trading Systems (CESR/02-086b)*, 2002.

²²⁶ “First, a regulatory framework was to create a level playing field for the different trading venues, increase competition and lower the cost of trading, all for the best benefit of investors and the internal financial market in Europe generally. Second, the sustainability of the different systems, transparency and best execution were to be ensure to meet the need for investor protection” (CLAUSEN & SØRENSEN, *Regulating different trading venues: The European experience based on MiFID*, 2012, p. 358).

operador ou a empresa de investimento autorizados a agir com discricionariedade quanto à forma como os agentes interagem naquele sistema.

Ademais, no intuito de proteger os investidores e assegurar o funcionamento do mercado de valores mobiliários, as negociações devem ser transparentes, permitindo que os participantes avaliem as condições das operações e tomem suas decisões de investimento. Nesse sentido, a *MiFID* determina alguns padrões para *disclosure* das operações (aplicáveis tanto aos mercados regulamentados, quanto aos *MTFs*) de maneira a garantir a efetiva integração dos mercados dos Estados-Membros e promover a eficiência do processo de formação de preços dos instrumentos financeiro²²⁷. Dessa forma, se por um lado a *MiFID* ampliou a concorrência no mercado financeiro dando maior autonomia a outras plataformas de negociação (em especial, aos *MTFs*), por outro, estabeleceu normas de *disclosure* mais abrangentes, de maneira a equilibrar a concorrência entre os diferentes sistemas.

Casey & Lannoo consideram que, do ponto de vista competitivo, a promulgação da *MiFID* foi revolucionária, pois alterou as condições para os operadores no mercado de capitais europeu, eliminando o monopólio das bolsas de valores e permitindo a execuções de ordens em outros ambientes (*systematic internalization* e *MTFs*). Por outro lado, aprimorou o funcionamento dos prestadores de serviços nos mercados de capitais através de critérios de *best execution*²²⁸, de mitigação de conflito de interesses e de adequação dos produtos aos clientes (*suitability*). As medidas combinadas e o reforço das normas de conduta, na visão dos autores, implicariam em profundas alterações na estrutura dos mercados de capitais europeus, na

²²⁷ “Pre-trade transparency provides investors with information about current orders and quotes, and therefore gives investors the possibility of obtaining prior information about the prices to be paid if the investor chooses to trade certain shares. Further, pre-trade transparency provides investors with information for choosing between different trading venues. Post-trade transparency refers to the obligation to publish a trade report every time a transaction in shares has been concluded. Providing investors with information of the actual price and costs paid, facilitates the enforcement of the best execution obligation of an investment firm, as post-trade transparency enables investors to check whether the price paid is the best price to be found in the market. Finally, as the information on prices and trade generated under the transparency rules has to be registered and reported to the supervisory authority, transparency rules also serves as a basis for the effective supervision of the markets” (CLAUSEN & SØRENSEN, *Regulating different trading venues: The European experience based on MiFID*, 2012, p. 374).

²²⁸ “Provisions on best execution are part of conduct-of-business rules, and aim to maximize the value of a client’s portfolio, in the context of the client’s stated investment objectives and constraints. This does not necessarily mean the lowest price of a trade. Unlike the Reg NMS ‘trade through’ rule in the US, by which execution is firmly measured against a clear quantitative indicator, i. e. price, the *MiFID* takes a more flexible approach to best execution (art. 21), introducing other factors that could satisfy best execution requirements, such as transactions cost, the speed and likelihood of execution and settlement and other considerations (provided the client specifies non-price criteria as more important than price and identifies to the broker)” (CASEY & LANNOO, *The MiFID revolution*, 2009, p. 41).

posição concorrencial dos prestadores de serviços²²⁹, na concepção dos produtos de investimento e na atitude dos investidores²³⁰.

De fato, percebeu-se um desenvolvimento do mercado europeu pós-*MiFID*, especialmente em relação à configuração dos sistemas, passando a ser bastante comum a criação de *MTF* para competir com as bolsas de valores e atrair companhias de pequeno porte (principalmente aquelas do setor tecnológico que apresentavam potencial de crescimento).

Clausen & Sørensen defendem, porém, que, não obstante a tentativa da *MiFID* de promover a concorrência em igualdade de condições entre os mercados regulamentados e os *MTF*, o objetivo da norma foi somente parcialmente alcançado, já que importantes distinções²³¹ na regulamentação dos sistemas concediam vantagens econômicas aos *MTFs* em detrimento das bolsas de valores.

Andersen também tece críticas a *MiFID*. Segundo ele, embora a implementação da Diretiva tenha reduzido os custos de transação e aumentado a integração do mercado financeiro na UE, também foi verificado aumento na fragmentação e na complexidade do mercado, resultando na falta de transparência. Ademais, em sua visão, a *MiFID* não apenas gerou um aumento na competitividade entre os mercados, mas também um aumento na concorrência desigual entre eles²³².

Com a crise financeira de 2008, os Estados-Membros majoraram os esforços para estabelecer uma regulamentação²³³ mais adequada ao novo contexto²³⁴ e, após diversas alterações substanciais à *MiFID* e longas discussões em torno da melhor abordagem para a integração dos mercados²³⁵, foi promulgada a Diretiva 2014/65/UE (*Market in Financial Instruments Directive II – MiFID II*) em substituição àquela.

²²⁹ “As a result of high compliance cost and greater operational complexity, *MiFID* will lead to a further consolidation phase in the brokerage industry, although smaller firms continue to have a niche, essentially because of the proximity to clients. *MiFID* will lead to a tighter competition between financial centres, the stock exchange, and because of large differences in the preparedness of member states and firms” (CASEY & LANNOO, *The MiFID revolution*, 2009, p. 8).

²³⁰ CASEY & LANNOO, *The MiFID revolution*, 2009, p. 1.

²³¹ Cf. CLAUSEN & SØRENSEN, *Regulating different trading venues: The European experience based on MiFID*, 2012, p. 364-370.

²³² ANDERSEN, *EU Trading Venues: Competition, the financial crisis and MiFID II*, 2018, p. 69.

²³³ Cf. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 4; NEGRA, *MiFID and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rules*, 2019, p. 1.

²³⁴ “Over the last twenty years the trading industry has undergone significant reforms and transformation that have contributed to reshape the system of trading venues. Three main factors contributed to the reorganization on the trading industry: regulation, competition and technology” (FERRARINI & SAGUATO, *Governance and organization of trading venues*, 2017, p. 298). Cf. HOUSE OF LORDS, *MiFID II: Getting it Right for the City and EU Financial Services Industry*, 2012.

²³⁵ Cf. FERRARINI & MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, 2012; MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 445-460; FERRARINI & SAGUATO, *Governance and organization of trading venues*, 2017.

Moloney explica que a nova classificação entre os ambientes de negociação (agora segmentados em quatro categorias: mercado regulamentado, *MTF*, *Organized Trading Facilities (OTF)* e *SI* foi o centro da *MiFID II* e teve como finalidade mitigar a arbitragem regulatória ao determinar que plataformas com funcionalidades similares (como os mercados regulamentados e os *MTFs*) estivessem sujeitos a intensidades regulatórias semelhantes²³⁶⁻²³⁷.

A despeito da importância dessa classificação²³⁸, fuge ao escopo do presente trabalho um aprofundamento em torno dela e optar-se-á por dar enfoque a somente uma alteração específica, a qual tem conexão direta com o desenvolvimento do mercado de acesso na UE. Desse modo, em meio às várias mudanças promovidas pela *MiFID II*, importa a presente pesquisa a implementação do *SME Growth Market* enquanto categoria de *MTF* voltada, principalmente (não exclusivamente²³⁹⁻²⁴⁰), às companhias de menor porte²⁴¹.

Conforme apontam Veil & Di Noia, a intenção do regulador com tal alteração foi fomentar o mercado de acesso europeu através da criação de um mercado com novo *status*

²³⁶ Em síntese: “EU directives require that EU exchanges are classified as either (a) Regulated Markets, which have to adhere to stricter EU standards for listing and disclosure and are regulated by the national securities regulators, or (b) Alternative Trading Platforms (ATPs), which are considered separate markets operated by a Regulated Market operator and for which certain parts of the regulatory framework are less stringent. The operator is required to present the regulations for the ATP to the regulator for approval. ATPs are thus considered as markets regulated by the stock exchanges themselves (exchange-regulated markets) and are not overseen by capital markets regulators. ATPs offer more flexibility in listing and disclosure standards” (HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 17).

²³⁷ MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 450.

²³⁸ Cf. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 425-510; FERRARINI & SAGUATO, *Governance and organization of trading venues*, 2017; ANDERSEN, *EU Trading Venues: Competition, the financial crisis and MiFID II*, 2018.

²³⁹ Cf. Art. 33(3)(a), *MiFID II*. Destaca-se: “Ao avaliar se um mercado preenche o requisito previsto no artigo 33, n. 3, alínea a), da Diretiva 2014/65/UE, de que pelo menos 50% dos emitentes admitidos à negociação nesse mercado sejam pequenas e médias empresas (PME), as autoridades competentes devem adotar uma abordagem flexível no que diz respeito aos mercados sem história de funcionamento anterior, às PME recém-criadas cujos instrumentos financeiros sejam admitidos à negociação há menos de três anos e aos emitentes exclusivamente de instrumentos financeiros que não ações” (Considerando 111, Regulamento Delegado (UE) 2017/565). (ENRIQUES, *What should qualify as a 'SME Growth Market'?*, 2018)

²⁴⁰ Questionamentos relevantes são feitos por ENRIQUES em relação à composição dos *SME Growth Market*: “[...] why should non-SME issuers be allowed to enter such Markets and thus take advantage of the alleviated burdens that find a justification in fixed-costs effects for SMEs? And what if an *SME Growth Market* attracts mainly successful, fast-growing SMEs and soon finds itself populated mostly by non-SMEs? Should it be the victim of its own success and abandon the label? To be sure, the by now large issuers in this successful Market will be themselves in the position to bear higher regulatory costs. But what about the minority of firms with shares traded on those same *MTFs* that languish as SMEs or even struggle to survive? Why should they also be involved in the consequences of other firms' success?” (ENRIQUES, *What should qualify as a 'SME Growth Market'?*, 2018)

²⁴¹ Cf. PERRONE, *Small and Medium Enterprises Growth Markets*, 2018.

regulatório²⁴², caracterizado por regras mais flexíveis de admissão e permanência da companhia no mercado de capitais²⁴³.

No mesmo ano em que foi promulgada a *MiFID II* implementando o *SME Growth Market* enquanto categoria de *MTF*, foi elaborado o “Plano de Investimento para a Europa” (também conhecido como Plano Juncker) para reposicionar a Europa em um caminho de recuperação econômica pós-crise financeira. Um dos pilares do Plano foi a melhora do ambiente empresarial através da eliminação dos obstáculos regulamentares ao investimento²⁴⁴. Então, visando cumprir a meta traçada, foi publicado, em 2015, o “Plano de Ação para a criação de uma União dos Mercados de Capitais (UMC)”²⁴⁵.

De acordo com a Comunicação da Comissão Europeia sobre o tema, a criação da UMC possibilitaria a melhor mobilização de recursos entre os Estados-Membros, beneficiando especialmente as companhias de menor porte²⁴⁶⁻²⁴⁷.

Isso porque identificou-se que a criação da UMC garantiria a simplificação da oferta em diferentes jurisdições e garantiria que companhias de perfis semelhantes se sujeitem a um mesmo padrão normativo (especialmente em relação ao *disclosure* e ao *enforcement*),

²⁴² VEIL & DI NOIA, *SME Growth Markets*, 2017, p. 350.

²⁴³ Cf. Considerando 132 e 132, MiFID.

²⁴⁴ COMISSÃO EUROPEIA, *O que é o Plano de Investimento para a Europa?*, 2015.

²⁴⁵ “*The economic underpinnings of this initiative are clear: A deeper and more liquid capital market should contribute to a more efficient allocation of capital within the single market. [...] Indeed, the reasons for the CMU project echo the economic rationale underpinning the principle of free movement of capital already enshrined in the European Treaties since the 1950s*” (RINGE, *The Politics of Capital Markets Union*, 2019, p. 3).

²⁴⁶ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Plano de ação para a criação de uma união dos mercados de capitais*, 2015.

²⁴⁷ RINGE menciona a motivação econômica para a criação da UMC, mas ressalta a intenção política por trás da proposta: “*There is, however, an equally strong political case for promoting the CMU, above all concerning the current relationship between the EU and the United Kingdom. In fact, the CMU project can be understood as an attempt to repair the strained bond between London and Brussels. This is along two lines. First, the CMU project is a political signal to strengthen the Single Market as a project of all 28 Member States, instead of just the Eurozone countries. Whilst past projects like the Banking Union had been largely confined to the Eurozone (plus participating Member States), this had raised fears of a growing bifurcation of the EU single market, most importantly, leaving out the United Kingdom. The CMU project now sends a strong signal to the UK to remain an active part of the EU, and represents a commitment to the overall single market idea. Secondly, the CMU is a project that finds political support in the UK and thus may help to further its rapprochement to the Union. Against the growing frustration in British politics and the looming threat of an anti-EU referendum, as promised by Prime Minister David Cameron, the prospect of a deeper market for capital might appease the heated atmosphere in London. The City of London stands to benefit from a continent-spanning market, which would facilitate transactions and promises economies of scale. It is therefore no surprise that the CMU initiative was welcomed by British business groups and politicians, including Chancellor George Osborne. Seen from this perspective, proposing a united capital market is a clever move to win back the trust of the UK and to overcome the various confrontations between Europe and Britain, which are not just limited to political disagreement concerning financial regulation, but increasingly courtroom battles over financial laws*” (RINGE, *Capital Markets Union for Europe: A Political Message to the UK*, 2015). Cf. RINGE, *The Politics of Capital Markets Union*, 2019.

independentemente de onde estivessem localizadas na UE, de maneira a evitar a arbitragem regulatória e assegurar a igualdade de captação de recursos entre elas, o que é especialmente importante para as sociedades de menor porte, que possuem maiores obstáculos ao financiamento de seus projetos.

Conforme apresentado pela Comissão Europeia, essas companhias eram desencorajadas a captar recursos no mercado de capitais (principalmente quando a captação era inferior a €100 milhões), uma vez que o ambiente regulatório existente ainda impunha ônus desproporcionais para a realização da oferta de valores mobiliários, sendo notória a necessidade de garantir que as regras dos *SME Growth Markets* fossem devidamente equilibradas, de modo a assegurar a proteção aos investidores sem, contudo, impor encargos administrativos desproporcionais²⁴⁸.

Assim, como era de se esperar, a criação da UMC que pudesse favorecer, dentre outros fatores, o mercado de acesso naquela região, dependeria de uma série de atos, dentre os quais a criação de um aparato jurídico em matéria de mercado de capitais capaz de sanar as ineficiências já identificadas nas regulamentações vigentes²⁴⁹. Nesse sentido, foi promulgado o Regulamento Delegado (EU) 2017/565 (alterado pelo Regulamento Delegado (UE) 2019/1011), disciplinando de forma pormenorizada o funcionamento do *SME Growth Market*^{250, 251}.

Dentre as provisões, o Regulamento Delegado (EU) 2017/565 determina que um *SME Growth Market* não terá regras que imponham encargos aos emissores que sejam superiores àqueles existentes nos mercados regulamentados²⁵². Por exemplo, os critérios para elaboração do documento de admissão das companhias listadas nesses mercados (quando não for obrigatória a elaboração e aprovação do prospecto) podem ser definidos pelo operador do mercado, mas deve ter, necessariamente, requisitos mais brandos do que aqueles impostos para a admissão das companhias nos mercados regulamentados (a autoridade reguladora do mercado tem poderes discricionários para avaliar se tais critérios são suficientes para garantir a proteção dos investidores e a integridade do mercado²⁵³).

²⁴⁸ COMISSÃO EUROPEIA, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões sobre a revisão intercalar do Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais*, 2017.

²⁴⁹ Para a leitura de todas as medidas propostas pela Comissão, cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Plano de ação para a criação de uma união dos mercados de capitais*, 2015.

²⁵⁰ Cf. Considerando 133 e 155 e Art. 33(8), MiFID II.

²⁵¹ Para uma abordagem acerca da evolução das normas acerca do prospecto no âmbito do mercado europeu, cf. ESMA, *Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR (ESMA/2014/1569)*, 2014; ESMA, *Draft technical advice on content and format of the EU Growth prospectus (ESMA31-62-649)*, 2017; ESMA, *Technical advice under the Prospectus Regulation (ESMA31-62-800)*, 2018.

²⁵² Cf. Considerando 112 e Art. 78(2)(d) e (e), Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²⁵³ Cf. Considerando 113, Regulamento Delegado (UE) 2017/565. À título exemplificativo, as normas aplicáveis à admissão das companhias no *AIM* são determinadas pela *LSE*, mas a *FCA* tem competência

Adicionalmente, em relação às obrigações de *disclosure*, o Regulamento Delegado (EU) 2017/565 determina que o operador do mercado é livre para prescrever a utilização das normas contábeis internacionais e/ou locais por parte dos emissores cujos valores mobiliários sejam negociados na sua plataforma e que os prazos de publicação dos relatórios financeiros sejam mais flexíveis e adaptados às necessidades das sociedades de menor porte²⁵⁴.

Outra importante iniciativa conduzida em prol das pequenas e médias empresas no âmbito europeu e visando a UMC foi a modernização da *Prospectus Directive* pela *Prospectus Regulation*²⁵⁵.

Optou-se pela elaboração de um regulamento (e não de uma nova diretiva)²⁵⁶, pois havia o reconhecimento de que era conveniente e necessário a elaboração de regras de aplicação direta aos Estados-Membros para sanar a fragmentação do regime jurídico em relação às ofertas de valores mobiliários²⁵⁷. Desse modo, ao contrário da *Prospectus Directive*, que exigia um ato de transposição da norma para o direito nacional, o regulamento cria direitos e deveres que se impõem diretamente aos Estados-Membros, sem que seja necessária qualquer intervenção da autoridade nacional para tal. Essa medida contribui para a harmonização entre os Estados-Membros, impondo às companhias as mesmas normas, independentemente do país no qual a oferta de valores mobiliários está sendo realizada²⁵⁸⁻²⁵⁹.

Além de alcançar maior convergência entre os Estados-Membros, Busch destaca outros dois objetivos da *Prospectus Regulation*: (i) reduzir os encargos administrativos para a elaboração de um prospecto²⁶⁰, em especial para as pequenas e médias empresas, para os

para verificar a amplitude e o grau de proteção conferido por elas. Entendendo que tais regras não são adequadas à integridade do mercado, a *FCA* pode impor alterações.

²⁵⁴ Cf. Considerando 114 e 115 e Art. 78(2)(g), Regulamento Delegado (UE) 2017/565.

²⁵⁵ Para um histórico sobre a criação da Diretiva 2003/71/CE, cf. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 71-127.

²⁵⁶ Cf. Art. 288, *Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU)*.

²⁵⁷ Ao analisar o Plano de criação da UMC, RINGE destacou a necessidade de as alterações jurídicas serem implementadas via regulamentos: “*At the very least, the project should propose to seek further substantive centralisation by legal mechanisms: that would entail further use of regulations instead of directives, at least maximum harmonisation directives, to ensure a greater coherence of regulatory substance. In parallel, a common approach to enforcement holds great promise for boosting the effectiveness of common capital market measures*” (RINGE, *Capital Markets Union for Europe - A Political Message to the UK*, 2015).

²⁵⁸ “*The 2003 Prospectus Directive was not expressed as a maximum-harmonization measure (maximum harmonization is typically associated with the removal of the ability of Member States to impose additional or more stringent rules in the area concerned upon domestic actors)*” (MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 28).

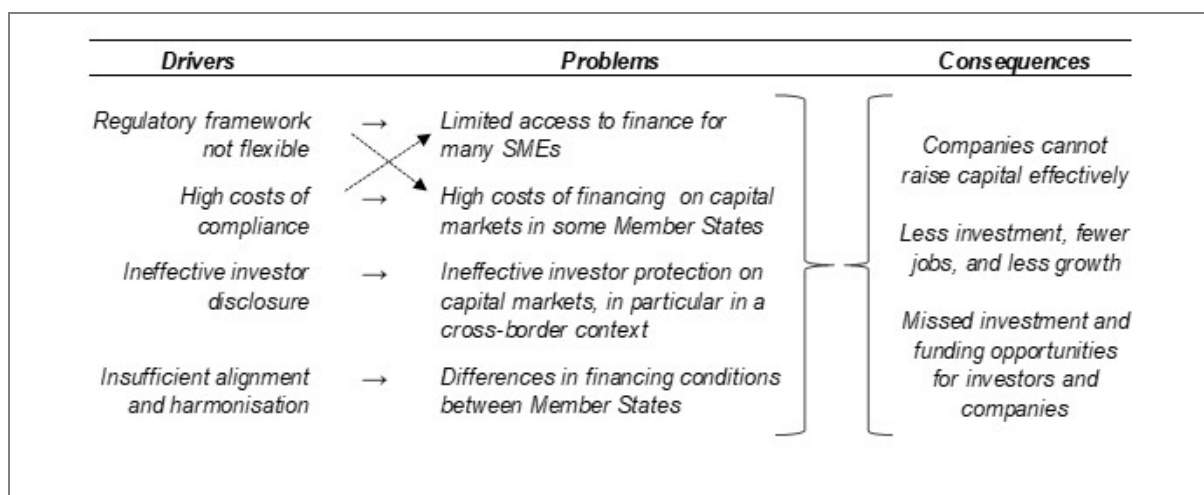
²⁵⁹ Cf. JONG & ARONS, *Modernizing the Prospectus Directive*, 2018, p. 410-413.

²⁶⁰ “*The European Commission is concerned that companies in the US are able to raise three times more capital than companies in Europe. The European prospectus rules are a costly barrier, especially for small companies [...] A rough estimate is that a prospectus costs EUR 1 million for an average equity issue, and a quarter of that for a non-equity issue. Prospectuses and summaries are long. The legal fees involved are 40 per cent of total costs. Therefore, the preparation and approval of a prospectus is a*

emissores frequentes e para a realização de emissões subsequentes (*follow-on*); e (ii) tornar o prospecto uma ferramenta de divulgação mais relevante para potenciais investidores²⁶¹.

A *Figura 2*, constante de um dos documentos de análise da *Prospectus Directive* e de proposta de uma nova regulamentação, sintetiza os desafios atrelados à confecção do prospecto, os quais foram mitigados pela promulgação da *Prospectus Regulation*:

Figura 2: Problemas relacionados à elaboração do prospecto na vigência da Prospectus Directive



Fonte: COMISSÃO EUROPEIA, SWD (2015) 255 final – 2015/0268 (COD), 2015.

Pelo exposto até aqui é possível notar que a *MiFID II* e a *Prospectus Regulation* são importantes marcos para o desenvolvimento do mercado de acesso na Europa. Todavia, anteriormente à promulgação desses diplomas já eram notáveis as preocupações da Comissão Europeia com o desenvolvimento de mecanismos que possibilitassem o acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, especialmente no intuito de conferir a essas sociedades alternativas de financiamento de suas atividades.

A primeira política em favor das pequenas e médias empresas foi estabelecida em 1998 através do documento “*Risk Capital: A Key to job creation in the EU*”. No ano seguinte foi publicado o documento intitulado *The European Charter for Small Enterprises*, no qual os Estados-Membros reconheceram a importância daquelas empresas para a economia da UE e comprometeram-se a adotar o princípio *Think Small First*²⁶² em suas políticas regulatórias.

lengthy, costly, complex process. This is especially so for SMEs because the largest part is fixed costs not varying according to the size of the capital issue. These costs are therefore relatively burdensome for smaller issues” (JONG & ARONS, *Modernizing the Prospectus Directive*, 2018, p. 409 e 412).

²⁶¹

BUSCH, Danny. *The future of the Capital Markets Union after Brexit*, 2019, p. 11-13.

²⁶²

“The definition of the ‘Think Small First’ principle implies that policy makers give full consideration to SMEs at the early policy development stage. Ideally rules impacting on business should be created from

Ademais, definiram dez objetivos para o desenvolvimento das iniciativas voltadas às pequenas e médias empresas, passando a Carta a orientar a política empresarial da Comissão Europeia e dos Estados-Membros²⁶³.

Após quase dez anos, a Comissão Europeia reiterou os objetivos através de uma comunicação, na qual apresentou o *Small Business Act for Europe (SBA)* dispondo sobre princípios e ações que deveriam ser empreendidos pela Comissão e pelos Estados-Membros para reduzir os encargos administrativos atribuídos às pequenas e médias empresas e adaptar a legislação às necessidades daquelas, especialmente em relação à facilidade de acesso a fontes de financiamento para suas atividades²⁶⁴. Assim, de maneira geral, foi somente após sofrer os efeitos da crise financeira de 2008 que a Comissão Europeia começou, de fato, a dar mais enfoque às pequenas e médias empresas em sua agenda regulatória²⁶⁵.

Na comunicação intitulada “*Europa 2020: Estratégia para um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo*”, publicada em 2010, as pequenas e médias empresas ganharam relevância²⁶⁶ e, no ano seguinte, o *SBA* foi analisado de modo a verificar os resultados alcançados até então e avaliar as novas necessidades das pequenas e médias empresas diante daquele contexto económico²⁶⁷. Também ao longo de 2010 e 2011 foram debatidas medidas para estimular o crescimento económico da UE e reforçar a confiança do investidor, dando origem ao que ficou conhecido como *Single Market Act*²⁶⁸.

the SMEs point of view or in other words, SMEs should be considered by public authorities as being their ‘prime customers’ as far as business regulation is concerned. The principle relies on the fact that ‘one size does not fit all’ but a lighter touch approach can also be beneficial to larger businesses. Conversely, rules and procedures designed for large companies create disproportionate, if not unbearable burdens for SMEs as they lack the economies of scale. The application of the ‘Think Small First’ principle aims at ensuring that SMEs voices are heard, that their interests are taken on board by policy makers and that the business environment is favourable to the development of SMEs” (COMISSÃO EUROPEIA, Report of the Expert Group. Think Small First – Considering SME interests in policy-making, 2009).

²⁶³ COMISSÃO EUROPEIA, *European charter for small enterprises*, 2000.

²⁶⁴ COMISSÃO EUROPEIA, “*Think Small First*”: *A Small Business Act for Europe*, 2008.

²⁶⁵ “*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” (MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 68).*

²⁶⁶ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Comunicação da Comissão - Europa 2020: estratégias para um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo (COM(2010) 2020 final)*, 2010.

²⁶⁷ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social e ao Comité das Regiões: Análise do “Small Business Act” para a Europa (COM(2011) 78 final)*, 2011.

²⁶⁸ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Acto para o Mercado Único (COM(2011) 206 final)*, 2011.

Nesse documento, defendeu-se a alterações de várias normas, dentre elas a *MiFID* (acerca da disciplina dos instrumentos financeiros), a Diretiva 2003/6/CE (sobre abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado) e a Diretiva 2003/71/CE (sobre prospectos de oferta de valores mobiliários). E mais: em 2012, foram publicados o *Action Plan to Improve Access to Finance for SMEs* (elaborado pelo *European Economic and Social Committee*) e o *Report on Helping on Small and Medium Sized Companies Access Funding* (elaborado pela *Securities and Markets Stakeholder Group*, a pedido do *Board of Supervisors* da *ESMA*). Ambos os documentos apresentaram propostas para estimular o acesso das pequenas e medidas empresas ao mercado de capitais, principalmente através de flexibilizações regulatórias e de regimes diferenciados para sociedades em estágios iniciais de desenvolvimento²⁶⁹.

Com base nas recomendações, importantes alterações foram implementadas.

A *MiFID*, como mencionado acima, foi substituída em 2014 pela *MiFID II*, ampliando a concorrência entre as plataformas de negociação, a proteção aos investidores e criando um ambiente voltado ao acesso das sociedades de menor porte ao mercado de capitais (o *SME Growth Market*).

Lado outro, a Diretiva 2003/6/CE foi substituída pelo Regulamento (EU) n.º. 596/2014 (*Market Abuse Regulation – MAR*)²⁷⁰, sendo verificadas algumas concessões regulatórias às companhias admitidas no *SME Growth Market*, sob a constatação de que o dever de divulgação de determinadas informações representava um encargo para as pequenas e médias empresas, seja em virtude dos custos de preparação, verificação e disponibilização dessas informações ou em virtude do ônus competitivo decorrente de sua exposição²⁷¹. Nesse sentido, apesar de o *disclosure* ser essencial para garantir a confiança dos investidores nesses emissores, bem como assegurar o funcionamento do mercado, considerou-se necessário fornecer alternativas que desonerem essas sociedades, sem, contudo, prejudicar a transparência do mercado. Sob essa perspectiva, o art. 17(9), do *MAR*, dispõe que as informações privilegiadas de companhias admitidas no *SME Growth Market* podem ser publicadas na plataforma do *MTF* em substituição

²⁶⁹ Cf. EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE, *Action Plan to Improve Access to Finance for SMEs*, 2012; SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, *Report on Helping on Small and Medium Sized Companies Access Funding*, 2012.

²⁷⁰ “O abuso de mercado é o conceito que abrange condutas ilícitas nos mercados financeiros e, para efeitos do presente regulamento, deve ser entendido como consistindo no abuso de informação privilegiada, na transmissão ilícita de informação privilegiada e na manipulação de mercado. Estas condutas impedem uma transparência plena e adequada do mercado, indispensável às operações de todos os agentes económicos num mercado financeiro integrado” (Considerando 7, *MAR*).

²⁷¹ Cf. Considerando 55 e 56, *MAR*.

à divulgação no próprio sítio eletrônico. Tal concessão pode representar uma redução de custo em relação, por exemplo, a manutenção do site.

O *MAR* também isenta as companhias admitidas no *SME Growth Market* do dever de manter lista atualizada das pessoas que podem ter acesso a informação privilegiada na sociedade, já que se entendeu que tal dever seria um encargo administrativo desproporcional àquelas companhias. Todavia, caso seja exigida a informação, a companhia tem o dever de fornecê-la, pois trata-se de instrumento importante para que os reguladores investigam a ocorrência de eventuais abusos de mercado²⁷²⁻²⁷³.

Por fim, a *Prospectus Directive* foi substituída pela *Prospectus Regulation*, que além das vantagens mencionadas anteriormente, instituiu o *EU Growth Prospectus*, ou seja, um instrumento de oferta voltado a determinados emissores de valores mobiliários que pode ser elaborado ao abrigo de regime mais adequado de *disclosure*²⁷⁴.

A despeito do valor das reformas conduzidas, foi observado que as companhias admitidas à negociação num *SME Growth Market* se beneficiavam de relativamente poucos descontos regulatórios se comparados àquelas admitidas à negociação em outros mercados (à título exemplificativo, a maioria das provisões estabelecidas no *MAR* é aplicável indistintamente a todos os emissores, independente do porte ou da plataforma de negociação). Esse baixo nível de diferenciação entre as companhias admitidas no *SME Growth Market* e aquelas admitidas nos demais *MTFs* atuava como um desincentivo para que as plataformas alternativas de negociação realizassem o registro naquela subcategoria²⁷⁵⁻²⁷⁶.

No final de 2017, a Direção-Geral da Estabilidade Financeira, Serviços Financeiros e União dos Mercados de Capitais da (DG-FISMA) Comissão Europeia iniciou uma consulta pública²⁷⁷ para apurar quais eram os obstáculos ao desenvolvimento do mercado de acesso na Europa e quais melhorias poderiam ser realizadas no intuito de desenvolvê-lo. As considerações foram consolidadas em um relatório apresentado no ano seguinte²⁷⁸.

²⁷² Cf. Art. 18(6), *MAR*.

²⁷³ Cf. ESMA, *Draft technical standards on the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/1455)*, 2015.

²⁷⁴ Cf. Art. 15, *Prospectus Regulation*.

²⁷⁵ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera os Regulamentos (EU) n.º. 596/2014 e (EU) 2017/1129 no que diz respeito à promoção da utilização de mercados de PME em crescimento*, 2018.

²⁷⁶ VEIL & DI NOIA tecem críticas ao *MAR* e sugerem duas alternativas de *disclosure* às companhias de menor porte: (i) *disclosure of Key Operating Milestones (KOM)* e (ii) *disclosure of Current Event Report*, cf. VEIL & DI NOIA, *SME Growth Markets*, 2017, p. 354-359.

²⁷⁷ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Public consultation – Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2017.

²⁷⁸ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Public consultation – Feedback statement: Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2018.

Diante das informações apuradas na consulta pública, a Comissão Europeia reiterou a necessidade de introduzir descontos regulatórios suplementares para fomentar a criação de mercados voltados às companhias de menor porte, através de uma proposta de alteração do *MAR*, dentre as quais, modificações atreladas às comunicações prévias com investidores qualificados (isenção de regime em matéria de sondagem de mercado), aos mecanismos para estimular a liquidez dos ativos (*market makers* ou *liquidity contract*²⁷⁹) e ao regime de *disclosure*²⁸⁰. A Comissão propôs, ainda, modificação na *Prospectus Regulation* para facilitar a migração das companhias admitidas no *SME Growth Market* para os mercados regulamentados^{281_282}.

Após avaliação pelos órgãos competentes, as propostas foram acolhidas, dando origem ao Regulamento (EU) 2019/2115 do Parlamento Europeu e do Conselho. Contudo, as alterações no *MAR* serão aplicáveis somente a partir de 1º de janeiro de 2021 (as alterações na *Prospectus Regulation* entraram em vigor em 31 de dezembro de 2019).

A *Figura 3* sintetiza a evolução das discussões em prol das pequenas e médias empresas no âmbito do mercado europeu abordadas no decorrer desta seção.

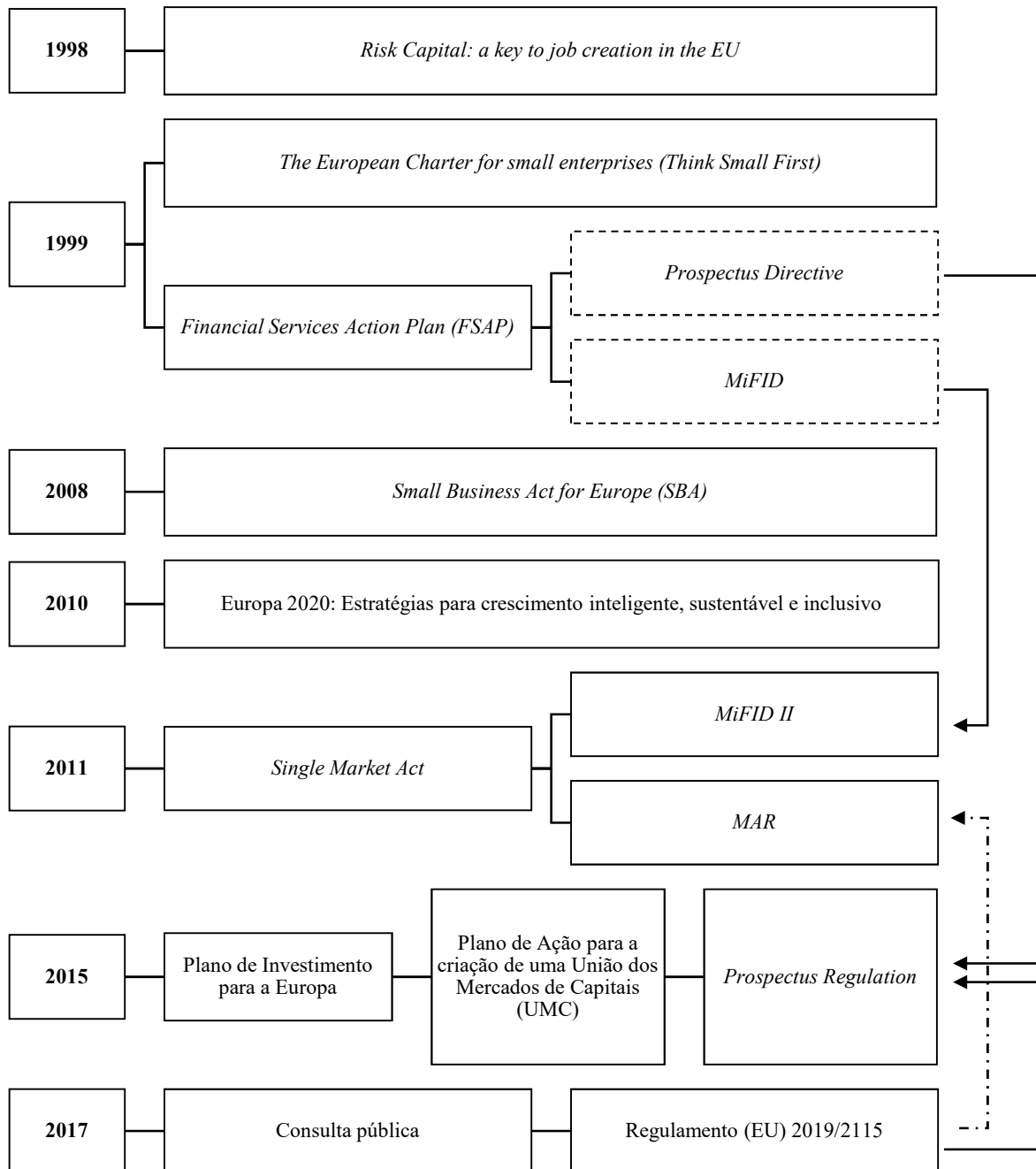
²⁷⁹ “Um mecanismo de criação de mercado [*market-making arrangement*] compreende um contrato entre o operador de mercado e um terceiro que se compromete a manter a liquidez em determinadas ações e que beneficia, por sua vez, de reduções nas despesas de transação. Um contrato de liquidez [*liquidity contract*] compreende um contrato entre um emitente e um terceiro que se compromete a garantir a liquidez das ações do emitente em nome deste” (COMISSÃO EUROPEIA, *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera os Regulamentos (EU) n.º. 596/2014 e (EU) 2017/1129 no que diz respeito à promoção da utilização de mercados de PME em crescimento*, 2018).

²⁸⁰ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera os Regulamentos (EU) n.º. 596/2014 e (EU) 2017/1129 no que diz respeito à promoção da utilização de mercados de PME em crescimento*, 2018.

²⁸¹ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera os Regulamentos (EU) n.º. 596/2014 e (EU) 2017/1129 no que diz respeito à promoção da utilização de mercados de PME em crescimento*, 2018.

²⁸² Perrone tece críticas em relação a forma como a *MiFID II* regulou os *SME Growth Markets*, cf. PERRONE, *Small and Medium Enterprises Growth Markets*, 2018, p. 441-444.

Figura 3: Aprimoramentos em prol das pequenas e médias empresas



Em linhas gerais, verifica-se que todas as alterações normativas conduzidas até então, assim como aquelas que ainda estão em fase de discussão, têm objetivos em comum: reduzir os custos de *disclosure* e de *compliance* e criar mecanismos para atrair um número maior de companhias menores ao mercado de capitais europeu, estando, pois, em consonância com as recomendações dos estudos apresentados no tópico anterior.

3.3 Aprimoramentos no âmbito do mercado de capitais norte-americano

Desde 1982 a *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)* organiza um fórum anual, denominado *Government–Business Forum on Small Business Capital Formation*, que tem como principal escopo destacar os obstáculos à formação de capital para as pequenas e médias empresas e discutir como eles podem ser eliminados ou reduzidos²⁸³. Todavia, se por um lado a *SEC* fomenta a elaboração de um regime jurídico adequado ao ingresso de companhias de menor porte ao mercado de capitais, por outro, reconhece sua função primordial de assegurar o funcionamento adequado do mercado e de proteger os investidores que nele atuam. Assim, um dos principais desafios enfrentados pelo regulador do mercado de capitais tem sido encontrar o ponto de equilíbrio entre esses dois aspectos (concessões regulatórias às pequenas e médias empresas e garantia da proteção ao mercado e ao investidor)²⁸⁴.

Diferentemente dos Estados-Membros da EU, que buscaram equacionar essa questão através da elaboração de uma estrutura de mercado (*SME Growth Market*), marcada por concessões regulatórias aplicáveis tanto aos emissores, quanto aos operadores, o legislador norte-americano optou por instituir diferentes regimes regulatórios para a realização de ofertas de valores mobiliários e criar mecanismos de gradação das normas de *disclosure* e de *compliance* para as companhias a depender de suas características, como: porte, público-alvo e valores mobiliários ofertados²⁸⁵. A discussão em torno da criação de um ambiente de negociação voltado principalmente às companhias em estágios iniciais de desenvolvimento é bastante recente no Congresso norte-americano, embora essa tenha sido uma iniciativa já bem-sucedida em diversos países (e.g. Reino Unido, Canadá, Austrália e China)²⁸⁶. A seguir será

²⁸³ RUBIN, *The JOBS Act: An Overview – What Every Business Lawyer Should Know*, 2012.

²⁸⁴ A necessidade de equilibrar essas funções foi abordada por Mary L. Schapiro, então Presidente da SEC, na carta enviada ao Congresso no mês anterior à publicação do *JOBS Act* (março de 2012): “*The mission of the Securities and Exchange Commission is three-fold: protecting investor; 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 schemes disguised as investment opportunities. As you know, if the balance is tipped to the point where investor are not confident that there are appropriate protection, investor will lose confidence in our markets, and capital formation will ultimately be made more difficult and expensive*” (SCHAPIRO, *Carta de Mary L. Chapiro encaminhada a Tim Johnson e Richard C. Shelby*, 2012).

²⁸⁵ Essas estratégias também foram adotadas no âmbito do mercado europeu (cf. PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, Capítulo 4), estando, contudo, as discussões mais recentes focadas na criação da estrutura própria para as pequenas e médias empresas.

²⁸⁶ Cf. WFE, *An overview of WFE SME Markets*, 2018.

exposta breve síntese da evolução da legislação estadunidense em prol das pequenas e médias empresas.

Desde o início da regulamentação federal norte-americana sobre o mercado de valores mobiliários, com a promulgação do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, já se constatava que algumas companhias, em razão do porte, não possuiriam condições para adimplir com todas as exigências regulatórias, as quais impõem elevados custos de observância. Nesse contexto, o *Securities Act*, promulgado para disciplinar distribuições de valores mobiliários, exigia que as ofertas fossem registradas na SEC para dar transparência às informações imprescindíveis à tomada de decisão do investidor²⁸⁷⁻²⁸⁸, porém, visando não impor ônus regulatório desproporcional a algumas ofertas de valores mobiliários, a *Section 4(2)* isentava de registro aquelas transações que não envolvessem ofertas públicas, estimulando a realização de *private placements* nos EUA²⁸⁹.

A *Section 4(2)*, contudo, continha algumas celeumas. Choi & Pritchard explicam que determinadas ofertas claramente se enquadravam na hipótese de isenção, mas existiam casos nos quais restavam dúvidas acerca de seu cabimento, gerando insegurança no mercado norte-

²⁸⁷ “The major disclosure documents are the registration statement (filed with the SEC) and the prospectus (sent to investors). The prospectus repeats the information found in Part I of the registration statement. The registration statement and prospectus contain information on the issuer’s business, properties, material legal proceedings, directors and offices, ownership, and financials”. (CHOI & PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2015, p. 35).

²⁸⁸ O *Securities Act* não é a única fonte normativa para as ofertas públicas de valores mobiliários: “The state blue sky laws also apply and present additional dilemmas for the corporate practitioner and his or her client. In practical effect, to perfect an exemption, in addition to satisfying the requirements of federal law, the securities regulations of each state where any offer or sale is made also must be satisfied. To the credit of the SEC and the states, significant progress has been made in coordinating the federal and state transactional exemption scheme, thereby alleviating much of the burden in complying with this multifaceted regulatory framework” (STEINBERG, *Understanding Securities Law*, 1996, p. 43). “[...] an important difference between the federal and the state approaches to securities regulation is that the former is exclusively disclosure oriented, whereas many state jurisdiction include within their blue sky laws a so-called merit regulation standard whereby qualification depends on convincing the state blue sky administrator of the substantive merits of the offering. Most state laws embrace some form of merit review” (COX, HILLMAN & LANGEVOORT, *Securities regulation: cases and materials*, 2013, p. 19).

²⁸⁹ “The US private placement market is one of the world’s leading securities markets and plays a major role as a source of finance in the United States. [...] Exemption under Section 4(2) is based on the fact that investor in the private placement market are the type of investors who do not need the protection of the registration provision of the 1933 Act as a result of their ability to obtain from the issuer the information needed for their investment decisions. In order to decide whether a transaction is a private placement, the SEC traditionally applies five criteria: (a) the type of offerees involved, including their financial capability to bear the economic risk of the investment and their degree of sophistication as investors; (b) the number of offerees; (c) the absence of any general solicitation or advertisement concerning the placement; (d) the access of potential investors to relevant information concerning the issuer; and (e) resale restriction” (BARTOS, *United States Securities Law: a practical guide*, 2006, p. 66). GRANIER, REVEST & SAPIO consideram que “Private placements may be viewed as an extension of the venture capital activity, since the equity shares move from the hands of the venture capitalist to the hands of ‘professional’ investors” (GRANIER, REVEST & SAPIO, *SMEs and junior stock markets: a comparison between european and japanese markets*, 2019, p. 46).

americano, especialmente para os emissores, que poderiam incorrer em grave infração à norma²⁹⁰.

Pitta explica que para se esquivar da difícil distinção entre ofertas públicas e privadas, a regulamentação norte-americana evoluiu “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 de enquadramento”²⁹¹.

Nesse cenário e visando expandir as hipóteses de isenção de registro e reduzir as barreiras à captação de recursos, em 1982, a SEC promulgou a *Regulation D (Rules 504, Rule 505 – revogada – e Rule 506)*²⁹², a qual mostrou-se importante para viabilizar o financiamento de companhias nos estágios iniciais de desenvolvimento por meio das ofertas limitadas (*limited offerings*). Nos anos subsequentes à sua promulgação, a *Regulation D* sofreu diversas alterações para acomodar as demandas do mercado²⁹³. Todavia, ampliou as restrições vinculadas à negociação dos valores mobiliários distribuídos segundo essas disposições²⁹⁴.

Em semelhança à *Regulation D*, há a *Regulation S*. A principal diferença entre elas é que essa última é referente às ofertas destinadas exclusivamente aos investidores internacionais (tal *status* é baseado no aspecto geográfico do investidor, não em sua cidadania; assim, por exemplo, um investidor de cidadania estadunidense que reside no Brasil, é considerado, para fins dessa norma, como investidor internacional). É possível a realização simultânea de uma

²⁹⁰ “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 capitalist can provide 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 friend; (b) wealthy individuals; and (c) smaller institutional investor. 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 issues 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” (CHOI & PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2015, p. 559). Cf. *SEC v. Ralston Purino Co.*, 346 U.S. 119 (1953).

²⁹¹ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 491.

²⁹² Sobre a revogação da *Rule 505*, cf. SEC, *Release n. 33-10238; 34-79161; File n. S7-22-15: Exemptions to Facilitate Intrastate and Regional Securities Offerings*, 2016. Para verificar as distinções entre elas, cf. Anexo I deste trabalho.

²⁹³ Para uma abordagem sobre as alterações na *Regulation D*, Cf. SARGENT, *The New Regulation D: Desregulation, Federalism and the Dynamics of Regulatory Reform*, 1990; BRADFORD, *Securities regulation and small business: Rule 504 and the case for an unconditional exemption*, 2001 (sobre as alterações promovidas em 1999; na visão do autor as mudanças foram desfavoráveis às pequenas e médias empresas)

²⁹⁴ “Investors can use the ‘safe harbor’ granted by Rule 144 [and Rule 144A] to resell the shares after one to two years, depending on how much information on the company is publicly available” (ROSS, *Small Business Capital Raises: Legal, Practical, and Market Factors*, 2015).

mesma oferta de valores mobiliários em consonância com as *Regulations D* e *S*, de modo a abranger tanto investidores locais como internacionais.

Como exceções ao registro na *SEC*, também são possíveis as ofertas realizadas em conformidade com a *Regulation A* (criada pela *SEC* com base na *Section 3(b)* do *Securities Act* de 1933), a qual tem como vantagem a possibilidade de os valores mobiliários serem negociados nos mercados secundários (o que é vedado, em regra, aos valores mobiliários emitidos sob as normas da *Regulation D*), de modo que ativos distribuídos em conformidade com essa norma possuem liquidez no momento posterior à emissão.

A despeito dessa vantagem, em virtude da defasagem do limite financeiro determinado pela norma e de suas exigências de *disclosure*, poucas companhias continuaram a se beneficiar dessa isenção²⁹⁵⁻²⁹⁶. Como será abordado mais adiante, esse cenário foi alterado com a promulgação, em 2015, da *Regulation A+*.

Além das hipóteses de isenção de registro da oferta permitidas pelo *Securities Act* de 1933 e mencionadas acima, o *Securities Exchange Act* de 1934 (promulgado para regular as negociações pós-distribuição de valores mobiliários) exigia o registro da companhia emissora tão somente se seus títulos fossem negociados em uma bolsa de valores nacional (*exchange*)²⁹⁷, fato que beneficiava as companhias de menor porte que acessavam o mercado de capitais através de outros ambientes de negociação.

Com a finalidade de ampliar a proteção aos investidores, em 1964, o Congresso estendeu o alcance da maioria das disposições do *Securities Exchange Act* de 1934 àquelas companhias cujos valores mobiliários eram negociados em outros ambientes, passando a contemplar as companhias que transacionavam seus ativos no *over-the-counter market (OTC)*²⁹⁸. Para não

²⁹⁵ Na década de 1960, as vantagens da *Regulation A* foram exaltadas, Cf. FRANK, *The Processing of Small Issues of Securities under Regulation A*, 1962.

²⁹⁶ “Until recently, Regulation A was of little economic significance, hamstrung by a \$5 million ceiling on the offering amount. Issuers were also put off by the time and expense of complying with Regulation A’s gun jumping rules and disclosure requirements. Finally, issuers seeking to use Regulation A were required to comply with ‘Blue Sky’ securities law requirement in every state in which securities were offered and sold. As a consequence, Regulation A was largely ignored” (CHOI & PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2015, p. 588).

²⁹⁷ Cf. *Section 12(a)*, *Securities Exchange Act* de 1934.

²⁹⁸ “The over-the-counter (OTC) market is the residual market where securities trade that are not listed on an exchange. It is not centralized; dealers execute OTC transactions over the phone or by computer. Unlike the auction markets of the exchanges, in the OTC market there is no way for the orders of buyers and seller to meet directly. In almost every OTC trade, there is a professional dealer (‘market maker’) who makes markets by buying or selling securities for its own account. This is why the OTC market is known as a ‘dealer market’” (LANDER, *U.S. Securities Regulation: all you need to know about going public, listing, reporting and private placements*, 2003, p. 27). “‘OTC’ transactions are transactions which are not conducted on an exchange nor subject to the rules of an exchange, but rather are negotiated and contracted privately between the parties. OTC transactions are difficult to regulate because they are conducted off-exchange and so are difficult to observe, and the terms of any transaction could

impor custos excessivos às pequenas e médias empresas, a lei isentou do registro aquelas companhias que possuíam uma classe ou espécie de valor mobiliário detidos por até 500 acionistas ou a soma total de ativos de até US\$1 milhão²⁹⁹.

Conforme se observa, o conceito de companhia aberta nos EUA não estava atrelado a negociação dos valores mobiliários no mercado (como ocorre no Brasil, a partir do art. 4º da Lei nº. 6.404/1976), mas sim a um critério objetivo vinculado ao número de acionistas ou ao volume financeiro dos ativos. Pitta explica que a definição contida no *Securities Exchange Act* de 1934 permite que as sociedades que recorrem a mecanismos alternativos de formação de capital (ou seja, ofertas isentas de registro) não atraíam o *status* de companhia aberta, viabilizando a criação de um perímetro regulatório sujeito a um regramento mais brando, o que é essencial para as empresas em estágios iniciais de desenvolvimento que desejam acessar gradualmente o mercado de capitais³⁰⁰.

Ainda em prol das companhias de menor porte, a SEC adotou, em 1992, a *Regulation S-B*, uma medida que permitia que companhias qualificadas como *Small Business Issuers* estivessem sujeitas a um regime de *disclosure* mais flexível³⁰¹ e, em 2002, instituiu duas categorias para as companhias abertas, *Accelerated filers* e *Non-accelerated filers*, as quais se submeteriam a níveis diferenciados de regulação a depender do porte³⁰².

A despeito das alterações mencionadas em favor das pequenas e médias empresas, também em 2002, em resposta aos eventos de fraudes que haviam ocorrido nos EUA (principalmente na Enron e na WorldCom³⁰³), foi promulgado o *Sarbanes-Oxley Act*,

conceivably include anything whereas transactions conducted on an exchange are both visible (because all trades have to be clear through the exchange) and conducted on standard terms required by the rules of the exchange (HUDSON, *The Law and Regulation of Finance*, 2013, p. xcvi). Sobre as alterações promovidas em 1964, cf. LANGEVOORT & THOMPSON, “*Publicness in contemporary Securities Regulation after the JOBS Act*”, 2013, p. 343-346.

²⁹⁹ Cf. ADVISORY COMMITTEE ON SMALLER PUBLIC COMPANIES, *Final Report*, 2006.

³⁰⁰ PITTA A. G., *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 173-177.

³⁰¹ “*The Commission adopted Regulation S-B and its associated Forms SB-1 and SB-2 based upon the success of Form S-18, which was a simplified registration form for smaller companies under the Securities Act that preceded Forms SB-1 and SB-2*” (U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Release n. 33-8876: Smaller reporting company regulatory relief and simplification*, 2008, p. 9).

³⁰² Em 2005 foi criada uma terceira categoria: *Large accelerated filers* (cf. SEC, *Exchange Act Rule 12b-2 [17 CFR 240.12b-2]*) e, em meados de 2019, a SEC propôs alterações nos conceitos de *Accelerated filer* e *Large accelerated filer* para excluir desse conceito algumas companhias de menor porte que, na vigência da atual norma, são oneradas pelo enquadramento nessas categorias e pelas suas respectivas exigências de *disclosure* e *compliance* (cf. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Release n. 34-85814; File n. S7-06-19*).

³⁰³ Cf. BRICKEY, *From Enron to Worldcom and beyond: life and crime after Sarbanes-Oxley*, 2003; GREEN, *A look at the causes, impact and future of the Sarbanes-Oxley Act*, 2004; NORRIS, *A crime so large it changed the Law*, 2005; ARMOUR & MCCAHERY, *After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US*, 2007.

conferindo obrigações e responsabilidades mais rigorosas às companhias abertas. Tais mudanças impactaram especialmente as pequenas e médias empresas, as quais, em razão dos custos atrelados às observâncias regulatórias, comumente não possuíam condições de cumpri-las. Ademais, os benefícios atrelados às exigências de *disclosure* e de *compliance* introduzidas pela nova norma, embora importantes para as grandes companhias multinacionais, apresentavam valor reduzido para as companhias menores³⁰⁴. Diante deste novo contexto, as companhias de menor porte foram ainda mais desincentivadas a ingressar no mercado de capitais norte-americano³⁰⁵.

Como as vantagens auferidas com a abertura de capitais no mercado estadunidense não mais compensavam as desvantagens para o cumprimento das obrigações introduzidas pelo *Sarbanes-Oxley Act*, algumas sociedades de menor porte, buscando meios de obter financiamento de suas atividades, começaram a migrar para outros mercados, principalmente para o *AIM*, que já possuía regras mais adequadas às companhias menores³⁰⁶⁻³⁰⁷.

³⁰⁴ “From the earliest stages of its implementation, Sarbanes-Oxley Act Section 404 has posed special challenges for smaller public companies. To some extent, the problems smaller companies have in complying with Section 404 are the problems of companies generally: • lack of clear guidance; • an unfamiliar regulatory environment; • an unfriendly legal and enforcement atmosphere that diminishes the use and acceptance of professional judgment because of fears of second-guessing by regulators and the plaintiffs bar; • a focus on detailed control activities by auditors; and • the lack of sufficient resources and competencies in an area in which companies and auditors have previously placed less emphasis. But because of their different operating structures, smaller public companies have felt the effects of Section 404 in a manner different from their larger counterparts. With more limited resources, fewer internal personnel and less revenue with which to offset both implementation costs and the disproportionate fixed costs of Section 404 compliance, these companies have been disproportionately subject to the burdens associated with Section 404 compliance. Moreover, the benefits of documenting testing and certifying the adequacy of internal controls, while of obvious importance for large multinational corporations, are of less certain value for smaller public companies, who rely to a greater degree on “tone at the top” and high-level monitoring controls, which may be undocumented and untested, to facilitate accurate financial reporting. The result is a cost/benefit equation that, many believe, diminishes shareholder value, makes smaller public companies less attractive as investment opportunities and impedes their ability to compete” (ADVISORY COMMITTEE ON SMALLER PUBLIC COMPANIES, *Final Report*, 2006).

³⁰⁵ Para uma abordagem sobre os pontos negativos do *Sarbanes-Oxley Act*, cf. ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 2005; BUTLER & RIBSTEIN, *The Sarbanes-Oxley Debacle: What We’ve Learned; How to Fix It*, 2006.

³⁰⁶ “[...] VC funds in the United States increasingly started to use foreign listing venues – such as AIM in the United Kingdom – to exit their investments after the US IPO market was compromised by a series of uncoordinated regulatory changes dating back to 1997. The migration of US high-growth companies has only gained pace after the promulgation of the Sarbanes-Oxley Act (SOX) in 2002, which imposed stiff legal requirements on publicly held corporations, particularly with regard to their auditing processes [...]. A study published in 2008 [KAMAR, KARACA-MANDIC & TALLEY. *Going-private decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A cross-country analysis*] included compelling evidence showing that SOX had disproportionately affected small US publicly held companies. Because significant costs were imposed on companies that intended to float their shares on US capital markets, AIM, which is based on self-regulation an principle-based rules that allow companies to tailor listing requirements to their specific business needs, quickly became the preferred IPO venue” (MENDOZA & VERMEULEN, *Towards a new financial market segment for high tech companies in Europe*, 2012, p. 388).

³⁰⁷ Tema abordado no Capítulo IV deste trabalho.

Para alterar esse cenário, em 2005, a SEC criou o *Advisory Committee on Smaller Public Companies* para ser encarregado de elaborar um relatório com recomendações acerca de possíveis modificações regulatórias em prol do ingresso de companhias menores ao mercado de capitais norte-americano e restaurar o equilíbrio entre as exigências regulatórias e os benefícios proporcionados por elas³⁰⁸. O relatório final foi publicado em 2006 e trouxe trinta e três recomendações, dentre as quais a criação de novos parâmetros para classificação de companhias conforme o porte³⁰⁹. Tal recomendação foi a gênese da alteração realizada em 2008, a qual criou a categoria *Smaller Reporting Companies (SRC)* em substituição a *Small Business Issuers*.

Um dos objetivos da alteração era simplificar e melhorar as regras de *disclosure* para companhias menores, migrando os requisitos de divulgação da *Regulation S-B* para a *Regulation S-K*, conforme recomendado pelo o *Advisory Committee on Smaller Public Companies* (na visão do Comitê, a consolidação dos requisitos de divulgação dos regulamentos forneceria um conjunto de regras mais adequado ao mercado³¹⁰).

Apesar da importância das demais recomendações contidas no relatório, poucas foram implementadas nos anos seguintes.

³⁰⁸ “We believe that, over the years, some of the original principles underlying our securities laws, including proportionality, have been underemphasized, and that the Commission should seek to restore balance in these areas where appropriate” (ADVISORY COMMITTEE ON SMALLER PUBLIC COMPANIES, *Final Report*, 2006, p. 14).

³⁰⁹ Cf. ADVISORY COMMITTEE ON SMALLER PUBLIC COMPANIES, *Final Report*, 2006.

³¹⁰ “The Securities and Exchange Commission has adopted a new system of disclosure rules for smaller companies filing periodic reports and registration statements with the SEC. The new rules are effective February 4, 2008. They are scaled to reflect the characteristics and needs of smaller companies and their investors. They replace the disclosure requirements formerly in the SEC’s Regulation S-B, which applied to ‘small business issuers’. The new rules are available to all ‘smaller reporting companies’, a larger group of smaller companies. [...] Under the new system, smaller reporting companies will prepare and file their SEC reports and registration statements using the same forms as other SEC reporting companies, though the information required to be disclosed may differ. Eventually, there will be no special ‘small business’ forms like Forms 10-KSB and SB-2. Instead, smaller reporting companies will use standard forms like Forms 10-K and S-1 used by other companies. Regulation S-X contains the SEC requirements for financial statements, while Regulation S-K contains the non-financial disclosure requirements. To locate the scaled disclosure requirements, smaller reporting companies will refer to the special paragraphs labelled ‘smaller reporting companies’ in Regulation S-K” (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Changeover to the SEC’s New Smaller Reporting Company by Small Business Issuers and Non-Accelerated Filer Companies - A Small Entity Compliance Guide*, 2008). Para informações sobre a alteração, cf. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Release n. 33-8876; 34-56994; 39-2451; File n. S7-15-07: Smaller reporting company regulatory relief and simplification*, 2008.

Em 2018, a SEC alterou a definição de *smaller reporting companies* para expandir o alcance da norma. A mudança visou, mais vez, reduzir os custos de conformidade para registrantes de menor porte e promover a formação de capital. A SEC, à época, estimou que 966 companhias se beneficiariam com a alteração. Para informações sobre a alteração, cf. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Release n. 33-10513: Smaller reporting company definition*, 2018.

Com os problemas acentuados com a crise econômica de 2008 e com as alterações normativas que a sucederam (*Dodd-Frank Act* e *Consumer Protection Act*), o *U.S. Treasury Department*, em março de 2011, realizou a *Access to Capital Conference* com o intuito de reunir participantes do mercado de capitais (investidores, advogados, assessores financeiros, bancos de investimentos, executivos, acadêmicos etc.) e solicitar recomendações sobre como restaurar o acesso ao capital para empresas emergentes – especialmente através da realização de *IPOs* no mercado estadunidense. Da conferência surgiu o *IPO Task Force*, com a tarefa de examinar as condições que levaram à crise do *IPO* naquela década e recomendar alterações para fomentar novas ofertas nos anos subsequentes³¹¹.

Em breve síntese, o *IPO Task Force* concluiu que o efeito cumulativo de uma sequência de ações regulatórias estava no centro da crise. Segundo o grupo, embora o objetivo principal da regulação do mercado de capitais fosse proteger os investidores dos comportamentos e riscos apresentados pelas companhias, as normas vigentes e as práticas do mercado haviam: (i) elevado os custos para empresas emergentes; (ii) restringido a quantidade de informações disponíveis aos investidores sobre essas empresas, dificultando a compreensão e o investimento em ações de companhia de pequeno e médio porte; e (iii) tornado o processo de *IPO* menos atraente e mais difícil para as companhias em estágios iniciais de desenvolvimento. Com base nessas constatações, foram feitas quatro recomendações: (i) implementar um regime de *disclosure* gradual para as companhias emergentes (regime denominado de “*IPO On-Ramp*”); (ii) aprimorar a disponibilidade e o fluxo de informações para os investidores antes e depois da realização de um *IPO* (implementando a estratégia “*test the waters*”); (iii) reduzir o imposto sobre ganhos de capital para investidores que comprarem ações em uma oferta pública inicial de companhias emergentes e que as mantiverem por um período mínimo de dois anos; e (iv) educar os emissores sobre como obter sucesso na captação de recursos através do mercado de capitais³¹².

Tais recomendações, assim como aquelas constantes no relatório elaborado pelo *Advisory Committee on Smaller Public Companies*, incentivaram as mudanças implementadas, em 2012, com a promulgação do *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*.

³¹¹ IPO TASK FORCE, *Rebuilding the IPO On-Ramp: Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*, 2011.

³¹² IPO TASK FORCE, *Rebuilding the IPO On-Ramp: Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*, 2011.

O ímpeto legislativo do *JOBS Act* começou como um esforço bipartidário para aumentar a capacidade das pequenas empresas em atrair recursos³¹³⁻³¹⁴ e tamanha foi a importância da proposta para a economia estadunidense que o projeto de lei apresentado à Câmara (então chamado de *Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies Act of 2011*) teve apoio de vários grupos econômicos³¹⁵. Ademais, quando promulgada, o então Presidente Barack Obama ressaltou a relevância das alterações implementadas para o fomento da atividade empresarial e a criação de empregos no país³¹⁶.

Contudo, a nova legislação não esteve isenta de críticas. A Presidente da *SEC* à época, Mary Schapiro, através de uma carta enviada ao Congresso no mês que antecedeu a aprovação do Projeto, questionou, dentre outros pontos, a flexibilização de importantes proteções aos investidores³¹⁷, e o ex-governador de Nova York, Elliot Spitzer, afirmou em dura crítica: “*It is*

³¹³ “As the debate over the measure crested earlier this year, at least 48 companies and organizations lobbied in favor of the *JOBS Act* or some significant provision thereof, compared with only 15 against, according to the Journal’s analysis, which was based on first-quarter lobbying reports filed with the House of Representatives clerk’s office. [...] Proponents who lobbied in the bill’s favor included the National Venture Capital Association, technology groups like the Biotechnology Industry Organization, the New York Stock Exchange, the Nasdaq Stock Market and the U.S. Chamber of Commerce. Opponents included the AFL-CIO and the Council of Institutional Investors” (RAPOPORT, *Tallying the Lobbying Behind the JOBS Act*, 2012).

³¹⁴ “A motivação desse novo estímulo foi resultante de um período mais longo de análise da redução do papel do mercado de capitais na economia americana. No período 1997 a 2012, o número de empresas listadas em bolsa reduziu-se de 8.823 empresas para 4.916, uma redução de 44,3%. No início da década de 1990, o número de IPOs era de 520 por ano, com quase 80% de pequenas empresas (captação de recursos de US\$ 50 milhões), tendo sido reduzido a 130 em 2012. A geração de empregos nas décadas de 1980 e 1990, que foi de 18,3 milhões e 21,6 milhões, apresentou uma queda de 1,5 milhão de empregos na década de 2000” (TOSTA DE SÁ, *Mercado de capitais, desenvolvimento e privatizações*, 2016, p. 282).

³¹⁵ RUBIN, *The JOBS Act: An Overview – What Every Business Lawyer Should Know*, 2012.

³¹⁶ “Now, because we’re still recovering from one of the worst recessions in our history, the last few years have been pretty tough on entrepreneurs. Credit has been tight. And no matter how good their ideas are, if an entrepreneur can’t get a loan from a bank or backing from investors, it’s almost impossible to get their businesses off the ground. And that’s why back in September, and again in my State of the Union, I called on Congress to remove a number of barriers that were preventing aspiring entrepreneurs from getting funding. And this is one useful and important step along that journey. Here’s what’s going to happen because of this bill. For business owners who want to take their companies to the next level, this bill will make it easier for you to go public. And that’s a big deal because going public is a major step towards expanding and hiring more workers. It’s a big deal for investors as well, because public companies operate with greater oversight and greater transparency. And for start-ups and small businesses, this bill is a potential game changer. Right now, you can only turn to a limited group of investors -- including banks and wealthy individuals -- to get funding. Laws that are nearly eight decades old make it impossible for others to invest. But a lot has changed in 80 years, and it’s time our laws did as well. Because of this bill, start-ups and small business will now have access to a big, new pool of potential investors -- namely, the American people. For the first time, ordinary Americans will be able to go online and invest in entrepreneurs that they believe in. [...] This bill represents exactly the kind of bipartisan action we should be taking in Washington to help our economy. I’ve always said that the true engine of job creation in this country is the private sector, not the government. Our job is to help our companies grow and hire. That’s why I pushed for this bill. That’s why I know that the bipartisan group of legislators here pushed for this bill. That’s why I’ve cut taxes for small businesses over 17 times. That’s why every day I’m fighting to make sure America is the best place on Earth to do business” (OBAMA, *Remarks by the President at JOBS Act Bill Signing*, 2012).

³¹⁷ Cf. SCHAPIRO, *Carta de Mary L. Schapiro encaminhada a Tim Johnson e Richard C. Shelby*, 2012).

*a bad sequel to a bad movie. It shouldn't be called the JOBS Act. It should be called the 'Bring Fraud Back to Wall Street Act'*³¹⁸.

Apesar das críticas, o *JOBS Act* promoveu modificações importantes na regulação do mercado de capitais estadunidense para atender demandas de sociedades empresárias em diferentes estágios de desenvolvimento, fomentar IPO de companhias de menor porte e restaurar a vitalidade do mercado de capitais norte-americano.

Em primeiro lugar, o Título III disciplinou a captação de recursos através de plataformas online (*crowdfunding*), estando os emissores submetidos a regras de *disclosure* e de admissão menos rigorosas. No entanto, para proteger os investidores, a norma impôs limites de oferta (até US\$1,07 milhões em um período de 12 meses), de investimento por pessoa física (para aquelas com renda anual ou patrimônio líquido de até US\$107 mil, o investimento foi limitado a US\$2,2 mil ou 5% da renda ou do patrimônio; para aquelas com renda superior àquela, o investimento pode ser de até 10% da renda ou do patrimônio líquido, desde que não exceda US\$107 mil)³¹⁹ e de transações no mercado secundário (os valores mobiliários, salvo exceções, somente podem ser negociados após o período de um ano de sua aquisição).

Em 2015, a *SEC* concluiu a regulação para implementação do *crowdfunding*³²⁰ e, três anos após sua vigência (maio de 2016), apresentou um estudo sobre os impactos da norma na formação de capital e na proteção aos investidores³²¹. Não obstante o curto lapso temporal de análise e as manifestações sobre a necessidade de revisão de alguns itens da norma (especialmente em relação aos custos de *compliance*³²²), foi possível notar a importância do *crowdfunding* enquanto alternativa de financiamento para as sociedades em estágio inicial de desenvolvimento.

O *JOBS Act* instituiu, ainda, uma nova categoria de emissor, a *Emerging Growth Company* (sociedades com receita bruta anual inferior a US\$1 bilhão³²³), que se beneficia de um nível mais baixo de regulamentação no processo de oferta pública de valores mobiliários e em

³¹⁸ RUBIN, *The JOBS Act: An Overview – What Every Business Lawyer Should Know*, 2012.

³¹⁹ Os limites expostos aqui não coincidem com aqueles presentes no *JOBS Act*, pois houve atualização com base na inflação, conforme mandava o Título III. Cf. (U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Investor Bulletin: Crowdfunding investment limits increase*, 2017.

³²⁰ Para compreender a regulação do *crowdfunding* nos EUA, cf. U.S SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Release n. 33-9974; 34-76324; File n. S7-09-13: Crowdfunding*, 2015. Para críticas que antecederam a regulação, cf. HAZEN, *Crowdfunding or Fraudfunding – Social Networks and the Securities Laws – Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure*, 2012.

³²¹ Cf. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Report to the Commission: Regulation Crowdfunding*, 2019.

³²² Cf. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Report to the Commission: Regulation Crowdfunding*, 2019, p. 28-32.

³²³ Cf. *Section 2(a), Securities Act; Section 3(a), Securities Exchange Act.*

relação aos requisitos posteriores de *disclosure* e de *compliance*³²⁴ por um período de até cinco anos (implementação do *IPO On-Ramp* sugerido pelo *IPO Task Force*). Além disso, a *Emerging Growth Company*, em exceção à regra vigente até então, pode enviar uma minuta do registro de oferta pública para a *SEC*, de modo confidencial, o que resguarda o plano de negócio perante os concorrentes e protege a companhia contra os efeitos de uma possível desistência da operação³²⁵⁻³²⁶ (posteriormente, a *SEC* estendeu a confidencialidade do pedido de registro da oferta a todas as companhias). Com tais alterações, as sociedades de médio porte que não são contempladas pelos limites de ofertas realizadas por meio das plataformas de *crowdfunding*, passaram a ter condições mais razoáveis para ingressarem no mercado de capitais, uma vez que se beneficiam das concessões conferidas às *Emerging Growth Companies*.

Adicionalmente, diante da percepção de que o limite de isenção de registro de oferta de valores mobiliários constante na *Regulation A* não contemplavam a realidade do mercado, o *JOBS Act* alterou a *Section 3(b)*, do *Securities Act* de 1933, para, dentre outras provisões, possibilitar isenções em ofertas com volume financeiro de até US\$50 milhões³²⁷. Em 2015, a

³²⁴ “First, emerging growth companies are exempt from ‘say on pay’ requirement that shareholders must have the ability to vote on executive compensation. Exchange Act §14A. The JOBS Act also exempts emerging growth companies from the CEO Pay Disparity disclosures required for public companies pursuant to the Dodd-Frank Act. Third, the JOBS Act exempts emerging growth companies from certain disclosure requirements under Items 301 (selected financial data) and 303 (Management Discussion and Analysis) of regulation S-K. Fourth, the JOBS Act exempts emerging growth companies from the requirement that an external auditor must attest to the internal controls of a public company pursuant to §404 of the Sarbanes-Oxley Act [...] Finally, the JOBS Act exempts emerging growth companies from any rules promulgated by the Public Company Accounting Oversight Board requiring mandatory audit firm rotation or supplemental information to the auditor’s report” (CHOI & PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2015, p. 181).

³²⁵ “The SEC has established a secure e-mail system for issuers to use in submitting draft registration statements. Normally, at least for U.S domestic issuers, the SEC makes all version of filed registration statements available to the public. Keeping an initial registration statement filed with the SEC confidential gives the issuer the ability to hide information contained in the registration statement from competitors. This ability to keep proprietary information confidential – at least temporarily – is particularly important for new IPO issuers with little public information available. Confidentiality also allows issuers to withdraw from the public offering process without sending a signal of failure to the marketplace” (CHOI & PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2015, p. 422).

³²⁶ Em entrevista à KPMG em 2015, KATE MITCHELL considerou que essa era uma das mais importantes alterações propostas pelo *JOBS Act*: “With only 20-25% of filed S-1 actually resulting in an IPO, there is significant reputational risk in releasing a non-vetted S-1 filing. There’s no feedback from the SEC or any indication of institutional investor appetite, yet your data is public. You don’t know how the conversation will go. Your company can get picked apart, for whatever reason, and you can’t respond. It is likely to hurt employee morale and raise customer concerns unnecessarily if an IPO is delayed or cancelled. Before the confidential filing provision, there was all of the cost and none of the benefit in starting the drafting process. Having access to feedback from the SEC and investors in private is very valuable. The back-and-forth is eventually disclosed before the IPO – none of the conversation is ever kept from investors. And the SEC and the issue still get the benefit of an open comment period as well” (KPMG, *After the jobs act: The impact on private companies*, 2015).

³²⁷ “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 §3(b)(4),

SEC implementou as isenções através da chamada *Regulation A+* (denominada de *Mini-IPO*), a qual criou dois regimes distintos: *Tier 1*, abrangendo ofertas com volume financeiro de até US\$20 milhões, e *Tier 2*, para ofertas de, no máximo, US\$50 milhões³²⁸.

As distinções entre os diferentes regimes de exceções de registro de oferta de valores mobiliário³²⁹ podem ser verificadas no *Anexo I* deste trabalho.

Ainda sobre as alterações promovidas pelo *JOBS Act* destaca-se a modificação do limite constante na *Section 12* do *Securities Exchange Act* de 1934. Todas as companhias que no final do ano fiscal apresentassem mais de US\$1 milhão em ativos, ou mais de 500 acionistas deveriam ser registradas junto à SEC. Com a promulgação do *JOBS Act*, somente as companhias que possuam mais de US\$10 milhões em ativos, ou que tenham uma classe ou espécie de valor mobiliário detida por mais de 2.000 acionistas (ou mais de 500 acionistas não sofisticados³³⁰) passaram a se submeter ao registro. Uma vez que a elaboração dos documentos exigidos para atender tal regra requer investimento (financeiro e de pessoal), as alterações dos limites foram benéficas especialmente às companhias de menor porte que não eram contempladas com os limites anteriores da norma.

Ademais, o *JOBS Act* também alterou a *Section 12(g)(5)* do *Securities Exchange Act* de 1934 de modo a excluir da contagem as pessoas que detêm valor mobiliário em razão de planos de remuneração baseados em *Stock Option*. Choi & Pritchard explicam que antes do *JOBS Act* algumas sociedades tinham que se preocupar com as *Stock Options* conferidas aos funcionários como remuneração, pois se o número de colaboradores crescesse muito, a sociedade poderia se enquadrar no critério de registro antes de estar pronta para cumprir com todas as exigências regulatórias atribuídas pelo regulador. Os autores ressaltam que, ocasionalmente, esse fato

which provides for ongoing period disclosure after the offering. Rather than piggyback onto the existing disclosure regime, Congress instructed the SEC to created a new set of disclosure rules for Regulation A issuers” (CHOI & PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2015, p. 589).

³²⁸ Para compreender as alterações na *Regulation A*, cf. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, [Release N. 33-9741; 34-74578; 39-2501; File N. S7-11-13] - *Amendments for Small and Additional Issues Exemptions under the Securities Act (Regulation A)*, 2015. Para ver síntese das distinções entre *Tier 1* e *Tier 2*, cf. CHOI & PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2015, p. 588-605; ROE, *Will Regulation A+ Find Its Niche? Some Opportunities to Explore*, 2015; Para verificara os resultados alcançados após a promulgação da norma, cf. KNYAZEVA, *Regulation A+: What do we know so far?*, 2016. Para uma análise dos efeitos da alteração regulatória (período de análise: 2015 a 2019), cf. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis*, 2020.

³²⁹ Para uma análise das isenções de registro de oferta de valores mobiliários, cf. BAUGUESS, GULLAPALLI & IVANOV, *Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017*, 2018.

³³⁰ Cf. *Rule 505(a)*, *Regulation D*, SEC.

criava um obstáculo para o desenvolvimento de empresas do setor de alta tecnologia que dependem de planos de remuneração baseada em opções para se desenvolverem³³¹.

A despeito dessas alterações, o *JOBS Act* não se limitou a reduzir os custos regulatórios para as pequenas e médias empresas. Ele também incluiu disposições para aumentar a visibilidade dessas companhias perante o mercado ao permitir que as *Emerging Growth Companies* abordem *qualified institutional buyers*³³² e *accredited institutional investors* antes do período da oferta (implementação do "test the waters" sugerido pelo *IPO Task Force*) e ao flexibilizar algumas restrições aplicáveis aos analistas de investimentos para viabilizar que as informações dessas companhias fossem difundidas mais facilmente no mercado.

Ambas as alterações mencionadas foram criticadas pela Presidente da *SEC* à época, Mary Schapiro. Embora tenha reconhecido que comunicações prévias possibilitam que companhias economizem tempo e recurso e que a *SEC* já utilizasse a estratégia de "test the waters" em outras situações, Schapiro alegou que as comunicações anteriores à aprovação do prospecto poderiam distrair os investidores e fazer com eles tomassem decisões com base nesses materiais e não nos documentos da oferta publicados posteriormente³³³. Também defendeu que as concessões aplicadas aos analistas de investimentos afastavam requisitos importantes da norma anterior, os quais evitavam conflitos de interesse entre o analista e a companhia objeto da análise³³⁴.

³³¹ CHOI & PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2015, p. 164.

³³² Cf. Rule 144A, *SEC*.

³³³ "H.R 3606 would allow emerging growth companies to 'test the water' to determine whether investors would be interested in an offering before filing IPO documents with the Commission. This would allow offering and other materials to be provide to accredited investors and qualified institutional buyer before a prospectus – the key disclosure document in an offering – is available. There could be real value to permitting these types of pre-filing communications: it could save companies time and money, and make it more likely that companies that file for IPO ca complete them. Indeed, there are some SEC rules that permit 'test the water' activities already. However, unlike the existing 'test the waters' provisions, the provisions of H.R 3606 would not require companies to file with the SEC and take responsibility for the materials they use to solicit investor interest, even after they file for their IPOs. This would result in uneven information for investors who see both the 'test the waters' materials and the prospectus compared to those who only see the prospectus. In addition, as with the provisions relating to research reports, it could result in investors focusing their attention on the 'test the water' materials instead of the prospectus, without important investor protection being applied to those materials" (SCHAPIRO, Carta de Mary L. Schapiro encaminhada a Tim Johnson e Richard C. Shelby, 2012).

³³⁴ "H.R 3606 also would weaken important protections related to (1) the relationship between research analysts and investment bankers within the same financial institution by eliminating a number of safeguards established after the research scandals of the dot-com era and (2) the treatment of research reports prepared by underwriters of IPOs. H.R 3606 would remove certain important measure put in place to enforce a separation between research analysts and investment bankers who work in the same firm. The rules requiring this separation were designed to address inappropriate conflicts of interest and other objectionable practices – for example, investment bankers promising potential clients favourable research in return for lucrative underwriting assignments – which ultimately severely harmed investor confidence. In addition. H.R 3606 would overturn SRO rules that establish mandatory quit periods designed to prevent banks from using conflicted research to reward insiders for selecting the bank as

Apesar das críticas, estudos demonstram que *JOBS Act* gerou resultados positivos em relação ao ingresso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais estadunidense³³⁵. Segundo um relatório publicado, em 2015, pela Ernst & Young, “*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*”. O relatório aponta, ainda, que 87% das companhias fizeram o pedido de registro da oferta de modo confidencial. Em relação às flexibilizações do *disclosure* (*IPO On-Ramp*), o relatório demonstra que as companhias têm recorrido às dispensas (por exemplo, 95% das companhias reduziram a transparência acerca da remuneração dos diretores), o que permite concluir que tais concessões foram adequadas às companhias de menor porte³³⁶.

Em outra análise, Zeidel afirmou que “*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*”³³⁷.

Em 2015, alterações foram promovidas no *JOBS Act* pelo *Fixing America’s Surface Transportation Act (FAST Act*, denominado de “*JOBS Act 2.0*”) refletindo os esforços adicionais do Congresso norte-americano para aumentar o número de *IPOs* pelas *Emerging Growth Companies*, reduzir os encargos de ofertas públicas de valores mobiliários para as companhias de menor porte e melhorar a liquidez do mercado. Já no início de 2017, foi proposto o “*JOBS and Investor Confidence Act of 2018*” (chamado de “*JOBS Act 3.0*”). Trata-se de um

underwriter. I am concerned that the changes contained in H.R 3606 could foster a return to those practices and cause real and significant damage to investors. In addition, the legislation would allow, for the first time, research reports in connection with an emerging growth company IPO to be published before, during, and after the IPO by the underwriter of that IPO without any such reports being subject to the protections or accountability that currently apply to offering prospectuses. In essence, research reports prepared by underwriters in emerging growth company IPOs would compete with prospectuses for investors’ attention, and investor would not have the full protection of the securities laws if misled by the research reports” (SCHAPIRO, Carta de Mary L. Schapiro encaminhada a Tim Johnson e Richard C. Shelby, 2012). No mesmo sentido, COX, HILLMAN & LANGEVOORT, *Securities regulation: cases and materials*, 2013, p. 146.

³³⁵ Para uma análise detalhada dos impactos do *JOBS Act* para a abertura de capital, Cf. BERDEJÓ, *Going public after the JOBS Act*, 2015 (o autor conclui que as companhias foram beneficiadas com os requerimentos de *disclosure* mais flexíveis e que houve um aprimoramento do acesso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, todavia demonstrou que o número de *IPOs* realizados pelas companhias de menor porte não sofreu aumento relevante, visto que elas optam por ofertas privadas, as quais também foram incentivadas pela nova lei).

³³⁶ Cf. EY, *The JOBS Act: 2015 mid-year update - An overview of implementation and an analysis of emerging growth company trends*, 2015. O relatório não permite uma visão muito abrangente de todas as alterações proporcionadas pelo *JOBS Act*, uma vez que algumas modificações exigiam regulamentações posterior da *SEC*, as quais ocorreram em 2015 (*Regulation A+*) e em 2016 (*Crowdfunding*).

³³⁷ Cf. ZEIDEL, *The JOBS Act: Did It Accomplish Its Goals?*, 2016.

pacote de reformas para expandir o *JOBS Act*, modernizar o mercado estadunidense, promover a formação de capital, a confiança do investidor e o crescimento da economia.

Em julho de 2018, as propostas foram aprovadas pela Câmara dos Deputados (*House of Representatives*)³³⁸⁻³³⁹. Dentre as alterações destacam-se: a ampliação do conceito de *Accredited investor* (para ampliar a base de investidores em determinadas ofertas de valores mobiliários)³⁴⁰ e a previsão de mercados voltado às pequenas e médias empresas e adaptados às características dos emissores de menor porte (*venture exchange*)³⁴¹, a semelhança do que ocorre no âmbito do mercado europeu.

O projeto ressaltou, ainda, a necessidade de estudos para verificar: (i) os custos para realização de oferta de valores mobiliários (principalmente em relação aos custos dos *underwriters*, assessores e demais profissionais envolvidos na realização do *IPO*)³⁴²⁻³⁴³; e (ii) os fatores relacionados à análise de investimentos de companhias de menor porte (em especial, a demanda e a disponibilidade de relatórios, a existência de conflitos de interesse relacionados à produção e a distribuição das pesquisas, os custos para sua confecção, os obstáculos para a cobertura de pesquisa de pequenos emissores devido à concentração e consolidação de consultores de investimentos e corretoras etc.)³⁴⁴. Tais estudos seriam utilizados para subsidiar reformas posteriores voltadas às pequenas e médias empresas.

As propostas ainda estão tramitando no Congresso norte-americano, mas são aguardadas pelo mercado. Na Câmara a lei passou com aprovação de 406 votos, contra apenas 4 votos negativos; espera-se resultado semelhante no Senado, embora possam existir alguns obstáculos com a proximidade da eleição presidencial.

Diante do exposto é possível perceber que apesar dos aprimoramentos já realizados no âmbito do mercado norte-americano para facilitar o acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, há ainda importantes modificações em discussão. Tais alterações, como é notável, buscam (em semelhança ao que foi observado no contexto do mercado de capitais

³³⁸ Cf. U.S HOUSE OF REPRESENTATIVES, S. 488 [*JOBS Act 3.0*], 2018.

³³⁹ Para uma síntese das propostas, cf. POLLNER, ISING & HAMLETTE, *JOBS Act 3.0*, 2018.

³⁴⁰ Cf. *Titles IV e X*, U.S HOUSE OF REPRESENTATIVES, S. 488 [*JOBS Act 3.0*], 2018.

³⁴¹ Cf. *Title XX*, U.S HOUSE OF REPRESENTATIVES, S. 488 [*JOBS Act 3.0*], 2018.

A SEC já aprovou o funcionamento de mercados voltados às companhias de menor porte; é o caso da *Long Term Stock Exchange – LTSE* (aprovada pela SEC em 2019).

³⁴² Cf. *Title XXXI*, U.S HOUSE OF REPRESENTATIVES, S. 488 [*JOBS Act 3.0*], 2018.

³⁴³ Os custos para a realização de *IPO* pelas pequenas e médias empresas foram apresentados por um dos comissários da SEC, cf. JACKSON JR., *The Middle-Market IPO Tax*, 2018 (“*These days in Washington folks seem convinced that so-called red tape is the reason why smaller companies so rarely go public. We’ve even come up with a name for it: ‘burdensome regulation’. But I think the story is much more complicated than that. And I think it’s high time to ask whether middle-market companies are paying too high a price for access to America’s capital markets*”).

³⁴⁴ Cf. *Title XXIV*, U.S HOUSE OF REPRESENTATIVES, S. 488 [*JOBS Act 3.0*], 2018.

européu) mitigar os custos regulatórios aplicáveis às pequenas e médias empresas sem, contudo, prejudicar o adequado funcionamento do mercado de capitais com a dispensa desarrazoada de informações essenciais para a tomada de decisão do investidor.

3.4 Aprimoramentos no âmbito do mercado de capitais brasileiro

A despeito da identificação de obstáculos normativos ao desenvolvimento do mercado de acesso no Brasil e da percepção de que há ainda um longo caminho a ser percorrido para facilitar o financiamento dos projetos das pequenas e médias empresas³⁴⁵, não se pode desconsiderar a trajetória já realizada pela CVM e pelas entidades autorreguladoras, no intuito de inserir essas sociedades no mercado de capitais. Os parágrafos a seguir serão destinados a uma breve apresentação das mudanças implementadas nos últimos anos e das discussões mais recentes sobre a temática.

A ICVM n.º. 400/2003, em seu art. 5º, inciso III, previa a hipótese de dispensa automática de registro para valores mobiliários de emissão de microempresa e empresa de pequeno porte, desde que a oferta estivesse limitada a R\$2,4 milhões em cada período de doze meses. Tal dispositivo, embora à primeira vista parecesse relevante para o acesso de sociedades menores ao mercado de capitais, não apresentou repercussões práticas em relação à emissão de ações. Como o conceito de microempresa e empresa de pequeno porte adotado pela instrução era aquele constante na Lei Complementar n.º. 123/2006, a norma não contemplava as sociedades constituídas sob a forma de sociedade anônima³⁴⁶ e se restringia a sociedades que possuíam receita bruta anual inferior a R\$4,8 milhões. Assim, conforme aponta Pitta, a isenção ficava limitada “a um universo de empresas que flagrantemente não compõem o grupo daquelas que teriam interesse em beneficiar-se do acesso ao mercado de valores mobiliários”³⁴⁷.

³⁴⁵ Destacam-se as alterações visando fomentar o acesso ao crédito para as pequenas e médias empresas, como, por exemplo, a Resolução n.º. 4.656/2018, que regulou a atuação das *fintechs* de mútuo e instituiu as sociedades de crédito direto (SCD) e as sociedades de empréstimo entre pessoas (SEP) e a Lei Complementar n.º. 167/2019, que criou a Empresa Simples de Crédito (ESC).

³⁴⁶ Cf. Art. 3º, §4º, LC n.º. 123/2006.

A limitação presente no dispositivo foi objeto de crítica de Parentoni: “Como visto, há uma aproximação contínua, quanto à estrutura interna e funcionamento, entre S/A fechada e LTDA. Características clássicas que as diferenciavam, em outros tempos, estão sendo cada vez mais atenuadas. Não obstante, a Lei Complementar n.º 123/2006, em descompasso com a realidade, ainda proíbe que a S/A seja enquadrada como pequeno empresário. Ao fazer isto, acarreta uma série de efeitos adversos” (PARENTONI & FÉRES, *Sociedade anônima fechada em perspectiva*, 2016, p. 56).

³⁴⁷ PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 335.

Em 2017, tal inciso foi revogado pela ICVM n.º. 588/2017, que regulamentou a captação através de *crowdfunding*³⁴⁸. Por meio dessa instrução, as sociedades de menor porte – comumente aquelas em estágios iniciais de desenvolvimento – passaram a ter como alternativa de financiamento a captação de recursos através de plataformas eletrônicas de financiamento coletivo, sendo as sociedades isentas dos registros de oferta e de emissor de valores mobiliários³⁴⁹.

A ICVM n.º. 588/2017 abarcou maior número de sociedades, ao adotar conceito distinto para as “sociedades empresárias de pequeno porte”, qual seja: aquelas com receita bruta anual de até R\$10 milhões³⁵⁰⁻³⁵¹. A instrução também aumentou o limite máximo da oferta pública para R\$5 milhões³⁵² e criou os chamados sindicatos de investimento³⁵³.

Não obstante a ICVM n.º 588/2017 ter mais que dobrado o valor máximo captado na oferta, tal limite foi criticado na Audiência Pública SDM n.º. 06/2016, sendo recomendada sua alteração para R\$10 milhões. A CVM não acatou a sugestão e considerou que não era desejável que uma oferta pública de valores mobiliários dispensada de registro apresentasse um valor significativo a ponto de causar um impacto negativo no mercado³⁵⁴, razão pela qual deveria ser utilizada com moderação. Ademais, informou que a média dos montantes ofertados pelas

³⁴⁸ Para uma abordagem sobre a regulamentação do *crowdfunding*, cf. RAGIL, *Retrato da evolução regulatória do equity crowdfunding no Brasil*, 2018.

³⁴⁹ Cf. Art. 7º, inc. VIII, ICVM n.º. 480/2009.

³⁵⁰ Cf. Art. 2º, ICVM n.º. 588/2017.

Esse ponto foi alvo de propostas durante a Audiência Pública SDM n.º. 06/2016. Foi sugerido: (i) que a norma adotasse o mesmo critério da Lei n.º. 13.043/20014, isto é, valor de mercado inferior a R\$700.000.000,00 (setecentos milhões de reais) e receita bruta anual inferior a R\$500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais); e (ii) a majoração do valor para R\$16.000.000,00 (dezesseis milhões de reais), de forma a equiparar ao conceito constante na norma instrução 578/2016, que disciplina os fundos de investimento em participação. A CVM não acolheu as propostas entendendo que “valor proposto é adequado para esse primeiro momento de consolidação do *crowdfunding* de investimento no Brasil” (CVM. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n.º. 06/2016*, 2017).

³⁵¹ Na Audiência Pública SDM n.º. 06/2016, alguns participantes do mercado questionaram a limitação do uso da plataforma às sociedades empresárias e a exigência do registro no órgão competente. Diante das propostas, a CVM sustentou que “sociedades empresárias guardam um grau de governança mais adequado para esse primeiro estágio de regulamentação, no qual os investidores não possuem experiência em relação a este novo mercado. A exigência de registro nas juntas comerciais tem a finalidade de excluir tipos societários de natureza contratual, notadamente a sociedade em conta de participação (“SCP”). Esse tipo societário oferece riscos demasiadamente altos para os investidores como, por exemplo, uma separação patrimonial clara entre o patrimônio da sociedade e dos sócios e a falta de formalização da sociedade, o que aumenta muito a chance de fraudes” (CVM. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n.º. 06/2016*, 2017).

³⁵² Cf. Art. 3º, ICVM n.º. 588/2017.

³⁵³ “Sindicato de investimento participativo (‘sindicato’): grupo de investidores vinculados a um investidor líder (‘investidores apoiadores’) e reunido com a finalidade de realizar investimentos em sociedades empresárias de pequeno porte, sendo facultativa a constituição de um veículo de investimento para participar das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas com dispensa de registro nos termos desta Instrução” (Art. 2º, inc. V, ICVM n.º. 588/2017).

³⁵⁴ CVM. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n.º. 06/2016*, 2017.

plataformas de *crowdfunding* de investimento no Brasil estavam na faixa de R\$400 mil, estando, portanto, o valor proposto adequado às necessidades do mercado³⁵⁵.

Ainda, a norma (i) impôs um limite de investimento por investidor (R\$10 mil por ano-calendário, exceto no caso de investidor líder, investidor qualificado e pessoa cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$100 mil, hipótese na qual o limite pode ser ampliado para até 10% do maior desses dois valores por ano-calendário³⁵⁶); (ii) exigiu que as plataformas exercessem a função de *gatekeepers*³⁵⁷; e (iii) proibiu a realização de operações no mercado secundário.

A despeito das críticas à ICVM n.º. 588/2017, em especial acerca de sua abrangência e da vedação à negociação no mercado secundário dos valores mobiliários ofertados naquela modalidade, é inegável que esse regramento ampliou, ainda que timidamente, as opções de financiamento para pequenas e médias empresas, sendo, portanto, um passo relevante para a discussão em torno da inserção dessas sociedades no mercado de capitais brasileiro.

Em março de 2020, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM n.º. 02/2020 propondo aprimoramentos na ICVM n.º. 588/2017. Dentre as principais propostas, destacam-se: (i) a ampliação da proteção aos investidores através: (a) da exigência de escrituração dos valores mobiliários; (b) do aprimoramento na estrutura das plataformas que disponibilizam as ofertas; e (c) da melhora do regime informacional da oferta pública; (ii) a ampliação dos limites do volume financeiro máximo de captação (de R\$5 milhões para R\$10 milhões), da receita bruta do emissor (de R\$10 milhões para R\$ 30 milhões) e do investimento individual anual (de R\$10 mil para R\$20 mil por investidor); (iii) a expansão das possibilidades de divulgação da oferta³⁵⁸; (iv) a possibilidade de as plataformas atuarem como facilitadoras de transações secundárias entre os investidores que tenham participado de uma ou mais ofertas do mesmo emissor; e (v) o aprimoramento de mecanismos operacionais da oferta.

³⁵⁵ CVM. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n.º. 06/2016*, 2017. Apesar da alegação CVM, captações de volumes financeiros relevantes já foram realizados por meio de *crowdfunding*. O principal exemplo é a *fintech* Mutual, que captou em apenas nove dias R\$4 milhões através da plataforma EqSeed.

³⁵⁶ Cf. Art. 4.º, ICVM n.º. 588/2017. Na Audiência Pública SDM n.º. 06/2016, foi proposto que o limite de investimento por investidor fosse apurado por empresa investida e não por ano-calendário, de maneira a viabilizar a diversificação de portfólio e facilitar a verificação do enquadramento pela plataforma. A CVM não acolheu a proposta preferindo manter uma posição conservadora em torno do tema (CVM. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n.º. 06/2016*, 2017).

³⁵⁷ Sobre a condição de *gatekeeper* das plataformas de investimento coletivo, cf. DOTTA & SANTICIOLI, *A responsabilidade das plataformas eletrônicas nas ofertas de valores mobiliários do equity crowdfunding*, 2017.

³⁵⁸ O mercado já discute a exclusão do “período de silêncio” das ofertas públicas (art. 48, IV, ICVM n.º. 400/2003, cf. PITTA & CAVALCANTI, *O período de silêncio deve ser excluído das ofertas públicas?*, 2020).

A CVM reiterou que o desenvolvimento sustentável e contínuo dessa modalidade de investimento deve se dar com o aumento gradativo dos limites regulatórios e com o acompanhamento permanente dos problemas e riscos apresentados pelas ofertas públicas realizadas pelas plataformas³⁵⁹. Adicionalmente, a Autarquia destacou o histórico de baixa reclamação acerca da atuação das plataformas e a ausência de ocorrência de fraudes até a publicação do Edital³⁶⁰.

As alterações sugeridas vão ao encontro das demandas dos participantes do mercado e já eram bastante aguardadas. Todavia, mesmo que tais mudanças venham a ser implementadas, deve-se ter em mente que o *crowdfunding* não se destina a substituir o papel das demais modalidades de captação de recurso (como, por exemplo, os empréstimos bancários ou aqueles concedidos pelos investidores anjos, de *venture capital* ou de *private equity* etc). Em vez disso, o potencial desse veículo de investimento está em preencher as lacunas de financiamento existentes nos estágios iniciais de desenvolvimento da atividade empresarial³⁶¹, estando sua regulação alinhada com as práticas adotadas em outros países e com as recomendações dos relatórios internacionais apresentados na seção anterior deste trabalho³⁶².

Ainda, em relação às evoluções regulatórias em prol do acesso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, merecem citação aquelas estimuladas pelas propostas do Comitê Técnico de Ofertas Menores, quais sejam: (i) a ICVM n.º. 555/2014, que criou os Fundos de Investimento em Ações – Mercado de Acesso (FMA)³⁶³; (ii) a Lei n.º 13.043/2014 (conversão da Medida Provisória n.º. 651/2014), que concedeu isenção de imposto de renda sobre: (a) alienação em bolsa de valores de ações de pequenas e médias empresas, nos termos do art. 16; e (b) resgate de cotas de fundo de investimentos abertos constituídos na modalidade de FMA, em consonância com o art. 18; e (iii) a ICVM n.º. 578/2016, que flexibilizou algumas exigências para a gestão de fundos de investimento em participações (FIPs) em relação às companhias investidas listadas em segmentos de acesso da bolsa³⁶⁴⁻³⁶⁵.

Apesar da importância das alterações, foram praticamente insignificantes os avanços práticos proporcionados pela Lei n.º. 13.043/2014 e pelas instruções normativas citadas, uma

³⁵⁹ Cf. CVM. *Edital de Audiência Pública SDM n.º. 02/2020*, 2020.

³⁶⁰ Cf. CVM. *Edital de Audiência Pública SDM n.º. 02/2020*, 2020.

³⁶¹ PEKMEZOVIC & WALKER, *The global significance of crowdfunding: solving the SME funding problem and democratizing access to capital*, 2016, p. 458.

³⁶² Segundo a IOSCO, “*Crowdfund investing is a valuable tool for individual and institutional investors, as well as for policy makers and for public sector SME funds because of its efficiency, transparency, and market validation*” (IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015, p. 31).

³⁶³ Cf. Art. 115, §5º, ICVM n.º. 555/2014.

³⁶⁴ Cf. Art. 7º, ICVM n.º. 578/2016.

³⁶⁵ Os FMA e os FIP serão abordados no tópico 5.3.2.2 deste trabalho.

vez que pouco adiantou incentivar o investimento em companhias listadas em segmentos do mercado de acesso (por meio de isenções tributárias) se os obstáculos à realização de ofertas de distribuição de valores mobiliários – principalmente de ações – por pequenas e médias empresas permaneceram presentes³⁶⁶.

Esse contexto pode ser alterado diante: (i) da inclusão de um dispositivo na Lei n.º 6.404/1976 concedendo competência à CVM para afastar algumas disposições daquela lei para as companhias de menor porte (conforme proposto no texto original da Medida Provisória n.º 881/2019); (ii) do aperfeiçoamento do regime de ofertas de valores mobiliários realizadas por companhias menores; e (iii) de um ambiente de negociação regulamentado por regras que contemple as peculiaridades das pequenas e médias empresas.

Diante desses fatos, os próximos tópicos serão dedicados à apresentação de breves críticas ao atual sistema de ofertas públicas de valores mobiliários, no intuito de identificar barreiras ao ingresso de companhias de menor porte, e a comentários voltados à redação do art. 8º do texto original da Medida Provisória n.º 881/2019. A proposta em relação à criação de um ambiente de negociação adequado às pequenas e médias empresas será apresentada mais adiante³⁶⁷.

3.4.1 *Ofertas públicas de valores mobiliários: considerações acerca das Instruções CVM n.º. 400/2003 e 476/2009*

Para compreender as críticas ao atual sistema de ofertas públicas de valores mobiliários³⁶⁸, é necessário distinguir *ofertas públicas* e *ofertas privadas*, já que somente as primeiras são objeto de regulação da CVM e interessa à presente pesquisa.

³⁶⁶ Destaca-se a preocupação da ANBIMA sobre o tema quando do debate em torno da criação dos FMA: “[...] destacamos a relação de interdependência extremamente importante criada entre o Mercado de Acesso e o “mercado” de FMAs: o desenvolvimento dos veículos de investimento específicos não pode ser dissociado do sucesso e da atratividade dos segmentos de negociação de valores mobiliários estabelecidos em bolsas de valores ou mercados de balcão organizado voltados a empresas menores; porém, simultânea e principalmente, o próprio sucesso e atratividade desses segmentos estão condicionados ao sucesso dos FMAs. Em outras palavras, destacamos que será complexo dinamizar os FMAs sem que existam valores mobiliários elegíveis em quantidade – e qualidade – suficiente, que possibilitem à gestão desses veículos sequer realizar um processo de seleção de ativos apropriado. Por sua vez, a inexistência de FMAs adequados restringirá os recursos disponíveis para colocação do capital das companhias de menor porte, sem eliminar as condições regulares de dificuldade de acesso ao mercado de capitais dessas firmas” (ANBIMA, *Manifestação na Audiência Pública SDM n.º. 13/2013*, 2014).

³⁶⁷ Cf. Tópico 5.1 deste trabalho.

³⁶⁸ Sabe-se que o sistema de ofertas públicas de valores mobiliários é não se limita às ICVM n.º. 400/2003 e 476/2009 (por exemplo, reconhece-se o procedimento simplificado de oferta pública – ICVM n.º. 471/2008). Contudo, para o escopo do presente trabalho considerar-se-á somente essas instruções.

Conforme leciona Eizirik et al., “a oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais”³⁶⁹.

A ICVM n.º 400/2003, em complemento ao art. 19, §3º, da Lei n.º 6.385/1976, elenca quatro hipóteses exemplificativas nas quais são caracterizadas a emissão pública de valores mobiliários, quais sejam: (i) a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; (ii) 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 de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários; (iii) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou (iv) a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos, 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 mobiliários³⁷⁰. Adicionalmente, o Parecer de Orientação CVM n.º 32/2005 explicita o entendimento da Autarquia em relação a utilização da internet para divulgação de oferta de valores mobiliários. Em regra, a CVM compreende que o uso da internet caracteriza a oferta como pública, uma vez que permite o acesso indiscriminado das informações ali divulgadas. Todavia, ressalta que a análise deve ser feita diante de caso concreto, uma vez que medidas preventivas podem afastar essa caracterização, como seria o caso, por exemplo, de o patrocinador do site estabelecer acesso restrito ao seu conteúdo (mediante login e senha, por exemplo)³⁷¹⁻³⁷².

Conforme se depreende dos dispositivos e da interpretação da CVM exposta no Parecer de Orientação CVM n.º 32/2005, a distinção entre ofertas públicas e privadas está nos meios utilizados para se atingir o público investidor. Contudo, de maneira diversa, Eizirik explica que

³⁶⁹ EIZIRIK et al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 139.

³⁷⁰ Cf. Art. 3º, ICVM n.º 400/2003.

³⁷¹ Cf. CVM, *Parecer de Orientação n.º 32, 2005*.

³⁷² Em complemento ao Parecer de Orientação n.º 32/2005, cf Parecer de Orinetação n.º 33/2005. Sobre a aquisição de valores mobiliários ofertados no exterior por investidores residentes no Brasil, cf. Memorando n.º 23/2019-CVM/SER; Processo SEI 19957.010645/2019-06.

a diferenciação perpassa por três elementos (e não apenas um), sendo dois deles subjetivos³⁷³. Nesse sentido, além de avaliar se os meios empregados para realizar a oferta visam alcançar o público em geral³⁷⁴ ou apenas um número determinado de pessoas, deve-se verificar também o grau de sofisticação dos investidores alvos da oferta e o nível de informações disponíveis sobre a companhia e os valores mobiliários por ela emitidos³⁷⁵. Dessa forma, se a oferta é realizada para um número limitado de investidores qualificados ou profissionais, que, portanto, possuem conhecimento e experiência em questões financeiras, ela deve ser considerada, na visão do autor, como oferta privada, independentemente dos meios utilizados para alcançá-los³⁷⁶. De maneira semelhante, se os investidores possuem as informações necessárias para a tomada de decisão consciente, seja decorrente de relação de parentesco, amizade ou negócio, não há, para o autor, razões que justifiquem o registro da oferta perante a CVM, devendo também ser tratada como uma oferta privada³⁷⁷. Eizirik conclui, com base na análise desses três elementos, que “para a caracterização da oferta como pública ou privada, embora sejam relevantes os meios utilizados na colocação dos títulos, o elemento essencial e decisivo refere-se à situação dos ofertados”³⁷⁸.

³⁷³ EIZIRIK, *A Lei das S/A comentada – Volume I – Artigos 1º a 120*, 2011, p. 57-59.

³⁷⁴ Art. 3º, §1º, ICVM nº. 400/3003. Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.

³⁷⁵ “[...] no Direito norte-americano, no qual o legislador brasileiro se inspirou, não são consideradas ofertas públicas aquelas nas quais os investidores são capazes de negociar com o ofertante (*capacity to fend for themselves*)” (BUSCHINELLI, *Artigos 19 e 20*, 2015, p. 384).

Conforme orientação fixada no caso *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953).

³⁷⁶ Esse é o entendimento adotado no âmbito do mercado estadunidense: “*The 1933 act, as full disclosure statute, is intended to protect investors by requiring issuers of securities to provide information thought necessary for informed investment decision. The Supreme Court has held that the private-offering exemption hinges on whether the offerees – as a class – need the protection of the 1933 act. The Court concluded that an offering to those who are shown to be able to fend for themselves (e.g., institutional investors) and, therefore, do not need the protection afforded by registration, is not a public offering*” (AFTERMAN, *SEC Regulation of public companies*, 1995, p. 17).

³⁷⁷ “Assim, no caso de distribuição de valores mobiliários em decorrência do direito de preferência, não há, por definição, oferta pública, dado o prévio relacionamento existente entre a companhia emissora e os subscritores. Em tal hipótese, não há necessidade de efetivação do registro, uma vez que já se encontram à disposição dos acionistas informações necessárias a uma decisão consciente de investimento [Cf. Parecer CVM/SJU nº. 005/1986]. Uma outra hipótese que também deve ser considerada é a do investidor que tem acesso a informações similares às que seriam prestadas no registro da oferta pública por possuir poder de barganha econômico (*economic bargaining power*) frente à emissora. Presume-se que tais investidores terão acesso às informações necessárias para avaliar adequadamente a conveniência de participar da oferta, ainda que não sejam idênticas àquelas que seriam fornecidas aos demais investidores por ocasião do registro da oferta pública” (EIZIRIK, *A Lei das S/A comentada – Volume I – Artigos 1º a 120*, 2011, p. 59).

³⁷⁸ EIZIRIK, *A Lei das S/A comentada – Volume I – Artigos 1º a 120*, 2011, p. 60. No mesmo sentido, cf. YAZBEK, *Em busca de um regime para os private placements no Brasil - ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos*, 2016.

Entendimento diverso foi esposado por Buschinelli. Segundo ele, no exercício de sua função regulatória, a CVM não considera os critérios elencados (qualificação do investidor ou acesso à informação) suficientes para enquadrar uma oferta como privada, já que a ICVM n.º. 400/2003 distingue as distribuições públicas e privada tão somente com base nos meios de divulgação utilizados para tal³⁷⁹. Complementa o autor que “o fato de uma oferta ser dirigida a investidores qualificados, que tenha conhecimento e experiência em negócios, e que tenham amplo acesso às informações que julgam necessárias e suficientes para a decisão de investimento, não afasta o caráter público da oferta”³⁸⁰, embora possam justificar a dispensa de registro ou de alguns de seus requisitos, como é o caso, por exemplo, das ofertas realizadas com esforços restritos, nos termos da ICVM n.º. 476/2009.

Pitta, por sua vez, considera que as ofertas sem observância ao regramento típico (e.g. ofertas limitadas, restritas isentas ou dispensadas de registro) apresentam natureza híbrida e constituem mecanismos de formação semipública de capital³⁸¹. Todavia, o autor ressalva que “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”³⁸².

Pela descrição das isenções no mercado norte-americano, foi possível notar que por lá o regime de ofertas de valores mobiliários segue essa lógica, razão pela qual o ordenamento oferece um leque maior de possibilidades para que as pequenas e médias empresas acessem o mercado de capitais (e.g. emissões nos termos da *Regulation A* ou *Regulation D*).

No Brasil, em regra, a sociedade que deseja realizar uma oferta pública de valores mobiliários deve obter dois registros na CVM³⁸³: (i) o registro de emissor, nos termos da ICVM n.º. 480/2009; e (ii) o registro da oferta, em consonância com a ICVM n.º. 400/2003. Tais registros não se confundem e são independentes, sendo possível, por exemplo, que uma companhia opte, em primeiro momento, por adquirir o registro de emissor perante a CVM para,

³⁷⁹ O Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho também não faz referência à qualificação dos investidores: “Oferta de valores mobiliários ao público»: uma comunicação ao público, independentemente da sua forma e dos meios utilizados, que apresente informações suficientes sobre os termos da oferta e os valores mobiliários em questão, de modo a que um investidor possa decidir da aquisição ou subscrição desses valores mobiliários. Esta definição é igualmente aplicável à colocação de valores mobiliários através de intermediários financeiros” (Art. 2º(d), Regulamento (UE) 2017/1129).

³⁸⁰ BUSCHINELLI, *Artigos 19 e 20*, 2015, p. 387.

³⁸¹ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 328.

³⁸² PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 351.

³⁸³ Como a B3 é a única bolsa autorizada a operar no Brasil, também é necessário que a companhia seja listada e autorizada a negociar seus valores mobiliários em um dos segmentos (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Básico, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado): “*The terms and time frame for B3 to review and request adjustments and improvements to documents regarding the IPO are similar to CVM terms, in order to guarantee a more efficient process*” (ARAKAWA, *Brazil*, 2019, p. 9).

somente depois, quando oportuno, proceder ao registro de uma oferta pública de valores mobiliários³⁸⁴. Contudo, dada a sinergia entre os procedimentos (principalmente em relação aos documentos necessários) e o potencial de otimização de custos, frequentemente o registro de emissor coincide com a realização da oferta pública³⁸⁵.

O registro como emissor de valores mobiliários gera inúmeras obrigações à sociedade, dentre as quais o dever de disponibilizar para todo o mercado suas informações financeiras e corporativas de forma periódica, abrangente, equitativa e simultânea, de maneira a permitir que os investidores monitorem e supervisionem as decisões da administração e acompanhem os negócios da sociedade. Já o registro da oferta pública assegura ao público investidor as informações necessárias para a tomada de decisão informada, refletida e consciente, garantindo, assim, o adequado funcionamento do mercado de capitais por meio da redução da assimetria informacional entre seus participantes (investidores e emissores).

O pedido de registro de emissor é realizado mediante a apresentação de uma série de documentos³⁸⁶, dentre eles o Formulário de Referência³⁸⁷, que consiste, basicamente, em um documento padronizado com as principais informações da companhia e do negócio desenvolvido por ela (e.g. histórico, segmento de atuação, composição dos órgãos societários, política de remuneração, fatores de risco, gerenciamento dos processos internos e de mitigação

³⁸⁴ Cf. Art. 1º, §1º, ICVM n.º. 480/2009. PITTA explica a opção regulatória pelo duplo regime: “Essa escolha pautou-se por dois motivos principais, quais sejam: (i) a especial relevância econômica associada às novas emissões para as companhias, que promovem efetivamente sua capitalização; e (ii) a diferença de posições em que se encontra o adquirente de valores mobiliários em uma oferta pública de distribuição e no mercado secundário, haja vista que no âmbito das primeiras existe um enorme esforço de venda, capitaneado por intermediários remunerados para tal e com o emprego de métodos mais intensos de propaganda. Por outro lado, é de se reconhecer que, não obstante essas peculiaridades existentes na esfera das ofertas públicas de distribuição, os volumes negociados mensalmente nos mercados secundários são imensamente superiores ao volume de qualquer oferta, sendo fundamental, portanto, garantir um fluxo contínuo de informações ao mercado enquanto os valores mobiliários de emissão da companhia forem admitidos à negociação em mercados públicos. E, conforme já dito, se assim não fosse, os investidores aplicariam naturalmente um desconto no preço dos valores mobiliários desde sua subscrição, a título de antecipação da falta de informação contínua a respeito deles” (PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 205).

³⁸⁵ FILIZZOLA & VIEIRA, *A abertura de capital*, 2020, p. 47.

³⁸⁶ Cf. Anexo 3, ICVM n.º. 480/2009.

³⁸⁷ PITTA explica o surgimento do Formulário de Referência pela ICVM n.º. 480/2009: “De modo geral, a intenção da CVM quando da elaboração da regra foi adotar um modelo de registro de emissores de valores mobiliários denominado pela IOSCO como *shelf registration system*. Referido modelo sugere que todas as informações relativas a um determinado emissor (atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre tais dados, valores mobiliários emitidos, operações com partes relacionadas etc.) sejam consolidadas em um único documento, arquivado quando do registro do emissor e atualizado regularmente. Posteriormente, quando o emissor pretender realizar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, basta elaborara um documento informando as características principais da oferta e dos valores mobiliários ofertados, não sendo necessário disponibilizar novamente as informações acerca do emissor, na média em que essas serão mantidas permanentemente atualizadas” (PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 211).

de riscos etc.)³⁸⁸. Esse documento é dinâmico e deve ser atualizado periodicamente. O pedido de registro da oferta, por sua vez, é acompanhado pelo prospecto da distribuição pública (suplementar ao Formulário de Referência), o qual dispõe sobre as informações capazes de subsidiar a tomada de decisão dos investidores e garantir-lhes o tratamento isonômico³⁸⁹.

Buschinelli leciona que a obrigatoriedade da elaboração e publicação do prospecto “tem em sua base a constatação de que não se pode deixar às forças do mercado disciplinar o nível de informação adequada ao investidor”³⁹⁰, uma vez que, diante da ausência de regulação sobre o conteúdo mínimo de *disclosure*, os emissores tenderiam a divulgar somente aquelas informações que tenham interesse, o que, em longo prazo, fragilizaria a confiabilidade do mercado e aumentaria os custos de negociação³⁹¹.

Em virtude da necessidade de se assegurar a disseminação das características do emissor e da oferta³⁹², a realização de distribuição de valores mobiliários sem os registros prévios é (ressalvadas as exceções expressas) definida como grave infração à norma, gerando repercussões para os agentes envolvidos, inclusive na esfera criminal³⁹³.

A análise do pedido de registro perante a CVM baseia-se em critérios exclusivamente formais, não sendo realizado qualquer exame da qualidade dos valores mobiliários e da conveniência da emissão³⁹⁴. Dessa forma, a avaliação do mérito da oferta cabe exclusivamente aos investidores e o registro da distribuição apenas garante que as informações exigidas foram prestadas e estão à disposição para consulta³⁹⁵.

³⁸⁸ Para uma visão descritiva do processo de abertura de capital, cf. FILIZZOLA & VIEIRA, *A abertura de capital*, 2020, p. 47-55. Para uma abordagem detalhada do Formulário de Referência, cf. MOTTA, *O Formulário de Referência*, 2020, p. 155-169.

³⁸⁹ Para uma visão descritiva do processo de IPO, cf. CAVALCANTI & PEREIRA, *A Oferta Pública Inicial de Ações – IPO*, 2020, p. 189-205.

³⁹⁰ BUSCHINELLI, *Artigos 19 e 20*, 2015, p. 393.

³⁹¹ BUSCHINELLI, *Artigos 19 e 20*, 2015, p. 394.

³⁹² “O prospecto é o documento central na estrutura regulatória atinente às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, na medida em que tradicionalmente abriga grande parte do conteúdo informacional exigido para a concessão do registro das aludidas operações, marcadas essencialmente pela existência de um esforço efetivo de colocação de valores mobiliários perante o público investidor, o que justifica a existência de salvaguardas especiais, em comparação àquelas aplicáveis às negociações havidas nos mercados secundários” (PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 204).

³⁹³ Cf. Art. 7º, IV, Lei nº. 7.492/1986.

³⁹⁴ Cf. Art. 82, §2º, Lei nº. 6.404/1976; Art. 16, ICVM nº. 400/2003. A ICVM nº. 400/2003 requer que a companhia emissora apresente um estudo de viabilidade econômico financeira em três hipóteses: (i) a oferta é realizada para a sua constituição, (ii) a companhia estiver em fase pré-operacional ou (iii) os recursos captados forem destinados a investimentos em atividades não anteriormente desenvolvidas pela companhia. Tal exigência visa proteger os investidores, já que a ausência de histórico de atividades existente nesses cenários majora os riscos aos quais os investidores estarão expostos, sendo adequado, portanto, uma análise mais rigorosa (cf. Art. 32, ICVM nº. 400/2003).

³⁹⁵ EIZIRIK, *A Lei das S/A comentada – Volume I – Artigos 1º a 120*, 2011, p. 66. Sobre a não incidência de responsabilidade da CVM diante de insucesso do investimento, cf. DUBEUX, *Registro na CVM não garante o sucesso do investimento: precedente judicial no “Caso Boi Gordo”*.

Diante desses fatos, Eizirik considera que a obrigatoriedade dos registros na CVM (tanto do emissor quanto da oferta pública de valores mobiliários) possui caráter instrumental, visto que consiste “basicamente no meio de proceder à prestação de informações à Autarquia e sua divulgação ao público investidor”³⁹⁶.

Apesar das razões que fundamentam as exigências regulatórias relacionadas ao *disclosure* das informações do emissor e da oferta, bem como a sua importância para o funcionamento adequado do mercado de capitais, não se pode negar que tais normas impõem custos elevados às companhias abertas, como, por exemplo, aqueles decorrentes da contratação de coordenadores da oferta, assessores jurídicos e auditores externos, da realização das publicações obrigatórias e dos *roadshows*³⁹⁷⁻³⁹⁸. Tais custos causam impacto, ou até mesmo obstam, o processo de capitalização das pequenas e médias empresas e fazem com que o acesso ao mercado de capitais fique praticamente restrito às companhias de grande porte que, por sua natureza, estão aptas a arcar com essas despesas³⁹⁹.

Comumente, os reguladores do mercado de capitais tentam equacionar essa questão através de três estratégias⁴⁰⁰: (i) imposição de limitações qualitativas ao público-alvo da oferta, tendo como pressuposto a compreensão de que investidores que possuem especialização e/ou elevado grau de compreensão do mercado não carecem de maiores tutelas; (ii) imposição de limitações vinculadas ao número de investidores alvo e/ou volume financeiro que poderiam ser

³⁹⁶ EIZIRIK, *Direito Societário: estudos e pareceres*, 2015, p. 429.

³⁹⁷ DELOITTE, *Custos para abertura de capital no Brasil: uma análise sobre as ofertas entre 2005 e 2011*, 2012.

³⁹⁸ Essa também foi uma realidade observada no âmbito do mercado europeu: “[...] relatório elaborado pela Task Force da UE sobre as ofertas públicas iniciais estima que, em relação às ofertas públicas iniciais de montante inferior a 6 milhões de EUR, os encargos em matéria de admissão à negociação representam, só por si, 10 a 15% do valor da operação. A título de comparação, para as operações de maior dimensão (50 a 100 milhões de EUR), estes encargos correspondem a cerca de 5-8%. Atualmente, muitas PME consideram que estes custos iniciais (e ulteriores) inerentes à cotação na bolsa excedem as vantagens que advêm da abertura do seu capital ao público. A redução dos custos de admissão à negociação poderia permitir a um maior número de empresas proceder a uma mobilização de capitais nos mercados bolsistas” (COMISSÃO EUROPEIA, *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões: Plano de ação para a criação de uma união dos mercados de capitais*, 2015).

³⁹⁹ Segundo um estudo realizado pelo Núcleo de Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap/FGV), o custo das ofertas representa entre 4% e 6% do valor arrecadado, porém os dados sugerem que ofertas com volumes financeiros menores são proporcionalmente mais custosas se comparadas às ofertas de volumes mais altos. “Isto fica evidenciado se compararmos duas ofertas recentes: da Petrobrás e da Prinner. No caso da oferta secundária promovida pela Petrobras em junho de 2019, o custo da operação foi R\$ 138 milhões, o que representou 2% dos R\$ 7.3 bilhões arrecadados. No IPO da Prinner (coordenado pela estreadora XP como coordenadora única da oferta) e no valor de R\$ 200 milhões, o custo foi de R\$ 15,6 milhões, isto é, 7,8% do valor da oferta” (MATTOS FILHO et al., *Custos para acessar o mercado de ações no Brasil*, 2020).

⁴⁰⁰ Cf. ABDI, *Incentivos à abertura de capital em bolsa de valores: relatório final*, 2013; PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018.

abarcados pela oferta, pois, diante das restrições, os custos decorrentes das exigências legais atreladas à colocação dos valores mobiliários não se justificariam⁴⁰¹; e (iii) tratamento diferenciado em função da característica do emissor, como, por exemplo, o porte. Todas essas estratégias visam reduzir as observâncias regulatórias, sem, contudo, afetar a proteção ao público investidor e ao funcionamento do mercado de capitais, e estão, em menor ou maior medida, presentes nos ordenamentos jurídicos europeu, norte-americano ou brasileiro.

No último caso, a Lei n.º. 6.385/1976 concede à CVM poderes para disciplinar o processo de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários⁴⁰². Com base nessa competência, a CVM elencou, na ICVM n.º. 400/2003, algumas flexibilizações, como: (i) a dispensa automática de registro⁴⁰³; (ii) o registro automático⁴⁰⁴; e (iii) o registro mediante procedimento simplificado⁴⁰⁵. Ademais, a norma prevê, em seu art. 4º, que a Autarquia, a seu critério e observando o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, pode dispensar o registro ou alguns dos requisitos prescritos na própria instrução.

A amplitude das hipóteses de flexibilização em torno do registro de ofertas públicas prevista na ICVM n.º. 400/2003 (que imprimia certo grau de incerteza ao mercado de capitais⁴⁰⁶) e a necessidade de fomentar o mercado no contexto pós-crise financeira⁴⁰⁷ estimularam debates em relação às hipóteses de isenções permitidas pela Autarquia e deu origem à ICVM n.º. 476/2009, que passou a elencar critérios objetivos para o enquadramento de uma oferta pública na hipótese de dispensa automática de registro. As ofertas realizadas em conformidade com a

⁴⁰¹ “Nesses cenários, por mais que fraudes ou práticas abusivas possam vir a ser cometidas porque o investidor, por exemplo, não tem a sofisticação necessária para entender os riscos de investimentos em valores mobiliários, o tamanho das perdas individuais a que cada investidor teria de suportar seria tão irrelevante que justificaria a preferência pela regulação em privilegiar a captação de recursos a proteção do público investidor e o mercado como um todo” (FERREIRA, *Oferta pública de distribuição de valores mobiliários: o regime de registro obrigatório e hipóteses de dispensa*, 2018, p. 83).

⁴⁰² Cf. Art. 19, Lei n.º. 6.385/1976.

⁴⁰³ Cf. Art. 5º, ICVM n.º. 400/2003.

⁴⁰⁴ Cf. Arts. 6º-A, 11 e 12, ICVM n.º. 400/2003. “Importante ressaltar que o fato de a oferta ser passível de deferimento automático de registro não afasta a prerrogativa da CVM de exigir a adequação das informações prestadas às disposições legais e regulamentares pertinentes nem de converter o procedimento de registro automático no rito regular de análise previsto na Instrução CVM 400” (SALDANHA & MALUF, *Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários*, 2017, p. 791).

⁴⁰⁵ Cf. Art. 6º, ICVM n.º. 400/2003; Consulta da XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. quanto à viabilidade de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários emitidos por empresas de pequeno porte mediante procedimento simplificado nas hipóteses de ofertas de distribuição primária de ações em número superior a 1/3 das ações em circulação (Cf. Processo CVM RJ2012/12443).

⁴⁰⁶ Nesse sentido: “[...] deve-se notar que a possibilidade de pedido de dispensa de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, ou de parte de seus requisitos, confere alta insegurança jurídica às companhias, na medida em que depende da análise casuística da CVM que, inclusive, pode se dar em prazo que inviabiliza os planos de efetivar a oferta” (PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 370).

⁴⁰⁷ SALDANHA & MALUF, *Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários*, 2017, p. 796.

ICVM n.º. 476/2009 são denominadas de “ofertas com esforços restritos”⁴⁰⁸ e têm suas regras inspiradas nas hipóteses de isenção de registro do direito norte-americano.

De maneira geral, a realização de uma oferta de valores mobiliários nos termos da ICVM n.º. 476/2009 é mais simples, rápida e menos custosa, uma vez que dispensa a elaboração do prospecto e não há processo de análise e de registro perante a CVM.

A ICVM n.º 476/2009 permite a realização de ofertas iniciais (*IPO*) ou ofertas subsequentes (*follow-ons*). Todavia, na prática, o regime tem favorecido somente a realização de ofertas na última modalidade. Assim, a despeito da importância da ICVM n.º. 476/2009 e de suas repercussões (notadamente para o mercado de dívida corporativa, já que ela vem sendo bastante utilizada para a emissão de debêntures), ela é passível de críticas, principalmente em relação às contribuições que a norma poderia ter dado à inserção de pequenas e médias empresas no mercado de capitais brasileiro.

A ICVM n.º. 476/2009 prevê dois regimes distintos, um aplicável aos valores mobiliários representativos de dívidas (desde que não conversíveis; e.g. debêntures), os quais podem ser emitidos por sociedades dispensadas de registro de emissor perante a CVM⁴⁰⁹, e outro para ações e valores mobiliários nelas lastreados, conversíveis ou permutáveis, os quais podem ser emitidos somente por companhias abertas registrados na Categoria A, nos termos da ICVM n.º. 480/2009.

Pitta defende que a limitação imposta pela norma em relação à oferta com esforços restritos de ações subtrai grande parte de sua utilidade enquanto mecanismo apto a auxiliar o acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, pois, ao impor o tipo societário (sociedade anônima de capital aberto)⁴¹⁰, a norma impede customizações que seriam necessárias ao desenvolvimento da atividade empresarial desempenhada por determinadas sociedades. Nesse sentido, o autor destaca a amplitude da regulação norte-americana que autoriza a captação de recursos no mercado de capitais por sociedades organizadas sob outras formas (como é o caso das *limited partnerships* e das *limited liability companies*)⁴¹¹.

⁴⁰⁸ EIZIRIK et al. afirmam que as ofertas de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos são, em verdade, ofertas privadas (Cf. EIZIRIK et al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 159).

⁴⁰⁹ BUSCHINELLI destaca que a ICVM n.º. 476/2009 admitiu a emissão de valores mobiliários por sociedades que não são organizadas sob a forma de sociedade anônima. Todavia, defende que “a emissão de valores mobiliários por sociedade limitada pode-se mostrar deletéria a investidores” (BUSCHINELLI, *Artigos 19 e 20*, 2015, p. 404-405).

⁴¹⁰ Cf. Art. 1º, §2º, ICVM n.º. 480/2009.

⁴¹¹ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 247.

O autor considera, ainda, que a obrigatoriedade de registro da companhia agrega uma série de outros custos que poderiam ser evitados caso a norma contemplasse a mesma hipótese de dispensa aplicável às operações envolvendo valores mobiliários representativos de dívida⁴¹².

Lado outro, Pitta defende que a ICVM n.º. 476/2009 também tem sua finalidade reduzida quando impõe, simultaneamente, restrições quantitativas e qualitativas em relação ao público-alvo das ofertas realizadas nos termos daquele regramento. Isso porque além de a oferta com esforços restritos ser destinada somente a investidores profissionais⁴¹³ (critério qualitativo)⁴¹⁴, a instrução determina que será permitida a procura de, no máximo, setenta e cinco investidores, sendo os valores mobiliários subscritos ou adquiridos por, no máximo, cinquenta deles (critério quantitativo)⁴¹⁵. Na visão do autor, se a oferta deve ser direcionada apenas a investidores com elevado grau de sofisticação, não há razões que justifiquem o limite quantitativo de investidores alcançados por ela⁴¹⁶.

No atual cenário do mercado de capitais brasileiro esse não parece ser um fator impeditivo à realização de ofertas bem-sucedidas, visto que o mercado ainda é pouco pulverizado e raramente a oferta alcançaria outros investidores interessados em participar da subscrição (isto é, em número superior àquele permitido pela norma). De todo modo, incentiva-se que a alteração da instrução considere uma mudança de cenário e, portanto, apoia-se a manutenção somente do critério qualitativo para as ofertas realizadas com esforços restritos, à semelhança do que ocorre no mercado norte-americano (*Regulation D*).

Diante da proposta acima, recomenda-se também, no intuito de fomentar o mercado, a alteração do art. 9º, da ICVM n.º. 476/2009, de modo que uma oferta cancelada não obste a realização de nova oferta em prazo inferior a quatro meses.

Na Audiência Pública SDM n.º. 05/17, na qual foi discutida alterações na ICVM n.º. 476/2009, foi aventada tal exclusão, porém a Autarquia argumentou que a restrição deveria abranger os casos de cancelamento da oferta, uma vez que houve a procura inicial por

⁴¹² “[...] dentro da sistemática atualmente em vigor no bojo da Instrução CVM n.º 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. Assim, os emissores que realizam ofertas de ações nos termos da Instrução CVM n.º 476/09 estão materialmente sujeitos às mesmas obrigações, inclusive informacionais, aplicáveis àqueles que realizam ofertas públicas registradas nos termos da Instrução CVM n.º 400/03” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 380).

⁴¹³ Cf. Art. 9º-A, ICVM n.º. 539/2013.

⁴¹⁴ Cf. Art. 2º, ICVM n.º. 476/2009.

⁴¹⁵ Cf. Art. 3º, I e II, ICVM n.º. 476/2009.

⁴¹⁶ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 382.

investidores, ainda que tal oferta não tenha obtido sucesso⁴¹⁷ (posicionamento também constante no Ofício Circular da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE)⁴¹⁸. De maneira contrária, entende-se que essa restrição não deve ser mantida, pois, como as ofertas são direcionadas somente a investidores profissionais e, que, portanto, possuem *expertise* em matéria de mercado de capitais, não são verificados prejuízos aos investidores e ao funcionamento adequado do mercado. Lado outro, não havendo limite quantitativo na norma (conforme sugerido anteriormente), o argumento de que a segunda oferta alcançaria um número maior de investidores perderia validade⁴¹⁹.

Ainda acerca das restrições da ICVM n.º. 476/2009, Pitta critica a vedação de qualquer mecanismo de esforços de venda em relação aos valores mobiliários emitidos nos termos daquela instrução⁴²⁰ e a excessiva rigidez no que diz respeito às negociações em mercado secundário⁴²¹⁻⁴²². No contexto das pequenas e médias empresas esses fatores são relevantes, uma vez que restringem ainda mais o alcance da oferta e a liquidez das ações.

Por fim, a crítica final (mas não menos importante) à ICVM n.º. 476/2009 diz respeito ao seu art. 2º, o qual dispõe que as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

⁴¹⁷ Cf. CVM, *Audiência Pública SDM n.º 05/17*, 2018, p. 13-14.

⁴¹⁸ O posicionamento se manteve no ofício publicado em 2019, cf. Item 39.3 (CVM, *Ofício-Circular CVM/SRE N.º 02/19*, 2019).

⁴¹⁹ “A norma também restringe a realização de outra emissão nessa modalidade nos quatro meses subsequentes ao encerramento de uma oferta realizada via Instrução CVM 476, caso os novos valores mobiliários ofertados sejam da mesma espécie daqueles ofertados anteriormente. Isso garante que esse mecanismo não seja utilizado de forma irrestrita, o que poderia aumentar o risco ao mercado uma vez que, ao final, um número muito maior de investidores poderia adquirir o mesmo tipo de valor mobiliário, fugindo assim do racional da Instrução CVM 476” (SALDANHA & MALUF, *Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários*, 2017, p. 791).

⁴²⁰ Cf. Art. 2º, parágrafo único, ICVM n.º. 476/2009.

⁴²¹ Cf. Arts. 13, 14 e 15, ICVM n.º. 476/2009.

⁴²² “[...] além de dissonante da prática internacional (onde não há restrição à negociação de valores mobiliários emitidos por companhias abertas sujeitas ao regime regulatório com a própria estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários brasileiro. Isso porque o propósito declarado da Instrução CVM n 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” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 498). Além disso: “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 mbobiliários 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 pelos intermediários de tais ofertas e pelos investidores que dela participaram – estarão sujeitos à restrição à negociação acima descrita” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 407).

Apesar de a Lei n.º. 6.385/1976 dispor que a CVM pode dispensar a atuação de intermediários financeiros em ofertas públicas⁴²³, a Autarquia preferiu conservar tal exigência para as ofertas realizadas com esforços restritos. Mas não é só. A ICVM n.º. 476/2009, além de exigir a presença dos intermediários, atribuiu a eles uma série de obrigações e responsabilidades atreladas, por exemplo, à verificação da qualificação dos investidores-alvo e às informações prestadas pelos ofertantes⁴²⁴, fazendo-os assumir a função de *gatekeepers*⁴²⁵. Tais competências oneram o serviço prestado pelos intermediários e dificultam a realização de ofertas por pequenas e médias empresas, uma vez que, via de regra, a despesa com os coordenadores da oferta representa o maior custo da abertura de capital⁴²⁶⁻⁴²⁷.

Em síntese, as críticas à ICVM n.º. 476/2009 tangenciam quatro aspectos: (i) o duplo regime de dispensa de registro de emissor; (ii) a limitação quantitativa em relação ao público-alvo da oferta; (iii) as restrições de negociações em mercados secundários; (iv) prazo para realização de outra oferta quando a anterior for cancelada; e (v) a exigência de instituição intermediária na distribuição dos valores mobiliários. Diferentemente do mercado estadunidense, que possui hipóteses de isenções de registro com características distintas (ora com restrições em relação ao volume captado; ora com limitações vinculados ao público-alvo da oferta, ora com vedação à negociação etc., conforme *Anexo I*), todas em prol do acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, no Brasil, observam-se somente duas hipóteses: as isenções concedidas às ofertas realizadas em plataformas de investimento coletivo, nos termos da ICVM n.º. 588/2017, e as isenções do regime regulatório da ICVM n.º. 476/2009, que, como visto, não atende às demandas das companhias menores em relação as emissões de ações (*Anexo II*).

Nesse contexto, além das alterações mencionadas anteriormente à ICVM n.º. 476/2009, é recomendável uma ampliação do leque de ofertas públicas de valores mobiliários realizadas por pequenas e médias empresas, as quais poderiam ser inspiradas na *Regulation A* no âmbito do mercado norte-americano, que permite a captação de volumes financeiros mais elevados e

⁴²³ Cf. Art. 19, §5º, Lei n.º. 6.385/1964.

⁴²⁴ Cf. Art. 11, ICVM n.º. 476/2009.

⁴²⁵ “[...] *gatekeeper* is an agent who acts as a reputational intermediary to assure investors as to the quality of the ‘signal’ sent by corporate issuer. The reputational intermediary does so by lending or ‘pledging’ its reputational capital to the corporation, thus enabling investors or the market to rely on the corporation’s own disclosures or assurances where they otherwise repeat player who was served many clients over many years” (COFFEE JR., *Gatekeeper: the professions and corporate governance*, 2006, p. 2).

⁴²⁶ DELOITTE, *Custos para abertura de capital no Brasil: uma análise sobre as ofertas entre 2005 e 2011*, 2012.

⁴²⁷ Cf. Tópico 5.4 deste trabalho.

não restringe as transações em mercados secundários⁴²⁸. Conforme destacam Nassr & Wehinger, a realização de pequenas ofertas de ações (como àquelas possibilitadas pela *Regulation A*) responde à necessidade de sociedades de menor porte, dispostas a aumentar o capital social por meio de emissões de ações, mas incapazes de assumir os custos decorrentes de uma oferta pública. Outrossim, a experiência de se preparar para tal emissão (ainda que mais simples) e de cumprir com os requisitos para admissão no mercado (principalmente, os requisitos de *disclosure*) podem estimular práticas de governança corporativa e facilitar o caminho para a listagem posterior no segmento *premium* (Novo Mercado). Assim, um regime de ofertas de ações mais permissivo, como aquele existente no mercado norte-americano, poderia ser precursor de *IPOs* de companhias menores ao prepará-las para tal⁴²⁹.

Em conexão, propõe-se, ainda, que as companhias de menor porte (assim consideradas nos termos da discussão apresentada no tópico 1.3 deste trabalho) se sujeitem a regras mais flexíveis para registro na CVM (criação da Categoria C e registro simplificado) e que as ofertas realizadas por esses emissores sejam intermediadas por uma instituição integrante do sistema de distribuição ou por um assessor (à semelhança do que ocorre em outros mercado de acesso). Esses temas serão aprofundados mais adiante na tese.

A CVM divulgou que está em curso discussões em torno da nova categoria de emissor (elencada como tema para “estudos normativos” na Agenda Regulatória de 2019) e um abrangente processo de revisão das normas que dispõem sobre as ofertas públicas de valores mobiliários (elencada como “temas para audiência pública” na Agenda Regulatória de 2020). Além disso, em caráter experimental, a Autarquia, anunciou por meio da Deliberação CVM n.º 809/2019, que será possível a análise reservada de pedidos de registros de emissores e de ofertas públicas de distribuição de ações. A CVM entendeu que as incertezas em relação à concretização das operações tendem a desincentivar as companhias a formularem o pedido de registro; por outro lado, a confidencialidade pode estimulá-las a fazê-lo. Igualmente, constou no documento que, a análise reservada “pode reduzir o potencial de exposição prolongada a flutuações de mercado capazes de afetar adversamente o processo de oferta e de prejudicar seus acionistas, representando desvantagem competitiva”⁴³⁰.

⁴²⁸ Cf. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, [Release N. 33-9741; 34-74578; 39-2501; File N. S7-11-13] - Amendments for Small and Additional Issues Exemptions under the Securities Act (Regulation A), 2015; U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Regulation A Lookback Study and Offering Limit Review Analysis*, 2020.

⁴²⁹ NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 69.

⁴³⁰ Cf. CVM, *Deliberação CVM n.º 809/2019*, 2019.

Sobre o procedimento para análise reservada de registro, cf. CVM, *Ofício-Circular n.º 1/2019/CVM/SRE*, 2019; CVM, *Ofício-Circular n.º 02/2019/CVM/SEP*, 2019.

Tais entendimentos foram incentivados pelos resultados positivos alcançados com a alteração promovida pelo *JOBS Act* no mercado norte-americano. Recordar-se que inicialmente a possibilidade de solicitação de registro com confidencialidade foi aplicada somente as *Emerging Growth Companies*, sendo posteriormente estendida aos demais emissores.

As minutas de audiência pública em torno da reforma dos regimes de ofertas públicas de valores mobiliários são aguardadas no mercado, tendo em vista a Agenda Regulatória de 2020 da Autarquia⁴³¹. Espera-se que as propostas considerem as questões atreladas à captação de recursos pelas pequenas e médias empresas através do mercado de capitais e que incluam flexibilizações razoáveis ao desenvolvimento do mercado de acesso no país, como as mencionadas ao longo desta seção.

3.4.2 Análise do art. 294-A do texto original da Medida Provisória nº. 881/2019 (“Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica”)

No dia 30 de abril de 2019, foi promulgada a Medida Provisória nº. 881/2019, que instituiu a “Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica”, no intuito de estabelecer, conforme consta em sua Exposição de Motivos, garantias de livre mercado alinhadas com o art. 170 da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB/1988).

De maneira geral, a Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica buscou valorizar a autonomia privada, limitar a intervenção do Estado na economia e prever dispositivos voltados à desburocratização e à simplificação da atividade produtiva. A norma é bastante abrangente e engloba dispositivos sobre atividades de baixo risco, desconsideração da personalidade jurídica, extensão dos efeitos da falência, fundos de investimentos, sociedade unipessoal, cumprimento e revisão dos contratos, dentre outros. Importa a este estudo o art. 8º, do texto original da MP nº. 881/2019, que visava incluir o art. 294-A na Lei nº. 6.404/1976, concedendo à CVM poderes para dispensar exigências previstas na lei societária para companhias de pequeno e médio porte⁴³².

⁴³¹ CVM, *Regime informacional e ofertas públicas estão na Agenda Regulatória CVM 2020*, 2020.

⁴³² Art. 8º, MP nº. 881/2019. A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, passa a vigorar com as seguintes alterações: [...] “Art. 294-A. A Comissão de Valores Mobiliários, por meio de regulamento, poderá dispensar exigências previstas nesta Lei, para companhias que definir como de pequeno e médio porte, de forma a facilitar o acesso ao mercado de capitais.”

Após várias emendas e longos debates, a MP n.º. 881/2019 foi convertida na Lei n.º. 13.874/2019, sendo o art. 8.º suprimido na versão final da norma⁴³³⁻⁴³⁴.

A relevância do art. 8.º era notória e a proposta estava alinhada com as premissas para o desenvolvimento do mercado de acesso, posto que permitiria a implementação de uma série de descontos regulatórios, capazes de reduzir os custos operacionais e de observância para as companhias em estágios iniciais de desenvolvimento. Em outras palavras, a inclusão do art. 294-A na Lei n.º. 6.404/1976 criaria condições para um ambiente favorável ao financiamento da atividade produtiva, pois permitiria a criação de um regime jurídico alternativo para as companhias de menor porte, as quais, embora consideradas companhias abertas, nos termos do art. 4.º, da Lei n.º. 6.404/1976, não precisariam se submeter às rígidas exigências da lei societária. Em razão da importância da alteração proposta no texto original da MP n.º. 881/2019, os tópicos a seguir visam a analisá-la.

3.4.2.1 *Breves considerações sobre as raízes do art. 294-A proposto pelo texto original da MP n.º. 881/2019*

A Lei n.º. 6.404/1976 previa, em seu art. 294, que as companhias fechadas com menos de vinte acionistas e com patrimônio líquido de até R\$1 milhão poderiam se submeter a um regime jurídico diferenciado em relação à convocação da assembleia geral e à publicação de seus atos societários. A Lei n.º 13.818/2019 alterou tal dispositivo ampliando para R\$10 milhões o valor máximo do patrimônio líquido, possibilitando que maior número de sociedades anônimas de capital fechado faça jus a tais prerrogativas⁴³⁵⁻⁴³⁶.

Eizirik explica que o dispositivo, desde sua criação, foi destinado às companhias de pequeno porte, nas quais o caráter *intuitu personae* tende a se sobrepor a feição institucional,

⁴³³ Foram apresentadas, perante a Comissão Mista, trezentas emendas à MP n.º. 881/2019. Dentre elas, o Deputado Federal Eduardo Cury (PSDB/SP) propôs a supressão do art. 8.º, e a Deputada Federal Celina Leão (PP/DF) sugeriu a alteração na redação do art. 8.º, de forma a estabelecer que a dispensa, estabelecida por regulamento da CVM, das exigências da Lei n.º. 6.404/1976 não seria aplicável às disposições de que tratam o art. 289, da Lei n.º 6.404/1976, e o art. 19 da Lei n.º 13.043/2014 (dispositivos que eram objeto da MP n.º. 892/2019). CONGRESSO NACIONAL. *Emendas à Medida Provisória n.º 881/2019*, 2019.

⁴³⁴ O texto final aprovado na Câmara dos Deputados já retirava o art. 8.º da MP n.º. 881/2019. Cf. CONGRESSO NACIONAL. *Emendas à Medida Provisória n.º 881/2019*, 2019.

⁴³⁵ Cf. Art. 294, Lei n.º. 6.404/1976.

⁴³⁶ O Projeto de Lei n.º. 348/2012, apresentado pela Senadora Ana Amélia (PP-RS) e arquivado no Senado Federal, visava ampliar as flexibilizações e facilitar a formatação das sociedades de menor porte em companhias fechadas.

típica das sociedades anônimas. Dado esse perfil, os ônus decorrentes para a aplicação integral das normas protetivas não se justificavam e exigiam do regulador flexibilizações adequadas⁴³⁷.

Para Warde Jr. & Castro, as concessões do dispositivo eram (e continuam sendo⁴³⁸) insuficientes para o desenvolvimento de companhias de menor porte e, inspirados nos modelos francês e colombiano⁴³⁹, idealizaram o Projeto de Lei nº. 4.303/2012, o qual foi apresentado pelo Deputado Laércio Oliveira na Câmara dos Deputados⁴⁴⁰.

Em breves linhas, o PL nº. 4.303/2012 propõe a revogação do art. 294, da Lei nº. 6.404/1976, e a inclusão de um regime especial simplificado (RES) facultativo às companhias com patrimônio líquido inferior a R\$48 milhões (portanto, não se trata de um novo tipo societário e abrange as companhias abertas e fechadas)⁴⁴¹. Em 2014, a Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria e Comércio (relator Deputado Guilherme Campos) aprovou o projeto, com emendas em relação ao critério adotado para adesão ao regime especial (de patrimônio líquido de, no mínimo, R\$48 milhões para receita bruta anual inferior a R\$300 milhões)⁴⁴² e aos dispositivos referentes à divulgação de atos constitutivos e assembleia geral.

⁴³⁷ EIZIRIK, *A Lei das S/A comentada – Volume III – Artigos 189 a 300*, 2011, p. 629-633.

⁴³⁸ Diferentemente dos modelos francês e colombiano, o PL nº. 4.303/2012 não visa a criação de um novo tipo societário, mas sim a instituição de um regime societário diferenciado e facultativo às sociedades anônimas. FERÉS defende a instituição de um novo tipo societário, cf. PARENTONI & FÉRES, *Sociedade anônima fechada em perspectiva*, 2016.

⁴³⁹ O projeto foi defendido por Castro na palestra intitulada “*Novos tipos societários – SAF e SAS*”, proferida no evento “*O Futuro do Direito Societário e do Mercado de Capitais*”, que ocorreu no dia 24/06/2020, organizado pelo Instituto de Direito Societário Aplicado (IDSA).

⁴⁴⁰ Justificativa apresentada no PL nº. 4.303/2012: “A lei que se propõe é necessária e oportuna. Oportuna, porque surge no momento em que o Brasil floresce como potência econômica. As brasileiras e os brasileiros despertam para o empreendedorismo e para as suas oportunidades. De mais a mais, quando as técnicas de distribuição de renda e de mitigação de desequilíbrios econômicos e sociais falham, e as nossas falharam em grande medida, o legislador deve, ao menos, prover ao pequeno e médio empreendedor vias de entrada nos mercados. Deve trabalhar para que esses empreendedores tenham uma chance de se beneficiar do próprio esforço, de seu gênio criativo e do favorável contexto macroeconômico. A lei proposta é também necessária, porque as formas de organização jurídica da pequena e média empresa, atualmente disponíveis, são incapazes de alcançar os fins a que foram projetadas. Não se trata de abolilas; ao contrário, mas apenas de constituir mais um[a] ‘caminho’ à organização da pequena e média empresa[s] e de fomentar a liberdade de escolha” (OLIVEIRA, *Projeto de Lei*, 2012).

⁴⁴¹ Para uma abordagem mais completa sobre o PL nº. 4.303/2012, cf. WARDE JR. & CASTRO, *O Regime Especial da Sociedade Anônima Simplificada*, 2013; BARBOSA, *Sociedade anônima simplificada*, 2014.

⁴⁴² “A emenda se justifica porque o RE-SAS pretende ofertar um incentivo material ao empreendedorismo, com base em estruturas societárias mais seguras e menos custosas, permitindo também que as pequenas e as médias empresas tenham acesso a eficientes técnicas de financiamento, sem prejuízo da transparência e do acesso às informações sobre o estado da empresa. A mitigação de custos de constituição e de manejo, que se propõe por meio do RE-SAS, ganhará mais evidentes justificativas se beneficiar as pequenas e as médias empresas. O incentivo, portanto, só deve desaparecer quando esses custos já não se mostrarem significativos no contexto do montante de negócios da companhia e de seus resultados. Em um cenário de grandes disparidades, a determinação de uma medida restritiva da média empresa produziria exclusão e, o que é pior, um efeito paralisante, um desincentivo ao crescimento. Uma companhia que ostenta receita bruta de R\$300 milhões não é mais de pequeno porte, mesmo nas regiões economicamente mais pujantes do país, mas também não é grande, visto que a grande empresa exibe receita bruta de centenas de milhões, senão de bilhões de reais, segundo o que observa nas companhias listadas na BM&F-BOVESPA. Note-

Em 2019, o relator da Comissão de Finanças e Tributação, Deputado Celso Maldaner, manifestou-se pela aprovação do projeto, com a supressão do art. 3º, que visava permitir que as sociedades que adotem RES sejam abrangidas pela Lei Complementar nº 123/2006. O Parecer ainda deve ser aprovado naquela Comissão e seguir para a análise da Comissão de Constituição e Justiça e de Cidadania e demais tramites para sanção.

Pitta defende que o PL nº. 4.303/2012 tem algumas inconsistências como, por exemplo, as regras de direito de retirada e de dissolução da companhia, as quais “não se coadunam com a perenidade que se espera de uma sociedade empresária que busque acesso ao mercado de valores mobiliários”⁴⁴³. Contudo, o autor parece concordar com o objetivo geral do PL nº. 4.303/2012, pois argumenta que a inserção das pequenas e médias empresas no mercado de capitais seria possível mediante a “criação de um regime simplificado de organização das sociedades por ações, à luz da experiência francesa”⁴⁴⁴.

A redação do art. 8º do texto original da MP nº. 881/2019 teve influência do PL nº. 4.303/2012, contudo foi a atuação do GTMK, criado para estudar temas de relevância nacional e propor medidas em prol do desenvolvimento econômico no Brasil, que deu origem a sua redação. Isso porque, com o auxílio de instituições privadas, com destaque para a B3, e visando um regime jurídico adequado à captação de recursos de pequenas e médias empresas, o GTMK sugeriu a inclusão do seguinte dispositivo na Lei nº. 6.404/1976: “A Comissão de Valores Mobiliários poderá dispensar a adoção de determinadas exigências previstas nesta Lei para companhias que definir como de médio e pequeno porte, conforme regulamentação

se que todas as companhias listadas, exemplos de empresa de grande porte, ostentam receita bruta superior a R\$300 milhões, à exceção dos casos em que se verifica uma crise empresarial (e a companhia em questão experimenta dificuldades financeiras e/ou se encontra em recuperação judicial)” (CAMPOS, *Relatório do PL nº. 4.303/2012*, 2013).

⁴⁴³ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 296.

VEIGA concorda com o direito de retirada concedido aos acionistas de empresas em estágio inicial de suas atividades: “Uma *startup* deverá ser estruturada de maneira que, de um lado, os sócios possam se retirar com certa facilidade da sociedade e, de outro lado, os acionistas faltosos possam ser facilmente excluídos. No regime atual das anônimas isso não acontecerá de maneira tão fácil, o que também prejudica a *startup*, já que os conflitos societários em sociedades jovens poderão surgir rapidamente e, sem a possibilidade de se retirar ou excluir sócios para que a paz seja restabelecida, tais brigas ou desentendimentos poderão perdurar mais do que o desejado, colocando-se em risco a sobrevivência do próprio negócio” (VEIGA, *Venture capital, sociedades anônimas e inovação: as falhas do direito societário brasileiro*, 2013).

⁴⁴⁴ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 296.

específica”⁴⁴⁵. Tal recomendação foi bem recebida e, após alguns ajustes⁴⁴⁶, passou a integrar a MP n°. 881/2019.

Embora o dispositivo tenha sido suprimido durante o processo de conversão da Medida Provisória em Lei, considera-se que ele contribuiria para a plasticidade do direito societário, tão necessária para o desenvolvimento dos projetos de empresas em estágios iniciais de desenvolvimento.

Ademais, a proposta do art. 294-A havia acertado ao conceder à CVM competência para definir, de maneira mais minuciosa, os aspectos da disciplina jurídica das companhias de pequeno e médio porte.

O PL n°. 4.303/2012 inclui disposições bastante específicas na Lei n°. 6.404/1976, que vão desde as formalidades para convocação de assembleia até o direito de retirar-se da sociedade. Diante da tecnicidade e dinamicidade com que as normas da CVM têm sido elaboradas, considera-se razoável e adequado atribuir à Autarquia poderes para elencar de modo mais específico as exceções às regras.

Pelas razões expostas defende-se que o art. 8º, da MP n°. 881/2019, deveria ter sido mantido na Lei n°. 13.874/2019. Todavia, duas emendas à redação do dispositivo seriam recomendáveis a fim de contemplar mais satisfatoriamente seu objetivo.

Em primeiro lugar, visando ao equilíbrio entre os Poderes Legislativo e Executivo, a competência da CVM deveria ficar restrita somente às flexibilizações das exigências da Lei n°. 6.404/1976, deixando a cargo do Legislador o conceito de companhia de menor porte, o qual seria realizado através da inclusão de um parágrafo único ao art. 294-A. Dessa forma, conceder-se-ia maior flexibilidade às companhias abertas (o que era clara intenção da Medida Provisória), sem, contudo, conceder um amplo poder à CVM e afastar o tema por completo da esfera do Poder Legislativo⁴⁴⁷.

Em segundo lugar, entende-se que as possíveis flexibilizações à Lei n°. 6.404/1976 não devem ficar limitadas às exigências da Lei, mas também devem abranger vedações expressas. Com tal modificação seria possível abarcar algumas situações necessárias à reconfiguração da

⁴⁴⁵ O acesso à redação do dispositivo foi obtido durante o Estágio Doutoral realizado na B3 entre janeiro e abril de 2019.

⁴⁴⁶ Redação final da MP n°. 881/2019: “Art. 294-A. A Comissão de Valores Mobiliários, por meio de regulamento, poderá dispensar exigências previstas nesta Lei, para companhias que definir como de pequeno e médio porte, de forma a facilitar o acesso ao mercado de capitais”.

⁴⁴⁷ Recordar-se que o Deputado Eduardo Cury, durante a tramitação da MP n°. 881/2019, fez a emenda com a supressão do dispositivo, justificando que “os poderes delegados à CVM devem ser específicos. A delegação de poder amplo e irrestrito possibilita que a CVM tenha poder para derrogar toda a legislação referente às sociedades anônimas, caracterizando a diminuição da capacidade legislativa do Congresso Nacional” (CURY, *Emenda 118 – MP 881/2019*, 2019).

disciplina societária aplicável às companhias de menor porte, as quais ficariam impedidas de concessões pela redação proposta pelo art. 8º, do texto original da MP nº 881/2019, como é o caso, por exemplo, da vedação ao voto plural⁴⁴⁸ prevista no art. 110, §2º, da Lei nº. 6.404/1976.

Dessa forma, sugere-se a seguinte redação para inclusão de dispositivo à Lei nº. 6.404/1976: Art. 294-A. A Comissão de Valores Mobiliários, por meio de regulamento, poderá flexibilizar exigências e vedações previstas nesta Lei, para companhias de pequeno e médio porte, de forma a facilitar o acesso ao mercado de capitais. Parágrafo único. Entende-se por companhia de pequeno porte e médio porte aquelas que: [*critério a ser adotado conforme conclusão de estudo técnico a ser conduzido para essa finalidade*⁴⁴⁹]⁴⁵⁰.

Por fim, a aprovação de medidas que favoreçam a plasticidade de companhias fechadas revela-se igualmente importante como etapa anterior à abertura de capital, especialmente para as *startups*. Por isso, compreende-se que a proposta acima não prejudica a aprovação do PL nº. 4.303/2012.

3.4.2.2 *Abrangência da competência da Comissão de Valores Mobiliários*

Vê-se pela redação do art. 294-A, proposta pelo texto original da MP nº. 881/2019, que uma ampla competência seria conferida à CVM, no que tange a criação de uma nova disciplina societária voltada, especificamente, às companhias de pequeno e médio porte.

A CVM foi criada pela Lei nº. 6.385/1976 para exercer as funções de órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais em substituição à atuação do Banco Central do Brasil, que continuou responsável somente pela disciplina do mercado bancário, monetário e cambial.

A natureza jurídica da CVM é de agência reguladora independente⁴⁵¹, vinculada ao Ministério da Economia, dotada de autonomia e dirigida por um Colegiado composto por um

⁴⁴⁸ Cf. ACE Governance, *Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS)*, 2019; Projeto de Lei nº. 10.736/2018.

⁴⁴⁹ Conforme destacado anteriormente, não serão expostos critérios quantitativos para a definição de companhias de menor porte por entender que é necessário estudo técnico aprofundado para tal, limitando esse estudo à sugestão de critérios para tal definição (cf. Tópico 1.3 deste trabalho).

⁴⁵⁰ O IMK adotou outra opção e, em substituição à proposta apresentada anteriormente, elaborou uma minuta elencando uma lista constando os temas que poderiam ser excepcionados pela Autarquia. Cf. VALOR ECONÔMICO, *Projeto prevê custo menor para captação de pequena empresa*, 2020.

⁴⁵¹ A *independência* vincula-se ao desempenho imparcial de suas atividades, e não a ausência de parâmetros legais que orientam suas atividades. EIZIRIK explica que “Com a proteção da autonomia e da independência das entidades, procura-se na verdade, defender sua atuação eficaz na regulação do subsistema econômico relevante, de modo a manter o processo decisório protegido contra indesejáveis influências político-partidárias, ou mesmo pressões dos próprios regulados, geralmente detentores de grande poder econômico” (EIZIRIK et al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 251).

Presidente e quatro Diretores, todos eles pessoas de reputação ilibada, reconhecida competência em matéria de mercado de capitais e nomeados pelo Presidente da República, após sabatina pelo Senado Federal⁴⁵².

Dentre as várias atribuições conferidas à CVM para assegurar o funcionamento e o crescimento do mercado de capitais brasileiro, ressalta-se a competência para regular⁴⁵³ as matérias expressamente previstas nas Leis nº. 6.385/1976 e 6.404/1976. Dessa forma, a intervenção do Estado no mercado de capitais é realizada também por meio de normas reguladoras produzidas por aquela Autarquia, as quais complementam o alcance da lei.

Pelas razões que serão expostas a seguir, considera-se positiva a atribuição de competência à CVM para a regulação de pontos específicos do mercado de valores mobiliários.

Em primeiro lugar, a Autarquia possui um corpo técnico mais qualificado em matéria de mercados de capitais, podendo debater as normas com maior profundidade e rigor. Lado

Mattos Filho et al. faz uma apontamento sobre a independência da Autarquia: “[...] na prática, essa independência é afetada em razão do seu orçamento depender de dotação dentro do Ministério da Economia e pelo fato de os seus membros serem nomeados pelo Poder Executivo e aprovados pelo Legislativo” (MATTOS FILHO et al., *Mercado de capitais e política: a CVM precisa de agenda no Senado*, 2020).

SCHIRATO destaca que “Não obstante a figura da Autarquia em regime especial ser há muito conhecida no direito brasileiro, a CVM não foi constituída *ab initio* como Autarquia independente, não havendo anteriormente qualquer regime que vedasse a exoneração *ad nutum* de seus dirigentes, nem que lhe garantisse qualquer tipo de blindagem em sua atuação, ao mesmo tempo em que existiam diversos dispositivos que coartavam a atuação da CVM ao Poder Executivo central. Contudo, com a reforma da legislação do mercado de capitais brasileiro, implementada por meio das Leis nº. 10.303/2001 e 10.411/2002 e na esteira de uma profunda reforma administrativa no Brasil, que contemplou, entre outros aspectos, a criação de diversas agências reguladoras independentes para setores estratégicos social e economicamente relevantes, o regime jurídico aplicável à CVM foi alterado, sendo-lhe conferido regime especial. [...] O novo regime especial conferido à CVM foi implementado a partir (i) da conferência de estabilidade aos membros do colegiado da CVM, prevista nos §§1º e 2º do artigo 6º da Lei nº 6.385/76, com redação dada pela Lei nº 10.411/200, (ii) do estabelecimento de fontes de financiamento à CVM, que configuram sua autonomia financeira e orçamentária, (iii) da previsão de ausência de subordinação hierárquica da CVM,²³ consubstanciada, entre outras formas, pela impossibilidade de recursos hierárquico impróprio, (iv) da independência patrimonial, prevista no caput do artigo 5º da Lei nº 6.385/76 e (v) da inclusão de determinadas matérias, tais como derivativos e fundos de investimentos, na competência exclusiva da CVM, sem qualquer interação com outro órgão” (SCHIRATO, *A regulação brasileira do mercado de capitais: restrição da autonomia privada para a satisfação do interesse público*, 2016).

Sobre uma posição contrária a independência da CVM, cf. ARAGÃO, *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico*, p. 303.

⁴⁵² EIZIRIK et al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 243.

⁴⁵³ Sobre a distinção entre regular e regulamentar: “A moderna doutrina administrativista justifica o caráter inovador – ou melhor dizendo, a possibilidade de inovação – dos atos normativos emanados da Administração Indireta por meio da distinção conceitual entre regulação e regulamentação. A regulamentação é atribuída a chefes de Estado ou Governo e é uma função política, que visa a impor regras de caráter secundário em complementação às normas legais, com o objetivo de explicitá-las e dar-lhes execução. Já a regulação constitui uma função administrativa, que não decorre da prerrogativa do poder político, e sim da ‘abertura’ da lei para que o agente regulador pondere de forma neutra, conflitos entre os interesses público e privado, sejam eles potenciais ou efetivos” (EIZIRIK et al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 251).

outro, a interação entre os envolvidos é mais célere e mudanças podem ser realizadas de forma mais eficaz, o que é essencial diante da dinamicidade do mercado de capitais⁴⁵⁴.

Além disso, apesar de o §3º, do art. 8º, da Lei nº. 6.385/1976, e o art. 26, do Regimento Interno da CVM, preverem que a colocação do projeto de ato normativo à disposição dos interessados é facultativa, a CVM tem adotado, como tônica de sua atuação, a submissão de suas normas à prévia audiência pública, dando oportunidades para a ampla manifestação dos interessados e regulados⁴⁵⁵. Tal prática é benéfica ao mercado, na medida em que a Autarquia pode tomar conhecimento de fatos não considerados quando da elaboração da minuta, compreender algumas demandas dos participantes (especialmente daqueles que serão afetados pela norma), estabelecer melhor diálogo com os regulados e, através dele, imprimir maior legitimidade às normas.

Ainda, seguindo modelos internacionais, cada vez mais a Autarquia tem criado hipóteses de assimetrias regulatórias entre os agentes regulados.

Segundo Schirato, há “assimetria regulatória” quando, em um mesmo setor, os agentes e as atividades se submetem a distintos graus de regulação, os quais variam de acordo com a necessidade de intervenção para que se alcance as finalidades visadas pelo legislador⁴⁵⁶. É o que Gilson, Hasmann & Pargendler chamaram de *regulatory diversification*, em contraposição a *regulatory dualismo*, *regulatory experimentation* e *regulatory competition*⁴⁵⁷⁻⁴⁵⁸.

A assimetria regulatória (ou *regulatory diversification*) deriva do princípio da igualdade e atende a máxima aristotélica “tratar igualmente os iguais e desigualmente os desiguais, na exata medida de sua desigualdade”. De maneira geral, cabe ao regulador, por meio do exercício de suas atribuições legais, definir, em cada caso, o grau de intervenção do Estado no mercado. Desse modo, o principal desafio é tutelar direitos públicos (comumente impondo restrições a

⁴⁵⁴ OLIVEIRA explica que “A intervenção do Estado na ordem econômica por via da normativa há de ser rápida, eficaz, ágil e abarcar todos os aspectos que sejam necessários. Daí a criação de entes da administração indireta dedicados a um determinado setor da atividade, criando uma especialização que lhe confere competência técnica para normatizar, controlar, fiscalizar a atividade naquele segmento” (OLIVEIRA, *Poder de regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*, 1989).

⁴⁵⁵ WELLISCH, *Artigo 8º*, 2015, p. 165.

⁴⁵⁶ SCHIRATO, *A regulação brasileira do mercado de capitais: restrição da autonomia privada para a satisfação do interesse público*, 2016.

⁴⁵⁷ “The actors being regulated are not homogeneous in their needs for regulation. Consequently, it is efficient to maintain two or more parallel regimes of regulation, with each regime designed to deal with the particular characteristics of a distinct set of actors” (GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 480).

⁴⁵⁸ Essas distinções são retomadas nas Conclusões Propositivas apresentadas ao final deste trabalho.

autonomia privada) e, ao mesmo tempo, fomentar o desenvolvimento econômico e a atuação de seus participantes⁴⁵⁹.

No mercado de capitais, a assimetria regulatória é constatada, por exemplo, quando normas distintas, especialmente as de caráter informacional, são conferidas às ofertas públicas e aos fundos de investimentos destinados a investidores profissionais e qualificados, os quais, em virtude de sua sofisticação e maior conhecimento técnico do mercado financeiro, carecem de menor tutela do regulador, sendo submetidos, portanto, a normas mais permissivas⁴⁶⁰.

Com base na assimetria regulatória e no princípio da igualdade é plenamente possível (e desejável) que a CVM conceda, conforme preveria o art. 294-A, da Lei n.º. 6.404/1976, tratamento diferenciado às companhias de pequeno e médio porte, as quais, como abordado, usualmente não conseguem atender todas as exigências impostas pelo legislador e, por essa razão, são desestimuladas, senão impedidas, de captarem recursos por meio do mercado de capitais.

3.4.2.3 Possíveis flexibilizações da Lei n.º. 6.404/1976

O art. 294-A, que seria incluído na Lei n.º. 6.404/1976 na hipótese de conversão do texto original da MP n.º. 881/2019 em lei, previa que, via regulamento da CVM, algumas exigências da lei das sociedades por ações poderiam ser afastadas para as companhias de pequeno e médio porte. O presente tópico aborda flexibilizações que poderiam ser realizadas nesse contexto e, para tanto, recorre-se a algumas conclusões apresentadas por Pitta em sua dissertação de Mestrado e em sua tese de Doutorado, ambas defendidas na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo⁴⁶¹.

O autor identifica que a estrutura societária imposta às companhias abertas pela Lei n.º. 6.404/1976 cria empecilhos⁴⁶² para que as empresas de pequeno e médio porte se capitalizem

⁴⁵⁹ SCHIRATO, *A regulação brasileira do mercado de capitais: restrição da autonomia privada para a satisfação do interesse público*, 2016.

⁴⁶⁰ Cf. ICVM 476/2009 e ICVM 555/2014.

⁴⁶¹ Cf. PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013; PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 140.

⁴⁶² Segundo PITTA, há empecilhos de duas ordens: “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

através do mercado de valores mobiliários. Com base, então, na Teoria do Contrato Financeiro⁴⁶³ e nas experiências do direito societário norte-americano e europeu, Pitta ressalta as matérias que deveriam sujeitar-se a uma maior plasticidade e autonomia privada dos empreendedores e investidores, dividindo-as em três categorias: (i) alocação de direitos políticos e econômicos; (ii) regime de destinação de resultado; e (iii) estrutura decisória e administrativa.

Em relação à alocação de direitos políticos e econômicos nas companhias abertas, Pitta questiona a existência de norma cogente impondo “um grau de correlação entre a titularidade do poder político e a contribuição econômica aportada à sociedade”⁴⁶⁴, a qual tem relação com o princípio *one share, one vote*, considerado por parte relevante da doutrina como pilar da governança corporativa e como um importante mecanismo para coibir desvios e abusos de poder por parte dos acionistas controladores⁴⁶⁵.

No Brasil, a alocação desproporcional entre direitos políticos e econômicos é possibilitada por meio da emissão de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito. Contudo, não há plena autonomia privada no que tange à composição do capital social, já que o art. 15, §2º, da Lei n.º. 6.404/1976, restringe tal emissão a 50% do total das ações emitidas. Além disso, especificamente em relação às companhias abertas, o art. 17, §1º, da mesma lei, impõe condições para que as ações com restrições ao direito de voto possam ser negociadas no mercado de valores mobiliários.

Pitta explica que a inclusão de tais dispositivos pela Lei n.º. 10.303/2001 estava atrelada “ao entendimento de que uma maior correlação entre a titularidade de poder político e exposição econômica era necessária para garantir um melhor alinhamento de interesses dentro da companhia, coibir abusos” e reduzir conflitos de agência⁴⁶⁶. Ademais, a imposição de requisitos às ações negociadas em mercado revelou-se necessária diante da percepção de que, na prática, não eram conferidas às ações preferenciais sem voto ou com voto restrito vantagens econômicas efetivas⁴⁶⁷.

empreendedores e os potenciais investidores, especialmente no que diz respeito à alocação de direitos políticos e econômicos entre estes” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 140).

⁴⁶³ Cf. HART, *Financial Contracting*, 2001.

⁴⁶⁴ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 151.

⁴⁶⁵ Para um debate em torno da temática, cf. CONGRESSO BRASILEIRO DE DIREITO COMERCIAL, *Reflexões sobre o princípio “uma ação, um voto”*. Acesso em 02/07/2020, disponível em <https://www.youtube.com/channel/UCIUrMEvSf0rJZXoU6hNc69A>.

⁴⁶⁶ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 210.

⁴⁶⁷ Nesse sentido: “[...] 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 relação às ações ordinárias (e em contrapartida da supressão ou limitação do direito de voto) apenas vantagens

Apesar dos objetivos traçados pelas restrições dos dispositivos mencionados, eles não foram capazes de impedir a desproporção entre direitos políticos e econômicos entre os acionistas, pois a limitação imposta pelo art. 15, §2º, da Lei nº. 6.404/1976 é calculada com base no número de ações emitidas pela companhia e, portanto, é meramente quantitativa. Dessa forma, diante da possibilidade de a companhia emitir ações sem valor nominal, nos termos do art. 11, da Lei nº. 6.404/1976, a restrição “não garante necessariamente uma correlação entre o montante de capital aportado e a quantidade de ações emitidas em contrapartida”⁴⁶⁸, possibilitando, por exemplo, a criação das chamadas ações “super preferenciais”, como aquelas instituídas pela Azul S.A após longos debates entre as áreas técnicas da CVM⁴⁶⁹.

Limitações à autonomia privada, no que tange à livre alocação dos direitos políticos entre os acionistas, ainda são percebidas: (i) no art. 16, que prevê a criação de classes distintas de ações ordinárias somente para as companhias fechadas, desde que observados os parâmetros fixados na norma; (ii) no art. 110, §2º, o qual veda a atribuição de voto plural a qualquer classe de ações⁴⁷⁰; e (iii) nos arts. 129, §1º, e 136, que limitam, respectivamente, às companhias fechadas e às companhias abertas que não tenham suas ações admitidas à negociação em mercado de valores mobiliários, a estipulação, em estatuto social, de quóruns deliberativos majorados para certas matérias⁴⁷¹.

Ao analisar esses dispositivos, Pitta considera que há bons argumentos que justificam a defesa da “maior autonomia privada com relação à modelagem das regras estruturais internas da sociedade”⁴⁷², especialmente em relação às pequenas e médias empresas, nas quais a figura do empreendedor e a estabilidade do poder de controle tendem a ser indispensáveis para o

econômicas insignificantes, como a prioridade no reembolso de capital, o que, evidentemente, se materializaria muito remotamente” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 210).

⁴⁶⁸ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 213. No mesmo sentido: VICTER, *Ações preferenciais e problemas de agência - análise do caso das ações superpreferenciais da Azul*, 2017; EIZIRIK, *A ação "super preferencial" é legal*, 2015.

⁴⁶⁹ Cf. Processo CVM nº. RJ2013/5993, Rel. Ana Novaes, de 28/01/2014.

⁴⁷⁰ Sobre a vedação ao voto plural, destaca-se a pesquisa conduzida pela ACE Governance que demonstrou como a temática vem sendo abordada em outros países (no geral, identificou-se que o voto plural é permitido nos principais mercados internacionais). Cf. ACE Governance, *Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS)*, 2019. Também se destaca o Projeto de Lei nº. 10.736/2018, que propõe a alteração do art. 16 e inclusão do 110-A, da Lei nº. 6.404/1976. Sobre as discussões sobre a aprovação a instituição do voto plural, cf. QUESADA, *Voto plural longe do consenso*, 2020.

⁴⁷¹ Em contrapartida, o art. 18, da lei societária, permite, conforme afirma PITTA, “a criação de efetivas ações de comando, inclusive para as companhias abertas, que podem perfeitamente constituir instrumento de perenidade do poder de controle” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 218).

⁴⁷² PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 156.

sucesso dos negócios⁴⁷³⁻⁴⁷⁴. Dessa forma, o autor sustenta que é equivocado tomar como premissa que a retenção do poder de comando decorre necessariamente da intenção do acionista controlador de extrair, a partir dessa posição, benefícios ilegítimos às custas da companhia. Nesta esteira, considera que pode ocorrer de a retenção estar simplesmente atrelada ao desejo dos empreendedores (inclusive dos acionistas minoritários) de manter a visão de negócio daquele que possui maior *expertise* e grau de conhecimento da empresa⁴⁷⁵.

Ainda, na visão do autor, além de vários impedimentos da norma serem contornados através de outras estratégias negociais⁴⁷⁶, é plenamente natural que alguns acionistas – como aqueles detentores de ações preferenciais – estejam dispostos a abrir mão do poder político, exercido mediante voto em assembleia, para receber em contrapartida outras vantagens, como os dividendos prioritários⁴⁷⁷.

Segundo Pitta, empreendedores e investidores estão em melhor posição para avaliar os efeitos decorrentes dos arranjos internos estipulados pelo estatuto social em relação à alocação de direitos políticos e econômicos entre os sócios, não sendo razoável a definição de regras taxativas pelo Estado; ao contrário, dever-se-ia prestigiar a autonomia privada nesse âmbito⁴⁷⁸. Para reiterar esses argumentos, o autor destaca o relatório da OECD intitulado “*Lack of proportionality Between Ownership and control: Overview and Issues for Discussion*”, no qual foi demonstrado que flexibilizações em torno da alocação de direitos políticos e econômicos são benéficas, especialmente diante dos altos custos regulatórios voltados à sua proibição⁴⁷⁹.

⁴⁷³ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 211.

⁴⁷⁴ No mesmo sentido: “*Because control is valuable, entrepreneurs seek to maintain it. One way of maintaining control is through the use of multiple classes of shares. Instead of issuing a single class of shares, each with an equal vote, a controller can issue high-voting shares to herself and sell the low-voting shares to the public [...] Founders of technology startups typically have a unique vision for their firms that they do not want interrupted by the prospect of public shareholders, so, unsurprisingly, this structure has become increasingly popular among technology startups that raise capital on the public markets. Blue Apron, Facebook, Google, and others have all gone public with this structure*” (SMITH, *The Agency Costs of Equal Treatment Clauses*, 2017, p. 545).

⁴⁷⁵ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 477.

⁴⁷⁶ Nesse sentido, em relação à restrição do art. 136, da Lei nº 6.404/1976, o autor afirma: “E diante da vedação da Lei nº. 6.404/1976, tal mecanismo acaba por ser indiretamente estabelecido por meio da celebração de acordos e voto, muitas vezes, por meio dos quais se estabelece a vinculação do exercício do voto de seus signatários em assembleia ao decidido no âmbito de reunião prévia realizadas entre acionistas, sujeitas, por sua vez, a quóruns qualificados. São obtidos, portanto, por essa via indireta, os mesmos efeitos relativos à 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” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 157).

⁴⁷⁷ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 157.

⁴⁷⁸ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 217.

⁴⁷⁹ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 229.

Não obstante o fato de Pitta posicionar-se favoravelmente à autonomia privada e defender a livre alocação dos direitos políticos e econômicos entre os sócios, o autor não se mostra despreocupado com potenciais desvios e abusos de poder. No entanto, ao invés de argumentar pela instituição de uma norma que vise *a priori* combater esses ilícitos, ele defende a elaboração de um regime rigoroso e efetivo de responsabilização do controlador capaz de reprimir e desincentivar adequadamente as condutas abusivas⁴⁸⁰.

A livre alocação de direitos políticos e econômicos defendida por Pitta, com a qual concorda-se nesse trabalho, é, em certa medida, contraditória com as alterações promovidas pela Lei nº. 10.303/2001 e com o aquecimento do mercado de capitais que as sucedeu. Contudo, para o autor não foi propriamente o enrijecimento do regime societário previsto na Lei nº. 6.404/1976 que efetivamente fomentou o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários naquele momento, mas sim “o emprego de soluções contratuais voltadas justamente a garantir a estabilidade do poder de controle”, como, por exemplo, as *poison pills* que passaram a ser comuns nos estatutos sociais⁴⁸¹.

Ainda que se considere que as alterações normativas propostas em 2001 tenham desempenhado papel relevante, certo é que o mercado de capitais possui novos contornos, especialmente decorrentes do processo de globalização econômica e intensificação da concorrência internacional entre os agentes econômicos, o que viabiliza novas leituras e concepções. Dessa forma, mesmo que se reconheça a importância das medidas implementadas no início dos anos 2000, concorda-se com a linha argumentativa sustentada por Pitta em relação

⁴⁸⁰ “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” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 73).

⁴⁸¹ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 224-226. Sobre a função das *poison pills* no Brasil: “Se no sistema anglo-saxão sua razão de ser é outorgar aos administradores, de acordo com o seu melhor juízo discricionário, instrumento apto a proteger a companhia de seu corpo acionário de aquisições de controle indesejadas ou a preço inadequado, no Brasil, onde inexiste dispersão de capital tão acentuada e persiste o papel do acionista controlador, tais disposições estatutárias, uma vez acionadas, são de aplicação automática e prescindem dos órgãos de administração, tendo ‘*como finalidade autêntica reforçar o papel do acionista controlador (ou seja, atuar como mecanismo de reforço do controle), impedindo que outro acionista atinja participação acionária superior à sua, ou, ainda, evitando a formação de minorias acionárias como influência relevante*’ [...] Justamente em razão desta função, Modesto Carvalhosa define as *poison pills* brasileiras como cláusulas estatutárias de natureza organizativa, voltadas a disciplinar as alterações na estrutura da composição acionária da companhia, por meio da imposição da obrigação de lançar OPA ao acionista que atingir um determinado percentual de participação acionária: ‘*é um instrumento jurídico adotado pela companhia com intuito de dificultar a aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil – diretamente endereçada aos acionistas de sua companhia, sem consulta prévia à sua administração*’ (PINTO et al., *Mecanismos de reforço do poder de controle nas companhias do Novo Mercado: as poison pills brasileiras*, 2015, p. 291).

aos pontos apresentados, exatamente por entender que se trata de um cenário diverso daquele de anos atrás. Nesse sentido, cita-se: a revisão de dogmas do Direito Societário (como a percepção de que o fato de a companhia possuir um acionista controlador, não necessariamente significa que ela é pior do que aquelas que possuem controle disperso), o desenvolvimento de outras vias de financiamento que competem com a captação pública de recursos, em especial devido ao crescimento da indústria de *venture capital* e de *private equity* e o surgimento de companhias *hightech*, que geram demandas distintas, tanto em relação aos empreendedores quanto aos investidores e põem em dúvida as práticas de governança corporativa comuns para companhias com outros perfis (como a aplicação do princípio *one share, one vote*)⁴⁸².

No contexto atual, normas societárias que restringem a autonomia privada em torno da criação de regras desproporcionais de alocação de direitos político e econômicos entre os sócios desincentivam as companhias de pequeno porte a buscarem o mercado de capitais como alternativa de financiamento de suas atividades, uma vez que os sócios, geralmente fundadores e idealizadores do projeto, embora necessitem de capital para prosseguirem com suas atividades, comumente, não querem ou não estão preparados para ceder ou compartilhar o controle do negócio, ao passo que emissões de ações que atribuem direito de voto e que correspondam a grandes volumes financeiros podem, em função das limitações impostas pela Lei nº. 6.404/1976, gerar uma indesejada diluição do controlador ou uma alteração da estrutura de poder decisório na companhia⁴⁸³, o que pode não ser desejado nem mesmo pelos próprios investidores. E não é só. Geralmente, companhias em estágios iniciais demandam maior plasticidade em suas regras internas para que seja possível adequar o negócio às aspirações dos empreendedores e investidores, sendo as limitações normativas apresentadas, muitas vezes, impeditivas ao seu próprio desenvolvimento.

Além disso, em recente estudo, Lund defende que ações sem direito de voto podem ser utilizadas para tornar a governança corporativa da companhia mais eficiente e reduzir os custos de agência⁴⁸⁴. A autora explica que as companhias podem, por meio da emissão de ações sem direito de voto, distribuir o poder decisório entre acionistas informados e acionistas

⁴⁸² Cf. Palestra do Pablo Renteria no ENCONTROS PREPARATÓRIOS PARA O 10º CONGRESSO BRASILEIRO DE DIREITO COMERCIAL, *Reflexões sobre o princípio “uma ação, um voto”*. Acesso em 02/07/2020, disponível em <https://www.youtube.com/channel/UCIUrMEvSf0rJZXoU6hNc69A>.

⁴⁸³ Em carta aberta, Guilherme Benchimol, CEO e fundador da XP Inc. justificou a realização do IPO da companhia em mercado norte-americano: “Optamos pela listagem na Nasdaq porque acreditamos que nos conectará com os principais investidores do mundo, trazendo as melhores práticas internacionais para a nossa empresa, além de nos dar espaço para novas emissões de ações, sem colocar em risco o controle da empresa e a sua total independência – fato esse que não seria possível por meio da legislação brasileira atual” (BENCHIMOL, *Carta aberta sobre o IPO da XP Inc.*, 2019).

⁴⁸⁴ Cf. LUND, *Nonvoting shares and efficient Corporate Governance*, 2019.

desinformados (chamados pela autora de “*weakly motivated voters*”), que não possuem interesse em participação das deliberações sociais. Na concepção da autora, essa distribuição reduz o custo de capital impactando os custos de agência. Em sua concepção, investidores informados pagarão mais por ações com direito a voto que não são diluídas pelos votos de investidores desinformados e pouco motivados; da mesma forma, investidores desinformados gravitarão em direção a ações que não exijam os custos associados à votação, especialmente porque as ações sem direito a voto tendem a ser negociadas com um desconto em relação às ações com direito a voto. Nesse contexto, Lund conclui que a companhia se torna mais valiosa diante da possibilidade de elaborar uma estratégia baseada na emissão de ações com e sem direito de voto (prática que é bastante comum no mercado norte-americano). Por fim, a autora considera que, da perspectiva dos custos de agência, essa estrutura de capital atrairia recurso com menor custo⁴⁸⁵.

Pelas razões expostas, considera-se que os dispositivos citados da Lei n.º. 6.404/1976 que conferem rigidez à alocação de direitos políticos e econômicos entre as partes envolvidas, poderiam ser afastados para as companhias de pequeno e médio porte, de modo a favorecer o acesso dessas sociedades ao mercado de capitais brasileiro e o financiamento de suas atividades.

Em relação a possíveis flexibilizações no âmbito da estrutura decisória e administrativa da sociedade, Pitta critica a imposição de administração dual para as companhias abertas. Segundo o autor, para algumas companhias de controle societário definido e de menor porte a constituição do Conselho de Administração tende a ser meramente figurativa, dispendiosa e burocrática⁴⁸⁶⁻⁴⁸⁷, portanto, deveria ser considerada facultativa e não mandatória como prescreve o art. 138 da Lei n.º. 6.404/1976.

Ainda em relação às regras de funcionamento dos órgãos da companhia, Pitta critica a distribuição rígida de competências entre eles (Assembleia, Diretoria, Conselho de Administração e Conselho Fiscal). Segundo o autor, a Lei impede delegações de atribuições que seriam importantes para a eficiência e a gestão das companhias de menor porte⁴⁸⁸.

⁴⁸⁵ Cf. LUND, *Nonvoting shares and efficient Corporate Governance*, 2019.

⁴⁸⁶ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 254.

⁴⁸⁷ No contexto europeu, NEVILLE considera que: “[...] it is important to realise that the problems of SMEs differ significantly from those of listed companies, and that the roles of their boards also differ. If the board of directors is going to be a value-creating resource contributing to the growth and development of SMEs, it is important that national company laws should either provide legislative solutions that encompass the need both of listed companies and SMEs or that national company laws provide differentiated solutions. This will be even more necessary if, in the aftermath of the financial crisis, the corporate governance debate leads to a renewed focus on hard regulation of controlling roles of boards. If the rules dealing with agency problems are strengthened, this will remove them even further from the needs of SMEs” (NEVILLE, *The role of boards of SMEs*, 2013, p. 209).

⁴⁸⁸ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 250-258.

Em complemento as críticas acima, questiona-se a regra do art. 161, da Lei n.º 6.404/1976, que impõe a existência obrigatória⁴⁸⁹ do Conselho Fiscal para todas as companhias abertas.

Armour et al. analisam as estruturas de composição dos órgãos de administração das companhias abertas (*corporations*) em diferentes jurisdições⁴⁹⁰. De maneira geral, os autores verificam que há países que adotam o sistema *one-tier board* (no qual um mesmo órgão é responsável pela administração e pela supervisão da companhia) enquanto outros adotam o sistema *two-tier board* (no qual há uma separação formal entre as funções de administração e de supervisão da companhia)⁴⁹¹. O Brasil adota o sistema *two-tier board*, visto que a Lei n.º 6.404/1976 impõe a constituição do Conselho Fiscal como órgão autônomo da Administração (Diretoria e Conselho de Administração)⁴⁹²⁻⁴⁹³. Diferentemente, os EUA e o Reino Unido adotam o sistema *one-tier board*. Há, ainda, jurisdições que permitem a adoção de ambos os sistemas deixando a cargo da companhia a escolha por um ou por outro. É o caso, por exemplo, da Itália, da França e da União Europeia em relação à *European Company (Societas Europaea)*⁴⁹⁴⁻⁴⁹⁵. Essa última opção é bastante interessante, porquanto permite maior maleabilidade por parte das companhias, permitindo que ela faça a escolha por um sistema mais adequado ao seu porte e às suas características.

Ademais, Armour et al. consideram que as principais funções do Direito Societário são: (i) conferir aos empreendedores tipos societários com características definidas que os permitam exercer suas funções econômicas; e (ii) mitigar conflitos de agência decorrentes das relação entre acionistas, administradores e terceiros (e.g trabalhadores e credores da companhia). Em

⁴⁸⁹ “A existência do conselho fiscal é obrigatória, sendo opcional, a depender do estatuto social, o seu funcionamento permanente, exceto no caso das sociedades de economia mista. Assim, o estatuto deve disciplinar o órgão, dispondo se o seu funcionamento permanente será permanente ou se dependerá da solicitação dos acionistas minoritários para que se instale e passe a funcionar naquele exercício social” (EIZIRIK, *A Lei das S/A comentada – Volume II – Artigos 121 a 188*, p. 428).

⁴⁹⁰ Cf. ARMOUR et al., *The basic governance structure: the interests of shareholders as a class*, 2017.

⁴⁹¹ A partir da análise de várias companhias listadas em Frankfurt e Londres, JUNGSMANN demonstrou que ambos os sistemas são efetivos e que não há supremacia de um em relação ao outro. Cf. JUNGSMANN, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems: Evidence from the UK and Germany*, 2006).

⁴⁹² Cf. Art. 162, §2, Lei n.º 6.404/1976.

⁴⁹³ Apesar de ser classificado pela doutrina como sistema *two-tier board*, o regime brasileiro possui algumas peculiaridades. Por exemplo, na maioria das jurisdições que adotam o *two-tier board*, os membros da administração (*management*) são eleitos pelo *supervisory board* (que tem seus membros eleitos pelos acionistas) (Cf. LUCA, *European Company Law*, 2017, p. 259; GHEZZI & MALBERTI, *The Two-Tier Model and the One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law*, 2008, p. 13).. No caso do Brasil, os membros do Conselho de Administração (e os membros do Conselho Fiscal) são eleitos pelos acionistas.

⁴⁹⁴ Cf. Regulamento (CE) n.º 2157/2001 do Conselho da EU.

⁴⁹⁵ ARMOUR et al., *The basic governance structure: the interests of shareholders as a class*, 2017, p. 50.

relação à primeira função, os autores identificam que diferentes jurisdições adotam cinco atributos para as sociedades constituídas sob a modalidade de companhia, quais sejam: personalidade jurídica, responsabilidade limitada, ações transferíveis, controle da companhia atrelado à participação no capital social (*investor ownership*) e a administração delegada a órgãos coletivos (*boards*). Já em relação à segunda função os autores apresentam mecanismos pelos quais os legisladores de cada país buscam mitigar os oportunismos de um agente (administrador, acionista e terceiros) em detrimento de outro. Nesse ponto, os autores identificam que existem distinções entre as jurisdições analisadas em razão da espécie de conflito de agência que tende a predominar. Por exemplo, em mercados pulverizados, a tendência é o surgimento de conflitos de agência entre administradores e acionistas, enquanto em mercados concentrados esses conflitos tendem a ser deslocados para as relações entre acionistas minoritários e majoritários⁴⁹⁶.

As lições dos autores são relevantes na medida em que apresentam estratégias pelas quais o Direito pode reduzir os custos de agência e trazer mais eficiência ao desenvolvimento da atividade empresária. Sob essa perspectiva, é importante perceber que um mecanismo apropriado à redução dos conflitos de agência no âmbito de uma grande companhia pode não ser adequado às companhias com outro perfil, como é o caso, por exemplo, das companhias de menor porte⁴⁹⁷, nas quais a constituição de um Comitê de Auditoria, em substituição ao Conselho Fiscal, poderia ser mais apropriada (um estudo realizado pela Deloitte & IBRI demonstrou que companhias de menor porte tendem a priorizar outras estruturas de governança e gestão de risco: 81% das companhias analisadas apresentavam Auditoria Externa, e 68% apresentavam Auditoria Interna, enquanto apenas 22% tinham Conselho Fiscal⁴⁹⁸).

Diante desse contexto, a existência obrigatória de tal órgão por parte de todas as companhias abertas pode significar somente a imposição de ônus⁴⁹⁹, não tendo uma função relevante na redução dos custos de agência existentes nas pequenas e médias empresas. É nesse

⁴⁹⁶ Cf. ARMOUR et al., *What is corporate law?*, 2017; GHEZZI & MALBERTI, *The Two-Tier Model and the One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law*, 2008.

⁴⁹⁷ “While corporate governance plays an accountability and monitoring role, the way in which it manifests in each company will depend on firm specific factors. In firms with dispersed shareholdings governance may have an important role in restricting excessive agency costs. In contrast, in younger and more tightly held firms the stewardship of the firm may emanate from the critical knowledge and experience of key insiders. In such firms, key corporate governance attributes such as an independent board chair and a majority independent board may be of less importance than the guidance of officers with a thorough knowledge and understanding of the company’s business and operations (Kiel and Nicholson, 2003)” (PLASTOW, GALLERY & GALLERY, *An analysis of the corporate governance practices of smaller listed Australian companies*, 2012, p. 249).

⁴⁹⁸ DELOITTE & IBRI, *Jornada da captação: transformação financeira na busca de recursos*, 2017.

⁴⁹⁹ Apesar de o funcionamento ser facultativo, sempre haverá o risco de os acionistas solicitarem a instalação do órgão.

sentido que se valoriza a norma que possibilita a escolha por parte da companhia pelo sistema de *one-tier board* em substituição ao *two-tier board*⁵⁰⁰ e, no contexto brasileiro, a flexibilização do art. 161 em relação à existência do Conselho Fiscal pelas companhias de pequeno e médio porte.

A Lei nº. 6.404/1976 foi elaborada levando em consideração principalmente a realidade de companhias de maior porte e em estágios avançados de desenvolvimento, justificando-se, pois, a imposição, via normas de natureza cogente, de estruturas orgânicas mais robustas e rígidas, bem como atribuições bem definidas a cada órgão, de modo a tutelar e conciliar adequadamente os interesses dos acionistas. Contudo, a adoção de estruturas complexas imprime custos significativos ao funcionamento da sociedade e retira grande parte da maleabilidade geralmente necessária ao bom exercício dos negócios, especialmente nos estágios iniciais de desenvolvimento da empresa. Sendo assim, defende-se que essas também são matérias que a CVM poderia flexibilizar às companhias de menor porte, valendo-se de atribuição concedida por lei (o que teria ocorrido no caso da aprovação do texto original da MP nº. 881/2019).

Por fim, Pitta questiona a excessiva intervenção estatal no âmbito do regime de destinação de resultados, como, por exemplo, a imposição de dividendos mínimos obrigatórios, nos termos do art. 202, da Lei nº. 6.404/1976, e, resguardadas as devidas proteções aos credores sociais, defende flexibilizações que levem em consideração os projetos necessários à expansão da empresa e suas necessidades de fluxo de caixa e de financiamento⁵⁰¹.

Em sentido semelhante, Corrêa defende que, apesar de a implementação da disciplina distributiva rígida ter feito sentido no momento de elaboração e publicação da Lei nº. 6.404/1976, na atual realidade econômica das companhias abertas e do mercado de capitais, ela não mais revela-se coerente. Isso porque nos primórdios da lei, a rentabilidade do acionista estava atrelada exclusivamente ao lucro apurado no exercício e à distribuição de dividendos, ao passo que, com a evolução da economia e das finanças corporativas, as bases da rentabilidade acionária passaram a vincular-se também, e principalmente, ao aumento de valor da companhia

⁵⁰⁰ Em 2003, a legislação italiana foi alterada para conferir maior flexibilidade as companhias, cf. GHEZZI & MALBERTI, *The Two-Tier Model and the One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law*, 2008). Em 2011, a legislação holandesa foi modificada para contemplar o sistema *one-tier board*, cf. CALKOEN, *The one-tier board in the changing and converging world of Corporate governance: a comparative study of boards in the UK, the US and the Netherlands*, 2012.

⁵⁰¹ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 224-226.

para os sócios, não sendo viável impor, por exemplo, via norma cogente, a distribuição de dividendos mínimos obrigatórios⁵⁰².

Além disso, para a autora, a rigidez das regras brasileiras, no que tange à distribuição dos resultados das sociedades anônimas, motivou, ao lado de outros fatores, a abertura de capital de algumas companhias nas bolsas de valores norte-americanas, não obstante possuírem suas sociedades operacionais no Brasil, como foi o caso da Stone Pagamentos, Arco Educação, PagSeguro e Netshoes⁵⁰³⁻⁵⁰⁴⁻⁵⁰⁵ (tal fato é interessante da perspectiva dos custos para realização do *IPO*; um estudo realizado pela PwC, em 2019, demonstrou que os custos médios relacionados a abertura de capital são menores no Brasil em comparação com os EUA⁵⁰⁶). Nesse sentido, parece que as regras de distribuição de dividendos, que na origem buscaram fomentar o mercado de capitais brasileiro, no sistema atual geram efeitos opostos, uma vez que as companhias e os investidores, especialmente os estrangeiros, têm se mostrado mais favoráveis às normas flexíveis em torno do tema.

Diante desse contexto, normas cogentes em relação ao regime de distribuição de resultados também poderiam ser dispensadas às companhias de menor porte, deixando os empreendedores e investidores livres para pactuarem sobre a destinação dos lucros decorrentes da atividade empresarial⁵⁰⁷⁻⁵⁰⁸.

⁵⁰² CORRÊA, *O fim lucrativo da societate e o lucro social: interpretação e aplicação no contexto das sociedades anônimas brasileiras*, 2019, p. 150.

⁵⁰³ CORRÊA, *O fim lucrativo da societate e o lucro social: interpretação e aplicação no contexto das sociedades anônimas brasileiras*, 2019, p. 125-129.

⁵⁰⁴ Segundo apurado pela ACE Governance, o principal fator para a realização de listagem no exterior é a precificação da companhia no *IPO*, que é maior no mercado norte-americano (cf. ACE Governance, *Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS)*, 2019).

⁵⁰⁵ A fuga de companhias para outras bolsas de valores motivou a realização da Audiência Pública SDM nº. 08/2019, que propõe alterações nas normas relacionadas à emissão de certificados de depósitos de valores mobiliários (*Brazilian Depositary Receipt – BDR*), como, por exemplo, o conceito de emissor estrangeiro, que passaria a estar vinculado somente a localidade da sede da companhia. A exportação de *IPO* também motivou a manifestação da CVM sobre a caracterização de oferta realizada no exterior como oferta pública sujeita a registro no Brasil (cf. Memorando nº 23/2019-CVM/SER; Processo SEI 19957.010645/2019-06).

⁵⁰⁶ PwC, *O IPO como alternativa para impulsionar o financiamento da sua empresa: informações sobre custos de abrir capital e operar como companhia aberta no Brasil e nos EUA*, 2019.

⁵⁰⁷ Nesse sentido: “[...] deve-se ressaltar que as regras acerca da distribuição de lucros encontradas na Lei nº 6.404/76, notadamente nos artigos 202 e 203, são bastante rígidas. Deve-se flexibilizar e permitir (i) distribuições desproporcionais à participação no capital social e (ii) que a sociedade retenha lucros sem distribuí-los por mais tempo, o que permitirá às *startups* formar reservas para que seu futuro seja menos difícil” (VEIGA, *Venture capital, sociedades anônimas e inovação: as falhas do direito societário brasileiro*, 2013).

⁵⁰⁸ “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 investem tende a diferir drasticamente em função de seu ramo de atuação e de seu estágio evolutivo, não existindo um modelo única capaz de servir adequadamente a todos os tipos de sociedades empresárias, especialmente se proposto por agentes externos à mesma, como ocorre, por exemplo, quando

Reflexão importante no âmbito das possíveis flexibilizações voltadas às companhias de menor porte refere-se também ao conteúdo informacional exigido para as sociedades que tenham seus valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados organizados.

Conforme leciona Pitta, as obrigações informacionais exigidas pela Lei n.º. 6.404/1976 podem ser divididas em: (i) informações necessárias ao exercício de direitos decorrentes da condição de sócio (como aquelas vinculadas à realização de assembleias ou de operações societárias); (ii) informações econômico-financeiras, como, por exemplo, a apresentação da situação patrimonial da companhia ao final do exercício social⁵⁰⁹; e (iii) informações vinculadas à escolha e à atuação dos administradores da companhia⁵¹⁰⁻⁵¹¹.

Todavia, além das obrigações impostas pela Lei n.º. 6.404/1976, a CVM prevê ainda uma série de divulgações obrigatórias às companhias abertas. Assim, em conformidade com a ICVM n.º. 480/2009, a companhia aberta deve disponibilizar ao mercado informações eventuais e periódicas, dentre as quais: o Formulário de Referência, o Formulário de Informações Trimestrais (ITR), o Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) e as demonstrações financeiras auditadas. Tais exigências geram custos atrelados à sua confecção, conferência e disponibilização, sendo necessário refletir se elas devem ser estendidas a todas as companhias, especialmente àquelas que possuem menor porte e encontram-se em estágio inicial de desenvolvimento⁵¹².

Uma breve síntese da evolução da Lei n.º. 6.404/1976 e das instruções da CVM demonstra que houve um momento no qual flexibilizações às companhias de menor porte foram aventadas.

Com a promulgação da Lei n.º. 6.404/1976, todas as companhias abertas passaram a ser submetidas a uma mesma disciplina jurídica, independentemente dos valores mobiliários

o Estado impõe determinadas normas societárias de natureza cogente” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 470).

⁵⁰⁹ Cf. Art. 176 e seguintes, Lei n.º. 6404/1976.

⁵¹⁰ Cf. Art. 157, Lei n.º. 6404/1976.

⁵¹¹ PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 197.

⁵¹² Não é objetivo do presente texto fazer uma abordagem profunda acerca de todas as informações que devem ser disponibilizadas pelas companhias abertas, mas tão somente apresentar uma proposta de flexibilização de exigências voltadas às companhias de menor porte. Para uma abordagem sobre o *disclosure* de companhias abertas, cf. PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013. O autor tem uma conclusão bem clara, com a qual concorda-se: “Após a detalhada análise do regime de *disclosure* aplicável às companhias abertas brasileiras, é possível indentificar que, não obstante todos os aspectos positivos a ele associados abordados ao longo do presente trabalho, tal regime é dotado de uma notável inflexibilidade que representar uma grande barreira de acesso ao mercado de valores mobiliários a determinadas companhias, principalmente aquelas de menor porte e/ou em estágio inicial de desenvolvimento, que são, provavelmente, as que mais necessitam dos recursos cuja canalização é efetuada primordialmente no âmbito desse mercado” (PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 363).

emitidos e distribuídos ao mercado. Para Eizirik, o tratamento uniforme mostrou-se inadequado, pois imputava custos desnecessários às companhias e não contemplava as necessidades dos investidores, que podem variar conforme a modalidade de valor mobiliário emitido⁵¹³. Tal cenário pôde ser modificado diante da alteração introduzida pela Lei n.º. 10.303/2001, no art. 4º, da Lei n.º. 6.404/1976. Isso porque a CVM passou a ter competência expressa⁵¹⁴ para classificar as companhias abertas em categorias de acordo com as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos e estabelecer normas específicas para cada uma delas.

Segundo Pitta, a proposta aventada com a criação de categorias de emissor, quando da discussão da alteração da norma até então vigente (ICVM n.º. 202/1993), era estabelecer inúmeras categorias, considerando o tipo de valor mobiliário emitido, o mercado onde aquele seria negociado (bolsa ou mercado de balcão), o porte do emissor, as características dos investidores, dentre outros aspectos⁵¹⁵. Contudo, a proposta apresentada no Edital de Audiência Pública SDM n.º. 07/2008 não foi tão abrangente e propôs somente três categorias: (i) emissores capital/bolsa: “emissores autorizados a negociar quaisquer valores mobiliários em quaisquer mercados regulamentados de valores mobiliários”; (ii) emissores capital/balcão: “emissores autorizados a negociar quaisquer valores mobiliários em mercados de balcão, organizados ou não e valores mobiliários de dívida e investimento coletivo em quaisquer mercados regulamentados de valores mobiliários”; e (iii) emissores dívida e investimento coletivo: “emissores autorizados a negociar valores mobiliários de dívida e investimento coletivo em quaisquer mercados regulamentados de valores mobiliários”⁵¹⁶.

No curso das discussões sobre a nova norma, a proposta foi modificada, mantendo-se tão somente duas categorias (as Categorias A e B), que se diferem pelo tipo de valor mobiliário emitido pela companhia (*equity* ou *debt*), pouco importando se as negociações ocorrem na bolsa ou no mercado de balcão, ou o porte da companhia admitida à negociação no mercado de valores mobiliários⁵¹⁷⁻⁵¹⁸. A ICVM n.º. 480/2009 concede alguns descontos regulatórios para as companhias registradas na Categoria B, principalmente no que tange às informações

⁵¹³ EIZIRIK, *A Lei das S/A comentada – Volume I – Artigos 1º a 120*, 2011, p. 69.

⁵¹⁴ PITTA defende que a competência já existia com base na interpretação sistemática dos arts. 21, §6º, e 22, §1º, da Lei n.º. 6.385/1976. cf. PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 209.

⁵¹⁵ PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 209.

⁵¹⁶ Cf. CVM. *Edital de Audiência Pública SDM n.º. 07/2008*, 2008.

⁵¹⁷ Cf. Art. 2º, ICVM n.º. 480/2009.

⁵¹⁸ Todas as companhias listadas no Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 são registradas na CVM na Categoria A.

eventuais que devem ser disponibilizadas ao mercado e ao conteúdo do Formulário de Referência (o preenchimento de parte significativa deste documento é facultativo).

A customização de certas exigências, conforme as características do agente alvo da norma, é benéfica, especialmente porque o emissor se sujeita a custos razoáveis e proporcionais às finalidades visadas pela regulação. Nesse sentido, Eizirik explica que a intervenção estatal deve visar um nível ótimo, o que significa “maior proteção possível aos investidores ao menor custo para as emissoras de valores mobiliários”⁵¹⁹. Dito isso, é correto pensar que as exigências voltadas às grandes companhias não devem ser idênticas aquelas direcionadas às companhias de menor porte, que notadamente não podem arcar com os mesmos custos daquelas⁵²⁰.

Ciente desse fato, na Agenda Regulatória da CVM, de 2019, a Autarquia citou que durante aquele ano pretendia realizar estudos normativos para analisar a criação de uma nova categoria para abarcar companhias de menor porte (a chamada Categoria C)⁵²¹. Tal iniciativa encontrava-se alinhada com discussões pretéritas sobre o tema, com o texto original da MP n.º. 881/2019 e com a prática de mercados de outros países (recorda-se, por exemplo, a criação das *Emerging Growth Companies* no mercado norte-americano). Todavia, ao longo daquele ano os debates não ganharam destaque, ficando para 2020 as discussões voltadas à alteração da ICVM n.º. 480/2009 e à inclusão da Categoria C.

Ainda acerca das reflexões sobre o conteúdo informacional exigido às companhias abertas destacam-se as lições de Harwood & Konidaris. Segundo as autoras, para obter uma estrutura de custo atraente para os emissores e facilitar a emissão de valores mobiliários, o conteúdo de divulgação para as pequenas e médias empresas deve ser significativamente reduzido em relação aos requisitos exigidos para as companhias de grande porte. Todavia, na prática essa ideia não é aplicada, visto que a maioria dos mercados de acesso não reduzem requisitos de conteúdo informacional às companhias menores, devido, principalmente, à natureza inerentemente mais arriscada do investimento realizados nessas sociedades⁵²².

⁵¹⁹ EIZIRIK, *Direito Societário: estudos e pareceres*, 2015, p. 444.

⁵²⁰ Nesse sentido: “[...] de modo a avançar na promoção do objetivo último do mercado de valores mobiliários, qual seja, a promoção do crescimento econômico por meio da eficiente alocação de capital nas atividades produtivas na sociedade, é necessário que o regime de *disclosure* brasileiro possa ser customizado diante da necessidade específica das companhias e dos respectivos investidores, à luz, da experiência norte-americana acima descrita [*JOBS Act*]” (PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 374).

⁵²¹ CVM, *Agenda Regulatória CVM 2019*, 2019.

⁵²² HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015.

Contudo, defende-se que é possível recorrer a estratégias não prejudiciais ao *disclosure*, no intuito de diminuir os custos atrelados à divulgação de informações⁵²³, como, por exemplo, reduzir a frequência dos relatórios emitidos pelas pequenas e médias empresas⁵²⁴. Nesse sentido, argumenta-se que não é necessário a divulgação de informações trimestrais para as companhias de pequeno e médio porte, as quais acabam gastando tempo e energia na confecção de documentos que poderiam ser alocados no desenvolvimento e maturação do próprio negócio. Além disso, alterações significativas que podem interferir na decisão de comprar, vender ou manter os valores mobiliários emitidos pela companhia, já são objeto de fato relevante, nos termos da ICVM n.º. 358/2001, não havendo justificativas suficientes para manter a exigência de relatórios trimestrais que oneram inadequada e desproporcionalmente as companhias menores. Essa, inclusive, é uma tendência nos mercados de acesso internacionais; AIM, *NSE Emerge* e *NewConnect*, por exemplo, exigem relatórios semestrais para as pequenas e médias empresas, em comparação com os relatórios trimestrais exigidos para as companhias listadas nos mercados principais.

Para compensar a redução da periodicidade da divulgação dos relatórios, as companhias devem, por outro lado, ser incentivadas a aumentar sua comunicação com os investidores⁵²⁵, sendo as mídias sociais importantes ferramentas para estabelecer essa ponte entre a sociedade e os investidores.

Alternativa ou complementarmente, a CVM poderia conferir mais tempo para as companhias de menor porte prepararem seus relatórios. Dessa forma, além de tornar a confecção dos documentos menos intensa, a concessão pode reduzir os custos, pois transfere a verificação dos relatórios financeiros para fora dos períodos de pico para auditores e

⁵²³ Sobre a importância do *disclosure*: “*Disclosure and transparency help enhance the honesty and integrity of the securities market, thereby promoting the confidence of both investors and issuers. For this reason, disclosure is critical, and is the basis on which developed securities markets are regulated. ‘By focusing on market integrity and full disclosure, the regulatory system can foster growth and development without running the risk of becoming out-dated and unresponsive’ [...] A basic legal and regulatory framework that relies on disclosure and enforcement is a necessary foundation for all forms of primary market development, including both traditional public offerings and listings on the organized exchange and alternative forms of finance including private placements and private equity*” (FRIEDMAN & GROSE, *Promoting Access to Primary Equity Markets: A Legal and Regulatory Approach*, 2006, p. 9). No mesmo sentido: “*It is a fundamental tenet of capital markets that an adequate flow of high-quality information enhances investor confidence and, thus, contributes to the development of deep and liquid financial markets. Enhanced transparency might not only allow for timely, extensive information, but can also improve and homogenize the quality of the data disclosed. Standardized information enables investors to compare different business prospects. If investors possess a greater degree of standardized, high-quality information, they may be more inclined to invest in securities markets*” (MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 264).

⁵²⁴ Cf. SCHWARTZ, *The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation*, 2014, p. 393.

⁵²⁵ HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 25.

contadores⁵²⁶. Por exemplo, a ICVM n.º. 480/2009 exige que ao final de cada trimestre seja divulgado o ITR, documento eletrônico que deve ser entregue pelo emissor no prazo de quarenta e cinco dias, contados da data de encerramento de cada trimestre⁵²⁷. Nesse caso, o prazo poderia ser estendido para sessenta dias para as companhias de menor porte. Medida semelhante é adotada na *TSX Venture*, a qual concede quinze dias a mais para relatórios trimestrais e trinta dias a mais para a produção de relatórios anuais.

Em relação ao *disclosure* de companhias abertas, destaca-se importante alteração proposta pela Medida Provisória n.º. 892/2019.

A Lei n.º. 6.404/1976 exige que as publicações societárias (demonstrações financeiras, editais de convocações, fatos relevantes etc.) sejam realizadas em diários oficiais e em jornais de grande circulação e arquivadas no registro do comércio⁵²⁸, impondo, portanto, elevados custos às companhias, principalmente àquelas de pequeno e médio porte. Visando reduzir o ônus administrativo atrelado às publicações, a Lei n.º. 13.043/2014 dispensou as companhias enquadradas nos critérios do art. 16 das publicações no órgão oficial, mantendo-se, porém, as publicações em jornais de grande circulação⁵²⁹.

A proposta da MP n.º. 892/2019, também norteadas pela necessidade de redução de custos⁵³⁰, modificava o art. 289, da Lei n.º. 6.404/1976, e art. 19, da Lei n.º. 13.043/2014, para permitir que as publicações societárias pudessem ser realizadas nos sites da CVM, da entidade administradora do mercado em que os valores mobiliários da companhia estivessem admitidos à negociação, além do site da própria companhia⁵³¹. Para regular a aplicação da nova norma, a CVM editou a Deliberação n.º. 829/2019, dispondo que as publicações societárias das companhias abertas deveriam ser realizadas através do Sistema Empresas.NET, sendo dispensada a certificação digital dos documentos. A disciplina em relação à publicação das companhias fechadas coube ao Ministério da Economia e foi realizada através da Portaria n.º. 529/2019, a qual dispunha que os atos relativos às companhias fechadas deveriam ser publicados gratuitamente na Central de Balanços (CB) do Sistema Público de Escrituração

⁵²⁶ HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 25.

⁵²⁷ Cf. Art. 29, inc. II, ICVM n.º. 480/2009.

⁵²⁸ Cf. Art. 289, Lei n.º. 6.404/1976.

⁵²⁹ Cf. Art. 19, Lei n.º. 13.043/2014.

⁵³⁰ Cf. GUEDES, *Exposição de Motivos n.º. 231/2019 – ME*, 2019.

⁵³¹ Essa era uma demanda antiga do mercado. No relatório publicado em junho/2000 pelo MB Associados foi mencionada como possível alteração da Lei n.º. 6.404/1976: “fim da obrigatoriedade de publicação dos balanços na imprensa oficial a custos elevadíssimos retiraria uma desvantagem das empresas abertas. Os balanços poderiam passar a ser publicados em um site aberto e gratuito”. Demorou quase dez anos para que a alteração foi implementada.

Digital (SPED) e nos sites das companhias, sendo exigida, porém, a certificação digital de autenticidade dos documentos por meio de autoridade certificado credenciada pela Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira (ICP Brasil). A Deliberação CVM n.º. 829/2019 e a Portaria n.º. 529/2019 entraram em vigor no dia 14 de outubro de 2019.

Apesar da relevância da proposta e dos possíveis impactos positivos para às companhias, em 12 de novembro de 2019, foi aprovado o parecer da Comissão Mista do Senado que rejeitou a proposta da MP n.º. 892/2019, sob o argumento que o texto era inconstitucional devido a falta de relevância e urgência⁵³², requisitos essenciais elencados no *caput* do art. 62 da CRFB/1988. Além disso, em 03 de dezembro de 2019, a MP n.º. 892/2019 perdeu eficácia diante da não conversão em lei no prazo estipulado no art. 62, §3º, da CRFB/1988.

Considera-se que a alteração do art. 289 era necessária e que a devida atenção não foi conferida à temática. A manutenção do regime de *disclosure* que onera as sociedades anônimas (em especial as sociedades de menor porte) dificulta a inserção de companhias no mercado de capitais brasileiro e, por conseguinte, prejudica o financiamento da atividade produtiva⁵³³.

Diante desse cenário, é essencial a reflexão acerca dos mecanismos propostos acima para alteração do regime informacional das companhias de menor porte, tanto em relação aos prazos, quanto às formas de divulgação. E mais, tal reflexão deve guiar-se pela noção de que a proteção aos investidores não se dá pelo volume de informação disponível ao mercado; ao contrário, a tônica regulatória deve focar na qualidade e legibilidade da informação, estando as propostas aqui apresentadas alinhadas com essa perspectiva de análise.

O quadro a seguir sintetiza as flexibilizações abordadas ao longo dessa seção que poderiam ser implementadas em prol do acesso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais no Brasil e que teriam sido possibilitadas no caso da conversão do texto original da MP n.º. 881/2019 em lei.

⁵³² Na tramitação da MP n.º. 892/2019 foi destacada a Lei n.º. 13.818/2019, que entrará em vigor em 1º de janeiro de 2022 (sob o argumento de que é necessário um prazo proporcional para que a indústria de mídia se adeque ao novo cenário) e que flexibiliza a norma de divulgação de informações em jornais de grande circulação (as quais poderão ser realizadas de forma resumida).

⁵³³ Sobre o tema PITTA leciona: “Se naquele momento [década de 1990] as companhias brasileiras voluntariamente sujeitavam-se ao regime regulatório norte-americano de modo a sinalizar aos investidores a aderência a um regime de *disclosure* mais rígido (e, conseqüentemente, custoso) do que aquele vigente no Brasil, corre-se o risco, a partir de agora, de que as companhias brasileiras optem pela sujeição à regulamentação norte-americana por motivo diametralmente oposto: beneficiar-se de um regime de *disclosure* mais flexível e menos oneroso” (PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 339).

Tabela 2: Flexibilizações aplicáveis às companhias de pequeno e médio porte

Alocação de direitos políticos e econômicos	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Emissão de ações preferenciais, sem observância de limites percentuais. ✓ Definição das vantagens políticas e econômicas atreladas às ações preferenciais. ✓ Emissão de ações ordinárias com classes distintas. ✓ Permissão do voto plural.
Estrutura decisória, administrativa e de fiscalização	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Livre definição de quóruns majorados para deliberações assembleares. ✓ Livre escolha entre administração unitária ou dual. ✓ Existência facultativa do Conselho Fiscal.
Regime de destinação de resultado	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Supressão do dividendo mínimo obrigatório. ✓ Autonomia para definir o regime de distribuição de resultado.
Regime informacional	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Divulgação das informações através do site da CVM, da entidade administradora do mercado e da companhia. ✓ Concessão de períodos maiores para a divulgação de informações.

De maneira geral, as flexibilizações propostas buscam reduzir encargos administrativos impostos às companhias de menor porte, sem que sejam desconsideradas questões importantes para a proteção dos investidores⁵³⁴.

Por fim, as propostas estão alinhadas com uma perspectiva de análise segundo a qual é necessária uma aproximação entre as práticas adotadas no Brasil e aquelas adotados por outros países⁵³⁵, especialmente diante da globalização e da possibilidade de ocorrer uma espécie de *forum shopping* regulatório⁵³⁶, no qual o mercado brasileiro é preterido em relação aos demais mercados, notadamente o mercado estadunidense, como já vem ocorrendo⁵³⁷. Desse modo, não se deve afastar as realidades que batem à porta; é essencial percebê-las e estar disposto a agir diante delas.

⁵³⁴ Destaca-se lição de PITTA: “[...] 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 de descuidar em fazer o mesmo em relação àqueles que necessitam de seus recursos para o desenvolvimento da atividade de produção de bens e serviços” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 4320).

⁵³⁵ Sobre essa temática, cf. GORDON & ROE *Convergence and persistence in corporate governance*, 2004.

⁵³⁶ A expressão *forum shopping* refere-se à possibilidade de um demandante escolher a jurisdição na qual seu caso será julgado (Cf. XAVIER, *Forum shopping, fenômeno jurídico do cenário pós-Guerra Fria*, 2016). No contexto acima, a expressão foi utilizada no sentido de a companhia poder escolher por aquele regime regulatório mais favorável à captação de recursos e ao desenvolvimento de suas atividades.

⁵³⁷ Cf. ORDEM DOS ADVOGADOS DO BRASIL DO RIO DE JANEIRO, *Abertura de capitais no Brasil ou no exterior: motivos e perspectivas jurídicas*, 2020.

CAPÍTULO IV: *Alternative Investment Market*

O termo “mercado de acesso” é utilizado como uma expressão abrangente para descrever um sistema de negociação de valores mobiliários que possua requisitos diferenciados de admissão e que atenda às peculiaridades das companhias de menor porte, geralmente em estágios iniciais de desenvolvimento. Contudo, embora esses mercados compartilhem muitas características em comum, também apresentam grandes distinções, as quais tornam a análise aprofundada de todos eles difícil, senão impossível. Por essa razão, optou-se neste trabalho pela análise tão somente do *Alternative Investment Market (AIM)*, criado no Reino Unido, em 1995, em substituição ao *Unlisted Securities Market (USM)*, e considerado um dos primeiros e mais importante mercado de acesso do mundo⁵³⁸.

Essa opção metodológica, de abordar o *AIM* com maior profundidade, destinando um capítulo apartado para tal, não se justifica apenas pelo seu pioneirismo e sucesso daquele mercado, mas também em decorrência de suas características. No Brasil, o mercado de acesso é constituído por dois segmentos da bolsa: Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, conforme abordado no tópico 2.1.1 deste trabalho. Comumente, os mercados europeus, em especial o *AIM*, são constituídos com *status* de *Multilateral Trading Facilities (MTF)* e, portanto, como categoria de mercado não regulamentado⁵³⁹. Em virtude deste *status* regulatório (que será melhor explicado no tópico 4.2), é notável algumas flexibilizações que permitem o seu desenvolvimento e abrangência. Dessa forma, o presente capítulo tem como principal finalidade apresentar a estrutura de funcionamento do *AIM* (principalmente, critérios para admissão das companhias e agentes importantes para esse processo, com destaque para a atuação dos *Nominated Advisors*).

⁵³⁸ FRIEDMAN & GROSE consideram que “*AIM has created a light touch regulatory environment that sets out to attract a broad set of companies from different sectors and focuses on the needs of institutional investors. It also relies on the stronger investment culture and regulatory capacity that prevail in the United Kingdom*” (FRIEDMAN & GROSE, *Promoting Access to Primary Equity Markets: A Legal and Regulatory Approach*, 2006, p. 21). Já STUTTARD destaca a importância do *AIM* no contexto pós-crise e o papel da *LSE* para o desenvolvimento do mercado de acesso na região: “*AIM has an increasingly critical role to play as we emerge from the global financial crisis and are relying on SMEs to be the main contributors to economic growth and job contribution. The LSE remains committed to ensuring a favourable fiscal and regulatory regime continues to support the smaller, growing companies that seek to join AIM, helping to reinforce AIM’s reputation of an attractive platform for such businesses to raise capital to achieve their growth potential*” (STUTTARD, *AIM*, 2011, p. 4).

⁵³⁹ HARWOOD & KONIDARIS apontam que os mercados de acesso podem ser estruturados de três formas: como um segmento da bolsa, que também opera o mercado principal, como parte do mercado principal ou de forma totalmente segregada, através de uma entidade diferente daquela que opera o mercado principal (HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 16). Para uma abordagem descritiva sobre a estrutura de diferentes mercados de acesso, cf. IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015, p. 5-7.

Como será possível notar mais adiante, algumas propostas formuladas para aperfeiçoamento do ecossistema destinado ao acesso das companhias de menor porte ao mercado de capitais brasileiro são inspiradas nesse modelo, sendo, portanto, essencial compreendê-lo.

4.1 Considerações sobre a origem do *AIM*⁵⁴⁰

Durante a segunda metade da década de 1970, houve uma queda acentuada no número de companhias listadas na bolsa de valores de Londres (*London Stock Exchange – LSE*): enquanto no final da década de 1960 e no início da década de 1970, cerca de cinquenta companhias eram listadas a cada ano, o número de novas admissões entre 1974 e 1979 foi consideravelmente menor, estimulando estudos que buscavam identificar os motivos para tal redução.

Foi, então, sugerido que o contexto econômico, as condições impostas pela *LSE* para o acesso ao mercado de capitais e os requisitos de divulgação contínua posterior à admissão estavam desincentivando a listagem. A título exemplificativo, a *LSE* exigia um *free-float* de, no mínimo, 25%, que nem todas as companhias estavam dispostas a aceitar (o percentual inicialmente era de 35%, porém, em meados dos anos de 1970, foi reduzido com o intuito de aumentar a atratividade do mercado). Ademais, houve a percepção de que algumas companhias consideravam que os custos⁵⁴¹, os requisitos de listagem e o ônus contínuo da regulamentação não justificavam os benefícios adquiridos com a abertura de capital.

Diante desse cenário, um apontamento apresentado pelo *Wilson Committee*⁵⁴² tornou-se relevante: inexistia no Reino Unido um mercado de valores mobiliários voltado para companhias que, embora não preparadas para a listagem na bolsa, poderiam se beneficiar com o ingresso no mercado de capitais. Um exemplo citado em contrapartida, era o mercado de

⁵⁴⁰ Os parágrafos a seguir, que relatam brevemente a criação do *USM*, foram baseados no artigo intitulado *The Unlisted Securities Market*, publicado em 1983 pelo *Bank of England*.

⁵⁴¹ “Firms incur both direct and indirect costs upon going public and maintaining their listing. The direct costs of going public may include initial listing fees, IPO underwriting fees, professional fees like legal and accounting advisers, and other compliance expenses. Indirect costs of going public include the loss of private control suffered by controlling shareholders, like the loss of proprietary information due to disclosure requirements, and IPO underpricing, which can occur in some listing venues. Direct costs of remaining listed include recurring expenses, like stock exchange fees, legal and accounting advisory fees, or charges for new issuances of stock. Indirect costs of remaining listed can include diverted managers' attention from maximizing shareholder value, distorted directors' and managers' incentive structures, and management exposure to excessive litigation” (MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 276).

⁵⁴² Para uma compreensão sobre a função do *Wilson Committee*, cf. MOORE, *The Wilson Committee Review of the Functioning of Financial Institutions – Some Statistical Aspects*, 1981.

balcão (*over-the-counter – OTC*) dos EUA, onde uma companhia podia negociar seus ativos antes de progredir para outros mercados que impunham requisitos mais rigorosos (*exchanges*).

Todavia, embora pouco difundida, no âmbito do Reino Unido já era possível recorrer à *Rule 163(2)* da *LSE*, a qual permitia que companhias, ainda que não listadas, realizassem transações ocasionais de seus valores mobiliários. Assim, em resposta ao apontamento formulado pelo *Wilson Committee*, a *LSE* realizou medidas de divulgação dos termos da *Rule 163(2)* para salientar que a bolsa oferecia às companhias algo muito semelhante aos benefícios concedidos pelo *OTC* norte-americano. Foi destacado que, apesar de ser necessário que os corretores buscassem a permissão da bolsa de valores para cada transação sob esta regra, na prática, o mecanismo de aprovação era rápido e não representava obstáculos reais à negociação.

Como resultado dessa divulgação, o interesse das companhias no enquadramento da *Rule 163(2)* aumentou e várias passaram a emitir valores mobiliários especificamente com o objetivo de negociá-los em conformidade com aquela regra, dando origem a uma importante questão regulatória: se por um lado era claramente desejável que a bolsa de valores apresentasse um mecanismo para satisfazer as demandas de companhias de menor porte (geralmente não preparadas para a listagem na bolsa) e de investidores interessados em adquirir seus ativos, por outro, havia o risco de atitudes especulativas ficarem fora de controle no ambiente não regulado da *Rule 163(2)*. Além disso, com a grande frequência com que alguns valores mobiliários eram negociados, tornou-se difícil descrevê-los como “transações ocasionais”.

Então, com o objetivo de trazer maior transparência e segurança às negociações de valores mobiliários, no final de 1979 a *LSE* divulgou proposta para a criação de um mercado voltado às companhias de pequeno porte que desejavam ingressar no mercado de capitais sem observar os requisitos regulatórios do mercado principal (*Main Market*)⁵⁴³.

Após algumas emendas, a proposta foi implementada dando origem ao *Unlisted Securities Market (USM)*⁵⁴⁴⁻⁵⁴⁵, restando claro que qualquer companhia que buscasse negociar

⁵⁴³ “The rules for listing on the USM were contained in the Stock Exchange document ‘the Unlisted Securities Market Rules’ which were a modified form of the provisions of the Listing Rules then in force. The attraction of the USM for investors was the lower level of formal requirements for admission to the market compared to the main listed market. Some of the significant features of those rules were the lack of minimum limit on the market value of securities for which a quotation on the USM was sought and also a special provision for companies with little or no trading record which could have been admitted to the USM in exceptional circumstances” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 158).

⁵⁴⁴ Medidas similares foram adotadas em outros países: “In France, an unlisted market (*le second marche*) was created in 1983, designed to serve either as a transition to the main stock market or as a permanent equity market for companies wishing to remain there. Other fairly active unlisted markets are to be found in Canada, Australia and the Netherlands (in Amsterdam’s *‘parallel market’*)” (BANK OF ENGLAND, *The Unlisted Securities Market*, 1985).

⁵⁴⁵ “In January 1987, the London Stock Exchange opened the ‘Third Market’ as a second unlisted stock market segment. It was designed as a ‘Venture Capital Market’ for young enterprises that could not fulfil

com frequência suas ações no mercado de capitais deveria observar o procedimento imposto pela *LSE* para a admissão no *USM*, sendo a aplicação da *Rule 163(2)* reservada apenas àquelas transações genuinamente ocasionais.

Em geral, as regras do *USM* estavam muito mais próximas daquelas aplicáveis ao *Main Market* do que daquelas dispostas na *Rule 163(2)*, porém os requisitos de admissão eram significativamente menos onerosos⁵⁴⁶ e, por isso, a despeito de tais semelhanças, o *USM* obteve sucesso considerável em atrair companhias que ainda não estavam preparadas para solicitar a admissão no mercado principal (após somente cinco anos de sua criação, o *USM* já havia admitido mais de 400 companhias⁵⁴⁷⁻⁵⁴⁸).

Em 1995 foi criado o *Alternative Investment Market (AIM)* para substituí-lo e, em 1996, o *USM* cessou suas atividades.

4.2 *Status regulatório do AIM*

O *AIM* é um sistema de negociação de valores mobiliários, administrado pela *LSE*, voltado às companhias de pequeno e médio porte e que possui requisitos de admissão mais brandos se comparados àqueles exigidos para listagem no *Main Market*⁵⁴⁹.

Para compreender o *status* regulatório do *AIM* é importante perceber que a expressão “bolsa de valores” (ou *exchange*) possui significados diversos, podendo designar: (i) “o lugar em que se encontram os possíveis compradores e vendedores de certos bens, para a realização das correspondentes negociações, conforme regras e procedimentos específicos”⁵⁵⁰ (definição

USM admission requirements. Because of declining investor interest and considerable illiquidity problems this market had to be closed at the end of 1990. About half the companies were transferred to the USM (RASCH, *Special Stock Market Segments for Small Company Shares in Europe – What Went Wrong?*, 1994, p. 5).

⁵⁴⁶ Cf. RASCH, *Special Stock Market Segments for Small Company Shares in Europe – What Went Wrong?*, 1994, p. 5.

⁵⁴⁷ BANK OF ENGLAND, *The Unlisted Securities Market*, 1985.

⁵⁴⁸ “The achievements of the USM over the past five years appear to reflect three main factors. First, the USM represents, for a small company, a substantially cheaper route to a market quote than full listing, in terms both of issue costs and of the continuing burden of compliance with Stock Exchange rules. Second, the USM, as a market within the confines of The Stock Exchange, with its facilities for price dissemination, its settlement systems, and its arrangements for client compensation and investor protection more generally, provides an attractive environment for investors. Third, the USM has benefited from the expertise and active support of the professions and financial institutions established in the business of raising capital and bringing firms to the market” (BANK OF ENGLAND, *The Unlisted Securities Market*, 1985).

⁵⁴⁹ ŠESSTANOVIĆ apresenta um quadro comparativo com as distinções comumente encontradas nos mercados voltados às pequenas e médias empresas e os mercados principais, cf. ŠESSTANOVIĆ, *SME Stock Exchanges – Should They Have a Greater Role?*, 2015, p. 63 e 64.

⁵⁵⁰ YAZBEK apud TANNOUS, *Artigos 15, 16, 17 & 18, 2015*, p. 358.

que possui maior afinidade com o período no qual as negociações ocorriam através de pregão viva-voz); (ii) um sistema de negociação de valores mobiliários; ou (iii) “a entidade que administra esse sistema”⁵⁵¹. Tendo em mente tais distinções, é possível afirmar que, apesar de ser administrado por uma bolsa de valores (*LSE*), o *AIM* não possui *status* de mercado de bolsa (*exchange*), mas sim de *MTF*, conforme mencionado no tópico 3.2 deste trabalho.

Em razão de suas características, o *AIM* é conhecido como *UK’s second tier Market*⁵⁵² e desde 2004 também tem *status* de mercado autorregulado, diferenciando-se, pois, dos mercados regulamentados.

Moloney explica que a regulação do mercado de valores mobiliários adota um regime de concordância (*opt in regime*) e, portanto, o conceito de mercado regulamentado (e a regulação a ele aplicável) abrange potencialmente o *Main Market* e o *Second-tier Market*. O enquadramento na categoria de mercado regulamentado atribui às plataformas de negociação regras de *disclosure* e de *compliance* mais rigorosas⁵⁵³⁻⁵⁵⁴ como forma de garantir a qualidade e a liquidez dos ativos ali transacionados.

Com as alterações promovidas pelo *FSAP* (principalmente, as Diretivas 2003/71/CE e 2004/109/EC e a imposição das regras do *International Financial Reporting Standards (IFRS)* para as companhias admitidas nos mercados regulamentados) as regras aplicáveis aos mercados regulamentados tornaram-se excessivamente onerosas, desestimulando a abertura de capital de companhias de menor porte. Diante desse cenário, algumas plataformas (em especial aquelas voltadas às companhias de menor porte) começaram a operar como *MTF* (isto é, como uma

⁵⁵¹ TANNOUS, *Artigos 15, 16, 17 & 18, 2015*, p. 358

⁵⁵² “Admission to the ‘main’ segment typically implies that the securities have been issued by a well-established issuer which meets certain size and trading-record requirements. ‘Second’ and ‘lower’-tier segments (or venues) typically admit securities to trading on the basis of less onerous and more flexible requirements, particularly with respect to size and trading record” (MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 170).

⁵⁵³ MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 173.

⁵⁵⁴ “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 UE’s admission-to-trading rules. [...] Regulated markets are distinguished from other trading venues by the admission standards which apply to issuers – related markets are subject to the most onerous standards with respect to issuer admission. Trading venues accordingly ‘opt in’ to regulated markets status where they seek the branding effects associated with this status. The EU’s reliance on the ‘regulated market’ as a form of perimeter control for issuer disclosure and admission to trading regulation is rooted in pragmatism; the adoption of the regulated market proxy is not based on a nuanced policy view of which venues should be subject to issuer disclosure and other admission requirements, or of the common features of the issuers admitted to such venue, including with respect to size and ‘societal footprint’. Its roots are in the EU’s repeated attempts to grapple with the regulatory treatment of trading venues generally, which led to the regulated market concept; this concept has since been deployed to set the perimeter for a wide range of regulatory requirements, including – but not only – with respect to capital-raising” (MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 171).

modalidade de *non-regulated market*), a fim de evitar tais encargos administrativos⁵⁵⁵. Foi assim que o *AIM*, desde 2004, passou a adotar o *status* de *exchange-regulated market*⁵⁵⁶⁻⁵⁵⁷ em substituição ao *status* de mercado regulamentado⁵⁵⁸.

Com a promulgação da *MiFID II*, foram criados os *SME Growth Markets*, uma subcategoria de *MTF* voltada ao desenvolvimento do mercado de acesso na UE. De tal modo, os *MTF*, desde que cumpram os requisitos da norma, podem solicitar autorização para serem registrados nessa subcategoria, a qual possui flexibilizações regulatórias voltadas à redução de custos para o ingresso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais⁵⁵⁹. Em janeiro de 2018, o *AIM* obteve tal autorização passando a operar sob as regras aplicáveis aos *SME Growth Markets*.

Em breves linhas, o *AIM* deve funcionar em conformidade com a *MiFID II* e demais diretivas e regulamentos da UE (e.g. Regulamento Delegado (EU) 2017/565) (que estão refletidas no *FCA Handbook*). Todavia, os aspectos mais específicos são normatizados pela *LSE*, a qual estabelece um conjunto de regras sobre: (i) a admissão e manutenção das companhias naquele mercado (“*AIM Rules for Companies*”); (ii) a elegibilidade, obrigações e responsabilidades dos *Nominated Advisors* (agentes essenciais no processo de admissão da companhia ao mercado) (“*AIM Rules for Nominated Advisors*”); e (iii) os procedimentos relativos as questões disciplinares e recursais no âmbito do *AIM* (“*AIM Disciplinary Procedures and Appeals Handbook*”). As negociações dos valores mobiliários no *AIM* devem também

⁵⁵⁵ VISMARA, PALEARI & RITTER explicam o *status* atribuído ao *AIM*: “*Under Part VI of the Financial Markets and Securities Act 2000, the UK Listing Authority (UKLA) has a legal obligation to oversee the listing process, and to ensure that its rules are met. This duty requires the UKLA to review and approve the prospectus or listing particulars of any security before it can be admitted to listing in the Official List. On the other hand, since the AIM is not a Recognized Investment Exchange, neither the UKLA nor the LSE are required to approve the prospectus as long as the listing does not involve a public offer. Rather, the exchange relies on the company’s Nominated Advisor (NomAd) to ensure compliance. This opportunity would have vanished with the introduction of the EU Prospectus Directive in 2003, which required any issuer admitted to trading on a regulated market to produce a UKLA-approved prospectus. To preserve the different regulatory regime, the LSE changed the status of the AIM from a regulated market to an ‘exchange-regulated’ market (a multilateral trading facility) in 2004*” (VISMARA, PALEARI & RITTER, *Europe’s Second Markets for Small Companies*, 2012).

⁵⁵⁶ São sinônimos de “*Exchange-regulated Market*”: “*Regulated Unofficial Markets*” e “*Open Market*” (DEUTSCHE BÖRSE, *Financing via the stock exchange equity and debt capital for small and mid-caps*, 2017).

⁵⁵⁷ “*Formally, Exchange-regulated markets are venues in the form of ‘multilateral trading facilities (MTFs) under the original MiFID (now MiFID/MiFIR classification). In practice, MTFs (non-regulated markets) are typically termed exchange-regulated markets where they admit issuer and are not only simply trading platforms*” (MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 173).

⁵⁵⁸ Na Alemanha, o mercado de capitais se estrutura de forma semelhante: a Deutsche Börse possui os segmentos *General Standard* e *Prime Standard*, que compõem o *Main Market*, e o segmento *Scale*, voltado às companhias de menor porte, e que se enquadra na categoria de *exchange-regulated market (Freiverkehr)* (DEUTSCHE BÖRSE, *Open Market*, 2019).

⁵⁵⁹ Cf. Tópico 3.2 deste trabalho.

observar as regras contidas no “*Rules of the London Stock Exchange*” e há, ainda, algumas normas voltadas a companhias que atuam em setores específicos ou que possuem características peculiares (“*AIM note for Mining, Oil & Gas Companies*” e “*AIM note for Investing Companies*”, respectivamente). Todos os documentos mencionados estão disponíveis no site da *LSE* e, em conjunto, são denominados de *AIM Rules*⁵⁶⁰.

4.3 Processo de admissão no *AIM* ⁵⁶¹

Para a companhia ser admitida no *Main Market* da *LSE*, é necessário realizar dois pedidos: um perante a *Financial Conduct Authority (FCA)* (equivalente à CVM), para que o emissor integre a *Official List*, e outro perante a *LSE* (equivalente à B3)⁵⁶². A admissão no *AIM* é mais simples e o pedido deve ser apresentado somente perante o operador do mercado (a *LSE*).

O primeiro passo no processo de admissão de uma companhia no *AIM* é a celebração de contratos entre ela e seus consultores profissionais, incluindo advogados, auditores, *Nominated Advisor* (ou *Nomad*), *Broker*, dentre outros⁵⁶³. Tais contratos devem definir o escopo do trabalho de cada parte no processo de admissão, suas responsabilidades e remunerações⁵⁶⁴.

Firmados os contratos, são iniciados os trabalhos para verificação da adequação da companhia ao *AIM* e a necessidade de implementação de algumas mudanças internas no intuito de atender as exigências regulatórias; pode ser necessário, por exemplo, a alteração do tipo societário⁵⁶⁵ ou a elaboração de manuais e estruturas de *compliance* para garantir o cumprimento das normas.

⁵⁶⁰ Para um panorama regulatório, cf. *LSE, AIM Regulatory landscape: who's who*.

⁵⁶¹ Esse tópico não pretende exaurir todas as nuances do processo de admissão de uma companhia ao *AIM*, mas sim fazer uma breve abordagem de suas etapas. Para uma análise detalhada do processo de admissão, cf. *NICHOLLS, A practitioner's guide to the AIM Rules*, 2011 (apesar de estar desatualizado, o livro possibilita uma boa compreensão do processo). Para um comparativo entre os requisitos de admissão e permanência em outros mercados de acesso (*Alternext, AIM Italia, NASDAQ First North, MOTHERS, JASDAQ* e *TPM*), cf. *GRANIER, REVEST & SAPIO, SMEs and junior stock markets: a comparison between european and japanese markets*, 2019, p. 66-60.

⁵⁶² “*Responsibility for the approval of prospectuses and admission of companies to the Official List lies with the UK Listing Authority (UKLA), a division of the Financial Conduct Authority (FCA). The Exchange is responsible for the admission to trading of companies to the Main Market*” (*LSE, Listing process*, s.d.).

⁵⁶³ Cf. Tópico 4.3.1 deste trabalho.

⁵⁶⁴ As companhias, geralmente, negociam a redução da remuneração no caso de a admissão não ocorrer ou de a captação de recurso não ser concluída.

⁵⁶⁵ “*The company undertaking the IPO must be a public Company [Section 775(1), Companies Act 2006]. Most companies undertaking an AIM IPO start the process as private companies. There are two routes to becoming a public company. The first is for the private company to convert to a public company using the procedures set out in sections 90 to 96 of the Companies Act 2006. However, to use this route, the company cannot have accumulated losses in its balance sheet. For this reason, many companies coming*

As condições para admissão⁵⁶⁶ e permanência no *AIM* estão elencadas no *AIM Rules for Companies* e são menos rígidas e extensas se comparadas àquelas aplicáveis às companhias listadas no *Main Market* da *LSE*. A intenção do *AIM*, conforme aponta Hudson, “*is to appeal to small companies and new companies, especially in the technology industries, in that they can acquire access to this capital market with a comparatively light regulatory touch*”⁵⁶⁷. Complementa o autor que “*the principal selling point of AIM when compared to the Main Market on the London Stock Exchange is that its regulations are cheap and not burdensome by comparison*”⁵⁶⁸⁻⁵⁶⁹. Em outras palavras, o *AIM* apresenta um ambiente regulatório simplificado e projetado para as necessidades de companhias emergentes e/ou de menor porte.

O *AIM Rules for Companies* não impõe regras rígidas de governança corporativa (como composição do órgão de administração), apesar de determinar que o documento de admissão aponte informações acerca do código de governança corporativa que será adotado pela companhia. O guia elaborado pela *LSE* sobre a admissão de companhias ao mercado de acesso destaca que é esperado que as companhias candidatas à admissão façam adesão ao *Quoted Companies Alliance (QCA) Governance Code for Small and Mid-sized Companies*⁵⁷⁰.

A despeito da exigência da adesão a um código de governança corporativa, entende-se que, em certa medida, há um grau de autonomia mantido pelas companhias, porquanto elas podem eleger aquele documento que elenca padrões mais alinhados às suas condições econômicas, ao setor em que atuam e ao público investidor alvo de suas ofertas de valores

to AIM have to adopt the second route, which is to put a newly incorporated holding company on top of the existing company via a share-for-share exchange with the shareholders in the private company. This is a standard procedure that only becomes complex when the private company has a large number of shareholders, each of whom has to be contacted to give their consent” (LSE, *A guide to AIM*, 2015).

⁵⁶⁶ “*The initial admission-to-trading process provides a quality ‘filter’ mechanism, by means of which issuers can signal their quality. [...] The admission of securities also supports the trading of securities on a trading venue which can provide liquidity and an efficient price-formation process, supported in part through issuer-disclosure rules but also through trading transparency rules [...]. Admission thereby facilitates the realization of capital gains and so can reduce the issuer’s cost of capital by providing major investors (such as venture capitalists) with an exit. The admission-trading process also supports capital-raising by serving as an instrument of trading venue competition and differentiation*” (MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2014, p. 169).

⁵⁶⁷ HUDSON, *The Law and Regulation of Finance*, 2013, p. 1196.

⁵⁶⁸ HUDSON, *The Law and Regulation of Finance*, 2013, p. 1196. Em outra obra o autor leciona: “*AIM was designed to appeal to young and fast-growing companies (including start-ups), management buy-outs and buy-ins, family-owned businesses, former BES companies and companies transferring from the USM or the London Stock Exchange’s occasional trading facility. All types and classes of securities are eligible for admission to AIM, including debt securities. The trading arrangements are designed for securities with widely differing trading pattern and liquidity characteristics*” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 157).

⁵⁶⁹ “*Rather than prescriptive entry criteria, for example on minimum size, trading history or free float, companies must demonstrate their readiness and suitability to join a public market*” (LSE, *A Guide to AIM*, 2015).

⁵⁷⁰ LSE, *A Guide to AIM*, 2015.

mobiliários⁵⁷¹. Ademais, compreende-se que a abordagem “*one size fits all*” em matéria de governança corporativa é prejudicial ao mercado e que as companhias devem adotar um código que elenque políticas e procedimentos que possam ser, de fato, implementados, não devendo-se impor regras ou incentivar a adesão a códigos que a companhia não terá real condição de cumprir. Nessa perspectiva, defende-se que a “boa governança corporativa” envolve mais do que a mera adesão e a criação de procedimentos internos; envolve a incorporação de uma cultura positiva de liderança, de acompanhamento de sistemas e de qualidade de gerenciamento de riscos. Logo, o código de governança corporativa mais apropriado a uma companhia deve ser aquele que ela tem meios de cumprir, cabendo às entidades responsáveis pela elaboração deles (como a *QCA*) observar as realidades das companhias de menor porte para que medidas desproporcionais não sejam imputadas a elas. Ademais, o *AIM* adota o princípio “*comply or explain*” permitindo que as companhias afastem, mediante justificativa, certas exigências do código escolhido para adesão⁵⁷².

O *AIM Rules for Companies* também não impõe às companhias candidatas à admissão requisitos atrelados ao número de ações em circulação no mercado. Diferentemente, outros mercados de acesso impõem requisitos mínimos para estimular a liquidez dos ativos. Por exemplo, o *Alternative Investment Market Italia (AIM Italia)*, também administrado pela *LSE*, requer *free-float* de, pelo menos, de 10%, sendo que as ações devem ser adquiridas por, no mínimo, cinco investidores institucionais; o *Scale (SME Growth Market)* operado pela *Deutsche Börse* exige, no mínimo, 20% de ações em circulação (ou um milhão de ações) e o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 exigem *free-float* de, no mínimo, 25% após o sétimo ano de listagem nos segmentos⁵⁷³. Pelos exemplos acima é possível notar que as estratégias adotadas

⁵⁷¹ Nesse sentido: “*The Exchange has not prescribed a list of recognized codes as it remains preferable for AIM companies to have a range of options to suit their specific stage of development, sector and size*” (*LSE, Inside AIM: Preparation for Corporate Governance changes*, 2018).

⁵⁷² Cf. *Rule 26, AIM for Companies*. Até setembro de 2018, o *AIM Rules for Companies* não obrigava a companhia a apontar um código de governança corporativa que seria aplicável às suas atividades. A partir da revisão realizada no instrumento em 2018, a menção a um código tornou-se obrigatória. É de se destacar, porém, que anteriormente à alteração, já havia a prática de os *Nomads* exigirem requisitos adicionais de governança às companhias admitidas no *AIM*. Nesse sentido: “*AIM's investor base is mainly composed of sophisticated institutions that delve profoundly into the business of a firm before investing in its shares. Institutional investors would not take interest in a company lacking the necessary mechanisms to ensure adequate corporate governance. To allure prospective investors, AIM companies often integrate various corporate governance mechanisms and disclose these policies in their admission documents and websites. Nomads also commonly persuade their clients to adopt high corporate governance standards*” (*MENDOZA, Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 313).

⁵⁷³ Cf. *AIM, AIM Italia*, 2019; *DEUTSCHE BÖRSE, Scale: Equity capital financing for small and medium-sized companies (SME)*, 2019; *B3, Regulamento de Listagem do Bovespa Mais*, 2014.

para estimular a liquidez nos mercados de acesso são bastante variadas e devem ser impostas em razão das características peculiares de cada país⁵⁷⁴.

O *AIM* também não tem exigência em relação ao porte da companhia, assim, apesar de ele ser direcionado às companhias de menor porte, não há verificação de critérios mínimos e máximos para a admissão no mercado. De maneira diversa, o *Scale* impõe requisitos mínimos de porte, de modo a restringir o mercado somente àquelas companhias que, na visão do operador (*Deutsche Börse*), teriam porte suficiente para adimplir com a regras do mercado e garantir a imagem do segmento. Todavia, há uma certa flexibilidade nos critérios para admissão, pois a companhia deve atender somente três dos cinco requisitos impostos pelo operador⁵⁷⁵. O *AIM Italia*, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2, à semelhança do *AIM*, também não impõem restrições de porte⁵⁷⁶.

Como forma de compensar a ausência de critérios rigorosos para admissão no *AIM*, exige-se uma profunda análise da adequação da companhia àquele mercado, a qual é realizada pelo *Nomad* responsável em assessorá-la⁵⁷⁷. Tal verificação é realizada através de uma *due dilligence* da companhia, comumente atribuída aos auditores e ao escritório de advocacia contratados para tal.

Após o levantamento de dados e checagem de sua consistência são elaborados relatórios, tanto pelos auditores quanto pelo escritório, sobre a situação financeira, econômica e organizacional da companhia. Esses relatórios são remetidos ao *Nomad* para que decida pela adequação ou não da companhia. Concluindo pela adequação, dará início à elaboração dos documentos listados no *AIM Rules for Companies*.

Na fase que antecede a solicitação de admissão no *AIM*, o *Nomad* e a companhia devem, com a devida antecedência exigida no *AIM Rules for Companies*, enviar à *LSE*, respectivamente, uma notificação (*early notification*) e os documentos de pré-admissão (*Schedule 1 Pre-admission Announcement*), ambos nos formatos dos formulários disponibilizados no sítio eletrônico da *LSE*⁵⁷⁸. Os instrumentos são elaborados sempre com o acompanhamento dos escritórios de advocacia e demais assessores contratados e as

⁵⁷⁴ A instituição de *free-float* mínimo foi objeto de análise no âmbito da consulta pública, realizada em 2017-2018, pela Comissão Europeia (Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Public consultation – Feedback statement: Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2018).

⁵⁷⁵ “[...] Turnover of at least € 10 million; Earnings of the year at least € 0; Equity capital more than € 0; Number of employees of at least 20 people; Cumulated, equity capital before IPO of at least € 5 million” (DEUTSCHE BÖRSE, *Scale: Equity capital financing for small and medium-sized companies*, 2019).

⁵⁷⁶ Cf. *AIM*, *AIM Italia*, 2019; B3, *Regulamento de Listagem do Bovespa Mais*, 2014.

⁵⁷⁷ Cf. MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 301).

⁵⁷⁸ Cf. *Rule 2*, *AIM Rules for Companies*.

informações disponibilizadas são confidenciais para evitar que qualquer alteração no cronograma de admissão da companhia possa frustrar expectativas do mercado. Litvintsev questiona o envio desses documentos à *LSE*, já que ela não realiza nenhum tipo de verificação das informações ali constantes⁵⁷⁹.

Na sequência, a companhia deve remeter o pedido de admissão (*admission document*) dando *disclosure* as informações elencadas no *Schedule 2* do *AIM Rules for Companies*⁵⁸⁰. O documento de admissão abrange quatro áreas principais: (i) visão geral do negócio; (ii) riscos associados à companhia e a seus valores mobiliários; (iii) informações financeiras; e (iv) divulgações legais, incluindo descrição dos contratos, dos direitos de propriedade intelectual, da composição do capital social etc. No caso de realização de oferta pública com características que escapam as exceções da norma, o documento de admissão deverá ser elaborado nos termos da *FCA Prospectus Rules*⁵⁸¹. O documento de admissão é público e deve possuir um *disclaimer* na primeira página alertando sobre os riscos associados às companhias admitidas no *AIM*⁵⁸².

O *Schedule 2* do *AIM Rules for Companies* contém um volume de informações menor se comparado àquele exigido para a elaboração do prospecto. Por exemplo, em conformidade com o *Schedule 2*, os riscos associados a aquisição dos valores mobiliários da companhia podem ser expostos de forma genérica, enquanto a *FCA Prospectus Rules* impõe a descrição minuciosa dos fatores de riscos daquele investimento⁵⁸³. É comum que as companhias candidatas à admissão no *AIM* realizem ofertas observando as exceções da norma, de modo a evitar a elaboração e a aprovação do prospecto pela autoridade reguladora do mercado de capitais (*FCA*).

A *LSE* poderá autorizar a omissão de informações no documento de admissão de um solicitante quando o *Nomad* alegar: (i) que as informações são de pouca relevância e que não influenciarão a avaliação dos ativos e passivos e perspectivas de rentabilidade da companhia;

⁵⁷⁹ LITVINTSEV, *At what do venture capitalists aim?*, 2009.

⁵⁸⁰ Cf. *Rules 3 e 5, AIM Rules for Companies*.

⁵⁸¹ Cf. Tópico 4.3.2 deste trabalho.

⁵⁸² Conteúdo do *disclaimer*: “*AIM is a market designed primarily for emerging or smaller companies to which a higher investment risk tends to be attached than to larger or more established companies. AIM securities are not admitted to the official list of the United Kingdom Listing Authority. A prospective investor should be aware of the risks of investing in such companies and should make the decision to invest only after careful consideration and, if appropriate, consultation with an independent financial adviser. Each AIM company is required pursuant to the AIM Rules for Companies to have a nominated adviser. The nominated adviser is required to make a declaration to the London Stock Exchange on admission in the form set out in Schedule Two to the AIM Rules for Nominated Advisers. The London Stock Exchange has not itself examined or approved the contents of this document*” (Cf. *Schedule 2, AIM Rules for Companies*).

⁵⁸³ HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 502.

ou (ii) que a divulgação dessas informações é prejudicial ao solicitante e sua omissão não impacta a avaliação e tomada de decisão dos investidores⁵⁸⁴.

Durante a elaboração do documento de admissão, o *Nomad* deve providenciar um *check-list* para garantir a conformidade do instrumento com todas as disposições do *AIM Rules for Companies*⁵⁸⁵. Além disso, o documento de admissão deve ser preparado com bastante cautela e, antes de ser encaminhado à *LSE*, deve ser verificado por todos os envolvidos no processo, uma vez que eles poderão ser responsabilizados por qualquer dano derivado de informação mal divulgada ou omitida aos investidores. Nessa etapa de revisão dos documentos, as funções desempenhadas pelos escritórios de advocacia são essenciais, especialmente em relação à aplicação de testes⁵⁸⁶ para checar a veracidade das informações dispostas nos documentos de admissão e mitigar eventuais responsabilidades da companhia, diretores e *Nomads*.

Juntamente com o documento de admissão, a companhia deve encaminhar à *LSE*, o comprovante do pagamento da taxa de admissão⁵⁸⁷. Também deve ser remetida à bolsa de valores a declaração em conformidade com a *Schedule 2* do *AIM Rules for Nominated Advisors*, na qual o *Nomad* certifica que: (i) realizou a completa *due diligence* da companhia para a qual está atuando; (ii) os valores mobiliários são apropriados para admissão; e (iii) todas as orientações profissionais necessárias foram devidamente fornecidas. Essa declaração impõe ônus de representação ao *Nomad* e servirá de subsídio para que a *LSE* aprove a admissão da companhia no mercado de acesso.

Próximo passo, a *LSE* notificará a companhia de sua admissão no *AIM*. Se, entre o envio do documento de admissão e a data de confirmação do ingresso da companhia ao *AIM*, surgir ou for observado algum novo fato material, erro ou imprecisão relacionado às informações

⁵⁸⁴ Cf. *Rule 4, AIM for Companies*.

⁵⁸⁵ “The solicitors to the company will need to make sure that every applicable parts of the *AIM Rules for Companies* have been complied with. A ‘tick test’ of these rules is essential to ensure full and proper compliance” (NICHOLLS, *The role of the Solicitor*, 2011, p. 71).

⁵⁸⁶ “After a number of interactions of the draft of the admission document, it will eventually reach a certain state where the text is settled enough in order sensible to allow the verification process to begin. The solicitors to the company will prepare verifications notes to check the accuracy of the admission documents. These verification notes take the form of questions to which answers must be given by the directors to verify the relevant statement of fact and the opinion ant to provide supporting material. [...] The verification process is designed to eradicate any statement incapable of substantiation by the company and its directors. It is also designated factually to test all significant statements. Together with the ‘tick test, the verification process therefore represents a vital sieve through which the admission document must pass, thus protecting the company and its directors and *Nomad*. The verification process is not, in itself, a defence, but it is intended to provide the evidentiary basis for establishing that reasonable care has been taken by the persons responsible for the admission document” (NICHOLLS, *The role of the Solicitor*, 2011, p. 72).

⁵⁸⁷ O sítio eletrônico da *LSE* disponibiliza uma ferramenta para previsão da taxa de admissão e das taxas anuais (<https://www.londonstockexchange.com/exchange/companies-and-advisors/main-market/listing-fees/aim-fees-calculator.html>).

constantes no documento de admissão, um documento suplementar deverá ser publicado e enviado à *LSE*.

A *LSE* não examina as companhias candidatas à admissão e os documentos recebidos. Em vez disso, busca assegurar que os *Nomads* farão a avaliação das companhias em completa observância com o *AIM Rules for Companies* e emitirão a declaração de conformidade somente àquelas que, de fato, estão adequadas às exigências do *AIM* e que são capazes de manter a integridade daquele mercado⁵⁸⁸.

Em razão da responsabilidade atribuída aos *Nomads* em relação à adequação da companhia candidata ao *AIM*, das doze semanas comumente necessárias para a realização do processo de admissão no mercado, sete são destinadas à *due dillingence* da companhia⁵⁸⁹. Ademais, é comum que os *Nomads*, visando assegurar a reputação do mercado, exijam das companhias assessoradas requisitos para além daqueles elencados no *AIM Rules for Companies*⁵⁹⁰, podendo até mesmo ser requeridas alterações na composição dos órgãos de administração ou reestruturações societárias.

Importa que as empresas de pequeno e médio porte em crescimento que já negociam em outros mercados específicos⁵⁹¹ e procuram ingressar no *AIM* podem ser admitidas através do *AIM Designated Market Route*, que permite um processo de admissão simplificado⁵⁹². A companhia que realiza a admissão segundo esse procedimento é denominada de “*quoted applicant*” e, para elas, salvo exceções, não é exigida a elaboração do documento de admissão nos termos da *Schedule 2* do *AIM Rules for Companies*.

4.3.1 O papel dos *Nomads* e dos demais assessores envolvidos no processo de admissão da companhia ao *AIM*

A doutrina atribui o sucesso do *AIM* à atuação dos *Nomads*, os quais, em contrapartida às normas flexíveis aplicáveis às companhias, são submetidos a um regramento detalhado e rígido: o *AIM Rules for Nominated Advisers*⁵⁹³.

⁵⁸⁸ DAVIS & STONE, *The admission document and the application procedure*, 2011, p. 105.

⁵⁸⁹ Cf. LSE, *A Guide to AIM*, 2015; LSE, *AIM Guide for Entrepreneurs*, 2018.

⁵⁹⁰ DAVIS & STONE, *The admission document and the application procedure*, 2011, p. 106.

⁵⁹¹ *Australian Securities Exchange, Johannesburg Stock Exchange, NASDAQ, NYSE, SIX Swiss Exchange, TMX Group, UKLA Official List* e qualquer mercado regulamentado da UE ou *SME Growth Market* (LSE, *The AIM Designated Market Rule*, 2019).

⁵⁹² Cf. LSE, *The AIM Designated Market Rule*, 2019

⁵⁹³ “*The principal means of regulation ‘AIM companies’ is to use experienced corporate financiers to advise companies seeking admission to AIM and who can vouch for the suitability of each company for admission on the basis of its own due diligence*” (HUDSON, *The Law and Regulation of Finance*, 2013, p. 1196).

Os *Nomads* têm como principal função a verificação inicial de adequação da companhia ao AIM⁵⁹⁴ e a preparação de todos os documentos necessários para a admissão⁵⁹⁵. Conforme leciona Granier, Revest & Sapio, o papel do *Nomad* é particularmente importante nos casos de *private placement*, pois nesses casos não há a necessidade de elaborar o prospecto e o documento de admissão é aprovado somente pela entidade operadora do mercado⁵⁹⁶.

As atividades dos *Nomads* não se restringem, porém, ao assessoramento da companhia no momento pré-admissão. Ao contrário, o *Nomad* contratado pela companhia permanecerá em contato com ela nos momentos subsequentes a seu ingresso no mercado, de modo a verificar o constante cumprimento das regras do AIM⁵⁹⁷. Dessa forma, a companhia admitida é permanentemente assessorada e fiscalizada por um *Nomad* e, caso ele tenha ciência de algum fato que possa inviabilizar a permanência da companhia naquele mercado, é obrigado a notificar a LSE⁵⁹⁸ para que ela tome as medidas necessárias, como a suspensão do registro⁵⁹⁹. Os *Nomads* têm, portanto, a possibilidade de afastar aquelas companhias que não cumprem com os padrões adequados impostos pelo AIM⁶⁰⁰ e, como agentes mais bem posicionados para detectar os

De maneira semelhante: “*The underlying basis of the AIM Rules for Companies is that the relaxed regulatory approach works because every company applying and admitted to the AIM Market has to have a Nominated Adviser (Nomad)*” (SHEAR, *An overview of the AIM Rules*, 2011, p. 7); “*Without doubt, the comprehensive role of the Nominated Adviser is the strongest pillar of AIM's regulatory model. Assigned the two-fold task of assessing a firm's AIM suitability and advising disclosure and corporate governance compliance, Nomads preserve the integrity and reputation of the market*” (MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 295).

O Regulamento Delegado (UE) 2017/565 não impõe que as companhias menores sejam admitidas através de um *adviser*, ficando a cargo da entidade administradora do mercado o preenchimento de tal requisito. Esse, inclusive, foi um ponto de debate da consulta pública, realizada em 2017-2018, pela Comissão Europeia (cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Public consultation – Feedback statement: Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2018).

⁵⁹⁴ “*The nominated adviser's role is similar to that of a sponsor in relation to the Listed Market and is to advise the company of AIM's rules and so prepare the company for admission ant to ensure that the continuing (especially disclosure) requirements are met*” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 157).

⁵⁹⁵ “*The admission document will normally constitute a financial promotion for the proposes of s.21 of the FSMA 2000. This means that it will need to be issued or approved by an 'authorised person' under the FSMA 2000, such as the company's Nomad or broker, unless it constitutes an 'exempt communication'*” (DAVIS & STONE, *The admission document and the application procedure*, 2011, p. 114).

⁵⁹⁶ GRANIER, REVEST & SAPIO, *SMEs and junior stock markets: a comparison between european and japanese markets*, 2019, p. 50.

⁵⁹⁷ Cf. *Rules 14 e 17, AIM Rules for Nominated Advisors*. “*A Nomad must be retained at all times by that company has appointed a Nomad. Trading in the securities of a company which ceases to have a Nomad will be suspended*” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 499).

⁵⁹⁸ Cf. *Rules 14 e 19, AIM Rules for Nominated Advisors*.

⁵⁹⁹ Cf. *Rules 40 e 41, AIM Rules for Nominated Advisors*.

⁶⁰⁰ “*In practice, however, Nomads retain no real power to impose sanctions upon listed firms. If any company does not abide by acceptable corporate governance principles without justification, the Nomad notifies the AIM Regulation Department, which may in turn remove the firm's listed status or impose any other applicable sanction. AIM may adduce any number of reasons, including the need to protect the market's reputation or to safeguard investors*” (MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 317).

desvios de comportamento, atuam verdadeiramente como *gatekeeper*⁶⁰¹ e são responsáveis pela preservação da integridade e da reputação daquele mercado.

Hudson destaca que, a princípio, pode parecer contraditório atribuir o ônus regulatório de *due diligence*, verificação e apuração de fatos a agentes econômicos que possuem vínculo direto com a companhia que é alvo de sua fiscalização e acompanhamento. Contudo, o autor explica que os *Nomads* têm interesse em garantir sua reputação ao assessorar as companhias e, por isso, em regra, agem com diligência e probidade, de modo a garantir o adequado cumprimento das regras do mercado⁶⁰²⁻⁶⁰³. Além disso, o *AIM Rules for Nominated Adviser* impõe alguns padrões de conduta a fim de: (i) evitar o desvio de função e de responsabilidade dos *Nomads*; (ii) disciplinar condições de independência desses agentes em relação às companhias assessoradas; e (iii) mitigar potenciais conflitos de interesses entre eles⁶⁰⁴.

Em caso de descumprimento de seus deveres, o *Nomad* pode ser sancionado conforme a *Rule 29* do *AIM Rules for Nominated Advisors* e os procedimentos do *AIM Disciplinary Procedures and Appeals Handbook*⁶⁰⁵.

Em razão de seu importante papel para o funcionamento adequado do mercado de acesso⁶⁰⁶, a *LSE* impõe uma série de critérios para que os assessores recebam autorização para atuarem como *Nomads*.

⁶⁰¹ REVEST & SAPIO, *The creation function of a junior trading venue: An empirical test on the Alternative Investment Market*, 2016.

⁶⁰² HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 492.

⁶⁰³ Nesse sentido: “[...] *Nomads* act as the principal quality controllers for the market and therefore have their reputations to consider when confirminh a company is suitable for the market. Consequently, they will carry out due dilligence checks alongside other advisers on companies before they agree to provide such declaration, and as such are central to success of AIM” (STUTTARD, *AIM*, 2011, p. 4). “Further, a unique incentive structure constrains *Nomads* from inattentively performing this role. Specifically, *Nomads* bear significant damages for tolerating misdemeanors on behalf of their supervised companies, including the loss of ‘reputational capital’. Accordingly, AIM can be considered a ‘reputational market’, in which investors rely on the standing of *Nomads* as a proxy for the quality of listed companies, rather than on the market’s regulation” (MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 295). Para uma abordagem sobre os incentivos reputacionais atribuídos aos *gatekeepers*, cf. COFFEE JR., *Gatekeeper: the professions and corporate governance*, 2006.

⁶⁰⁴ Cf. *Rules 21 e 22, e Schedule 1, AIM Rules for Nominated Advisors*.

⁶⁰⁵ Segundo Mendoza, caso o investidor incorra em erro devido às informações disponibilizadas pela companhia, o *Nomad* que a assessora estará sujeito a responsabilização (cf. MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 318). HUDSON adota outro posicionamento: “An AIM company is requered to take ‘reasonable care’ to ensure that any information that is notified to the Exchange is ‘not misleading, false or deceptive’ and ‘does not omit anything likely to affect the import of such information’. A nubor of points arrise. First, this obligation is born by the company itself, not to the *Nomad*” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 503).

⁶⁰⁶ Cumming & Johan consideram que o baixo nível de fraudes identificadas no *AIM* é resultado da atuação positiva dos *Nomads*. Cf. CUMMING & JOHAN, *Listing standards and fraud*, 2013, p. 452.

Em primeiro lugar, não são admitidos *Nomads* pessoas físicas, de modo que somente as pessoas jurídicas são elegíveis. Ademais, devem comprovar que possuem, no mínimo, dois anos de prática em finanças corporativas e que tenham atuado em pelo menos três transações relevantes durante esse período⁶⁰⁷. Ainda, devem possuir em seus quadros, ao menos, quatro diretores qualificados⁶⁰⁸, comprovar que têm condições de serem supervisionados pela *LSE* e que possuem recursos e condições adequadas para o cumprimento de seus deveres. No mínimo, dois funcionários qualificados devem ser designados para serem responsáveis por cada companhia admitida no *AIM*, sendo que pelo menos um deles deve ser executivo, a fim de garantir um melhor assessoramento da companhia⁶⁰⁹.

Ainda que o assessor preencha todos os requisitos de elegibilidade constantes no *AIM Rules for Nominated Advisors*, a *LSE* reserva para si o direito de negar o credenciamento se entender que haverá risco à reputação ou à integridade do *AIM*, sendo possível, ainda, a solicitação de requisitos adicionais quando considerar conveniente ou até estabelecer a limitação de atividades que poderão ser desempenhadas pelo *Nomad*.

Após a aprovação, o assessor e os diretores qualificados apontados no formulário de aplicação continuarão sob monitoramento da *LSE* para garantir que os critérios de elegibilidade sejam mantidos durante o exercício de suas atividades⁶¹⁰.

Como a admissão da companhia no *AIM* é influenciada pelo *Nomad* que a assessora, há uma extensa lista de princípios elencada na *Shedule 3* do *AIM Rules for Nominated Advisors* que devem ser minuciosamente atendidos pelos assessores durante o exercício de suas funções. Ademais, embora tais funções sejam baseadas em princípios, o *AIM Rules for Nominated Advisors* sugere uma série de ações cuja execução é considerada apropriada na avaliação da adequação da companhia ao mercado. Essas ações englobam, por exemplo, a análise criteriosa do negócio conduzido pela companhia, dos currículos de seus diretores, da composição e do funcionamento do órgão de administração e da estrutura da companhia para o cumprimento das normas após a admissão no *AIM*, dentre várias outras⁶¹¹. Também é recomendada a realização de visitas nos locais de operação das companhias e, se necessário, a

⁶⁰⁷ Cf. *Rules 2 e 5, AIM Rules for Nominated Advisors*.

⁶⁰⁸ Cf. *Rule 4, AIM Rules for Nominated Advisors*.

⁶⁰⁹ Cf. *Rule 17, AIM Rules for Nominated Advisors*.

⁶¹⁰ Cf. *Rule 11, AIM Rules for Nominated Advisors*.

⁶¹¹ “It appears that a certain degree of consensus in the *Nomad* industry exists as to the standards for measuring companies undergoing the suitability test. Rousseau refers to some areas usually verified by the *Nomads*, which include management composition, corporate governance, business viability, market potential, and working capital” (MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 295)

contratação de especialistas externos que melhor compreendam as peculiaridades do negócio desenvolvido pela companhia candidata à admissão.

O *Nomad* deve providenciar uma completa *due diligence* na companhia de modo a certificar que ela possui condições de ser admitida e de se manter no *AIM*. Além disso, no desempenho de suas funções, os *Nomads* verificam se a admissão da companhia fornecerá valor real aos acionistas. Isso porque eles também analisam se a companhia candidata à admissão atingiu o estágio apropriado de seu ciclo de crescimento para buscar uma listagem no *AIM*. Nos casos em que os custos de listagem superam seus benefícios e a admissão no *AIM* não é indicada, o *Nomad* é aconselhado a não fornecer a declaração de adequação⁶¹², de modo a garantir que apenas companhias adequadas tenham acesso ao mercado⁶¹³.

Concluindo pela adequação da companhia ao *AIM*, o *Nomad* deve supervisionar e participar ativamente da preparação e revisão dos documentos de admissão, os quais devem observar as normas prescritas nas *Schedules One e Two* da *AIM Rules for Companies*. Segundo Mendoza, o exame dos documentos de admissão consiste em uma revisão regulatória não muito diferente daquela realizada pela *FCA* ao admitir uma companhia na *Official List*⁶¹⁴.

Contudo, como mencionado, o trabalho do *Nomad* não cessa com a admissão da companhia no *AIM*. A *Schedule 3* também elenca como dever o acompanhamento posterior para garantir que o assessor se mantenha atualizado sobre a situação da companhia, especialmente se ela mantém as condições necessárias para adimplir com as regras prescritas no *AIM Rules for Companies*⁶¹⁵ e realizar o *disclosure* de suas atividades. Ademais, o *Nomad* deve monitorar (ou implementar procedimentos com terceiros para monitorar) a atividade de negociação de valores mobiliários da companhia para a qual atua, principalmente no intuito de evitar o uso de informações privilegiadas e a manipulação do mercado.

É importante notar que essas responsabilidades atribuídas ao *Nomad* não são devidas à companhia que o contrata, mas sim à *LSE*⁶¹⁶, que poderá descredenciá-lo ou puni-lo quando entender que não houve cumprimento de seus deveres ou que colocou em risco a reputação ou a integridade do mercado. Esse nexos regulatório entre o *Nomad* e a *LSE* é essencial para o

⁶¹² Cf. *Schedule 2, AIM Rules for Nominated Advisors*.

⁶¹³ MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 302.

⁶¹⁴ MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 303.

⁶¹⁵ “Often companies admitting to AIM will have little experience of being admitted to a public market and will need help to understand what their obligations are as public entities. Nomads will normally charge a retainer fee for this ongoing service and it is in the interests of directors and their shareholders to ensure that they consult their Nomad once on the market” (STUTTARD, *AIM Rules*, 2011, p. 5).

⁶¹⁶ HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 495.

desenvolvimento do mercado de acesso e para garantir a independência do *Nomad* em relação à companhia assessorada⁶¹⁷.

A *LSE*, como entidade responsável pelo funcionamento do *AIM*, pode constantemente fiscalizar a atuação dos *Nomads* e exigir algumas informações das companhias admitidas no mercado. Em relação a esse último ponto, é relevante perceber que, quando admitida, a companhia estabelece uma relação contratual com a bolsa de valores, sendo as condições dessa relação constantes no conjunto de documentos que regem o funcionamento do *AIM* (*AIM Rules*)⁶¹⁸.

Pelo exposto, observa-se que as funções dos *Nomads* são extensas e demandam conhecimentos técnicos para que possam ser realizadas. Por essa razão, suas atividades não são desempenhadas de forma isolada na companhia, mas sim acompanhada por outros importantes atores, em especial, os advogados. Normalmente, há pelo menos dois escritórios de advocacia envolvidos no processo de admissão: um atuando para a companhia e outro para o *Nomad*. Outros escritórios podem estar envolvidos se, por exemplo, a companhia for estrangeira ou possuir operações comerciais significativas no exterior. Outrossim, se as funções do *Nomad* e do *Broker* forem executadas por instituições distintas, provavelmente cada uma optará por nomear advogados separados para auxiliá-los⁶¹⁹.

Os advogados da companhia fazem parte da equipe consultiva e atuam em conjunto com os auditores, *Nomad*, *Brokers* e demais agentes que participam do processo de admissão no *AIM*. Suas principais funções incluem: negociar os termos dos contratos firmados com os *Nomads* e *Brokers*, revisar e aconselhar sobre qualquer reestruturação corporativa necessária à admissão, auxiliar na elaboração dos documentos para admissão, esclarecer sobre as possíveis responsabilidades que podem ser atribuídas à companhia e aos diretores e auxiliar na definição

⁶¹⁷ “[...] there is clearly a risk of conflicts of interest between a *Nomad*’s duties to the Exchange and arising from its ongoing relationship with any *AIM* company. The *Nomad*’s obligations require it to come to know the company well. The regulations also refer to the *Nomad* as ‘acting for’ the *AIM* company, and not simply as evaluating it. Consequently, the *Nomad* is likely to develop a business relationship with the officers of the company, and that is aside from any question of fees and so forth. Thus the *AIM Rules* for Nominated Advisors require that each *Nomad* and its executives be able to demonstrate their independence from the companies for which they act. The burden of proving the absence of conflict of interest is on the *Nomad*. A *Nomad* must also avoid even the ‘semblance’ of a conflict of interest” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 497).

⁶¹⁸ HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 504.

⁶¹⁹ LSE, *A guide to AIM*, 2015.

de estratégias legais para mitigá-las⁶²⁰, fornecer consultorias gerais conectadas ao processo de admissão da companhia no *AIM*⁶²¹, dentre outras.

Embora não seja regra, é comum atribuir ao escritório contratado pela companhia a realização da *legal due diligence* (alternativamente, é possível que ela seja realizada pelo escritório contratado pelo *Nomad*)⁶²². Após as diligências, deverá ser encaminhado um relatório ao *Nomad*, porquanto é através dele que se verificará a adequação da companhia ao *AIM*. É importante que a *due diligence* realizada pelo escritório não se sobreponha aquela realizada pelos auditores, não somente para evitar a duplicação de tarefas, mas também para não desperdiçar o tempo dos diretores que são responsáveis pelo fornecimento das informações necessárias para checagem⁶²³. Dessa forma, é vital o diálogo logo no início das contratações para que o âmbito de atuação de cada agente seja bem definido nos instrumentos contratuais⁶²⁴.

O relatório da *legal due diligence*, ao lado do relatório emitido pelos auditores⁶²⁵, é particularmente relevante para o *Nomad*. A despeito das responsabilidades desses agentes nas suas esferas de atuação, é o *Nomad* que responderá pela idoneidade da companhia perante à *LSE*; é ele que confirma a adequação da companhia ao mercado e possibilita a sua admissão.

Além dos *Nomad*, auditores e escritórios de advocacia, há, ainda, os *Brokers*, os *Market makers* e as *Public relations firms*, igualmente importantes⁶²⁶.

⁶²⁰ “The company’s directors will be required to sign a number of documents reflecting their responsibility for the admission document and for managing the company’s affairs following admission. Under its obligations under the AIM Rules for Nominated Advisers the Nomad will need to satisfy itself that the directors have been properly advised of their responsibilities and that they have conducted a thorough review of the admission document and all underlying documents. Normally the Nomad will attend a formal briefing given by the company’s solicitors to the board in this regard” (DAVIS & STONE, *The admission document and the application procedure*, 2011, p. 130).

⁶²¹ NICHOLLS, *The role of the Solicitor*, 2011, p. 63.

⁶²² “The purpose of the legal due diligence exercise will be to examine the core assets comprising the group’s business and discover whether any steps need to be taken to prepare the group or its structure in connection for the purpose of drafting the additional information section of the admission document. Moreover, any key risks or liabilities unearthed in the legal due diligence report (e.g. invalid patents, licenced or major litigation) could question the valuation or indeed the whole basis for the proposed flotation” (DAVIS & STONE, *The admission document and the application procedure*, 2011, p. 120).

⁶²³ “It is usually of great benefit if one person at the company (company secretary, financial controller, finance director or any other single director) is designated with and/or assumes direct and full-time responsibility for dealing with the due diligence issues. This serves to aid the consistency and flow of the information provided to the professional team” (NICHOLLS, *The role of the Solicitor*, 2011, p. 64).

⁶²⁴ NICHOLLS, *The role of the Solicitor*, 2011, p. 64.

⁶²⁵ “A review by the reporting accountants of the group’s financial reporting systems and controls will be of particular relevance where the company is raising new money. In any event, however, the AIM Rules for Nominated Advisers require the Nomad to ensure that the company has appropriate financial reporting system and control procedure in place” (DAVIS & STONE, *The admission document and the application procedure*, 2011, p. 121).

⁶²⁶ Cf. *LSE, A guide to AIM*, 2015.

O *Broker* é um agente, também credenciado pela *LSE*, que oferece suporte à companhia em relação às suas necessidades de financiamento, avaliando o nível de interesse dos investidores nos valores mobiliários já emitidos ou objetos de emissões futuras⁶²⁷. Ele também assessora continuamente a companhia em questões relacionadas à negociação de seus ativos, como, por exemplo, na precificação dos valores mobiliários. Embora as funções do *Nomad* e do *Broker* sejam distintas, elas geralmente são desempenhadas pela mesma instituição.

Enquanto as contratações do *Nomad* e do *Broker* são exigidas pela *AIM Rules for Companies* como requisito de admissão no mercado de acesso, fica a critério da companhia a contratação de um *Market Maker* (formador de mercado) e de uma *Public relations firm* (empresa especializada na relação com investidores). De toda forma, o *Market Maker* tem um função importante no desenvolvimento do mercado secundário, uma vez que atua como provedor de liquidez das ações da companhia, e a *Public relations firm* a auxilia na interface com os investidores, seja nos *roadshows*, nas reuniões periódicas e institucionais, ou em outras formas de comunicações estabelecidas entre a companhia e o mercado em geral⁶²⁸. É possível (e bastante comum) que o *Broker* realize cumulativamente a função desses agentes⁶²⁹.

Os auditores, *Nomads*, *Brokers* e *Market Makers* podem ser nomeados para compor o *AIM Advisory Group*, comitê externo de executivos seniores que tem como objetivo aumentar a atratividade, a boa reputação e o desenvolvimento estratégico do *AIM*. O foco principal do *AIM Advisory Group* é debater, através de reuniões periódicas, assuntos relativos à regulamentação e funcionamento do *AIM*. Os membros se reúnem, no mínimo, quatro vezes por ano e são vinculados por um acordo de confidencialidade⁶³⁰.

O sucesso dos *Nomads* na condução do mercado de acesso é reconhecido. Não é por menos que há outros mercados que exigem a presença do assessor para a admissão de uma

⁶²⁷ “The nominated broker’s role is to support trading in the securities by either trading themselves in the securities or using their best endeavour to match bargain in the securities” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 157). “Part of the skill and experience of the broker involves pairing each AIM company with the appropriate investors. Generally, a broker will have expertise in the sector of each of its clients, along with key contacts with appropriate managers in the financial institutions that might have an interest in the proposition” (LSE, *A guide to AIM*, 2015).

⁶²⁸ “A public relations (‘PR’) agency will sometimes be appointed by the company, initially to help ensure that presentations to potential investors run smoothly, as well as releasing announcements to the LSE and the media, and generally dealing with the press. Following admission, the PR agency will make announcements on behalf of the company and distribute these as appropriate to the LSE, media and analysts. The PR agency will also help the company form relationships with the media, analysts and the City in general” (DAVIS & STONE, *The admission document and the application procedure*, 2011, p. 133).

⁶²⁹ Cf. WAKEFIELD, *The Broker and the trading rules*, 2011.

⁶³⁰ LSE, *AIM Advisory Group*, 2019.

companhia, bem como para a sua permanência nele⁶³¹. De maneira geral, os *Nomads*, ao assessorarem e auxiliarem a companhia a entrar em conformidade com as exigências do mercado, reduzem os custos do processo de admissão⁶³², pois as companhias possivelmente gastariam mais tempo e recursos para compreender as normas aplicáveis ao mercado e para implementar as mudanças necessárias para cumpri-las. Os *Nomads*, por sua vez, possuem amplo conhecimento do mercado e dos requisitos necessários para potencializar o sucesso da companhia após a sua admissão.

A despeito da importância dos *Nomads*, observam-se mercados de acesso bem-sucedidos que optaram por outras estratégias regulatórias, como é o caso do *JASDAQ* e do *MOTHERS* (mercados japoneses operados pela *Japan Exchange Group*), que não requerem a presença de um assessor no processo de admissão⁶³³. Por outro lado, tais mercados possuem requisitos mais rígidos para listagem e somente são permitidas ofertas públicas com prospectos aprovados pela autoridade competente. Consequentemente, em comparação com o *AIM*, o processo de admissão nesses mercados é mais longo e mais caro⁶³⁴.

O Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 também não exigem a presença de um assessor, mas as ofertas somente são realizadas com a presença de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. Defende-se que a utilização de assessores (de modo alternativo às instituições integrantes do sistema de distribuição) poderia facilitar a realização de ofertas de valores mobiliários de pequenas e médias empresas no Brasil e fomentar o desenvolvimento do mercado de acesso no país. Este tema será abordado com maior profundidade no tópico 5.4 deste trabalho.

⁶³¹ No *Scale*, por exemplo, os assessores são credenciados como *Deutsche Börse Capital Market Partner*, na *NewConnect* como *Authorized Advisors* e na *JSE AltX* como *Designated Advisor*. Cf. WFE, *WFE SME Markets – Key Datapoints*, 2018 (apresenta uma tabela sintetizando a diferença entre mais de 40 mercados de acesso).

⁶³² MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 295.

⁶³³ “Some exchanges do not like the advisory model because it implies reducing the exchange’s responsibility to vet companies that come to market: the advisor assesses a company’s readiness and suitability to list. Once the exchange steps in and certifies the advisor’s selection, the exchange takes on the role, and reputational risk of the stamp of approval” “Some exchanges do not like the advisory model because it implies reducing the exchange’s responsibility to vet companies that come to market: the advisor assesses a company’s readiness and suitability to list. Once the exchange steps in and certifies the advisor’s selection, the exchange takes on the role, and reputational risk of the stamp of approval” (HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 30).

⁶³⁴ Cf. GRANIER, REVEST & SAPIO, *SMEs and junior stock markets: a comparison between european and japanese markets*, 2019, p. 51.

4.3.2 Exigência de elaboração do prospecto

As companhias admitidas no *AIM* estão sujeitas a um menor ônus regulatório, uma vez que não precisam observar as regras da *FCA Listing Rule*, obrigatórias para aquelas companhias listadas no *Main Market* da *LSE*, e somente devem observar a *FCA Prospectus Rule* quando a oferta pública de valores mobiliários não enquadrar em uma das hipóteses de exceção elencadas na norma⁶³⁵.

Shear destaca que, na maioria dos casos, as companhias admitidas no *AIM* procuram garantir que se enquadrarão em uma das hipóteses de dispensa de prospecto no intuito de economizar tempo e dinheiro⁶³⁶. Além disso, é bastante comum a realização de ofertas de valores mobiliários através de *private placement*⁶³⁷.

Quando a oferta for privada ou estiver contida nas hipóteses de dispensa do prospecto, será necessário somente a elaboração do *admission document*, nos termos da *Schedule 2* do *AIM Rules for Companies*. Lado outro, quando a oferta pública não estiver restrita às hipóteses de exceção da *FCA Prospectus Rule*, a elaboração e a aprovação do prospecto serão exigidas e seu descumprimento ensejará responsabilização dos agentes envolvidos, inclusive na esfera criminal⁶³⁸. Dessa forma, apesar de as transações de captação de recursos no *AIM* sejam quase sempre estruturadas para evitar a elaboração do prospecto, é importante estar ciente de quais são as hipóteses de cabimento para que a infração à norma seja evitada.

Entende-se por prospecto o documento que contém as informações sobre o emissor e sobre os valores mobiliários objetos da oferta que sejam necessárias para que a decisão do

⁶³⁵ Cf. *Section 86, FSMA 2000; Rule 1.2.2(R) da FCA Prospectus Rule* (elaboradas em consonância com a *Prospectus Regulation*).

⁶³⁶ SHEAR, *An overview of the AIM Rules*, 2011, p. 10. No mesmo sentido: “*Underwriting on admission to AIM is unusual given the high cost and risks involved in underwriting (and sub-underwriting), a more common alternative is to make the offer to shareholders conditional upon a successful placing with institutional or other places procured by the broker, or structure the offer as a placing, subject to claw-back to satisfy acceptances under the offer*” (DAVIS & STONE, *The admission document and the application procedure*, 2011, p. 128).

⁶³⁷ “*Private placements give rise to numerous advantages for AIM firms and investors alike. Issuer companies benefit from a faster, cheaper equity-raising process, as compared to a public offering. Investors in these placements have greater control over their investments and can more readily assess the risks associated with the issuing company. Family firms might also profit from private placements. Controlling insiders could negotiate terms with prospective investors, forfeiting some benefits of private control in exchange for increased capital*” (MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 304).

⁶³⁸ Sobre as funções do prospecto, HUDSON leciona: “*The prospectus constitutes a contractual document above all else. The underlying purpose of the prospectus regulations, therefore, is to do two things. First, to provide for the terms which a purchase may rely if there is any suggested breach of contract [...]. Secondly, to ensure the integrity of securities markets of the EU (under the Prospectus Directive [substituída pelo Prospectus Regulation] and in the UK (further to the Prospectus Rules in the FCA Handbook)*” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 261).

investidor ocorra de forma refletida e informada⁶³⁹. Como esse documento está na raiz de qualquer contrato de aquisição de valores mobiliários, o regulador preocupa-se em prescrever um conteúdo mínimo exigível de modo a tutelar os direitos dos investidores e garantir a integridade do mercado de capitais, sem, contudo, impor aos emissores obrigações desproporcionais que venham a onerá-los e a impedi-los de acessar o mercado de capitais.

De maneira geral, a obrigatoriedade de elaboração e aprovação do prospecto ocorre em duas hipóteses: (i) quando houver oferta pública de valores mobiliários; ou (ii) quando os valores mobiliários forem admitidos à negociação em mercados regulamentados (*exchanges*)⁶⁴⁰. Como o *AIM* não é classificado como mercado regulamentado, importa para esse trabalho a análise somente da primeira hipótese⁶⁴¹.

No âmbito do mercado europeu e da *Prospectus Regulation*, é considerada uma oferta pública de valores mobiliários a comunicação ao público, independentemente da sua forma e dos meios utilizados, que apresente informações suficientes sobre os termos da oferta e os valores mobiliários em questão, permitindo que o investidor decida pela aquisição ou subscrição desses valores mobiliários⁶⁴². A oferta deve vincular a companhia emissora⁶⁴³ e ser

⁶³⁹ “In the event that an offer is made to the public, assuming that no exemption applies, there will be a criminal offence committed under s.85(3) of the FSMA 2000 if no prospectus is prepared in compliance with the FCA Prospectus Rules” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 506).

“Any person responsible [...] for the preparation of the prospectus will be liable to pay to any person, further to s. 90 of the FMSA 2000 if they suffer loss as a result of ‘any untrue or misleading statement in the particulars’ or as a result of the omission from the prospectus of anything which would otherwise have been required by the general duty of disclosure under s.87A. There are five statutory defenses to a claim for compensation under s.90(1), set out in Sch.10 to the FSMA 2000, [...] the seller of such a security may also be liable at common law or in equity for fraudulent or negligent misrepresentation, for misstatement, for deceit, for under influence, for breach of fiduciary duty or otherwise [...]” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 232).

⁶⁴⁰ Cf. Section 85(1) e (2), FSMA 2000.

⁶⁴¹ BENNETT explica: “There had been a general concern that the implementation of the EU Directives would damage AIM on account of the ‘one size fit all’ requirements which were to apply to all regulated markets. Accordingly, with effect from 12 October 2004, AIM ceased to be a regulated market and instead became an exchange-regulated market. The goal was to preserve AIM’s regulatory regime and market structure with continued regulatory oversight by the FSA [atual FCA], whilst avoiding some of the more onerous requirements of the EU Directives. As a consequence, AIM companies and prospective AIM companies have been less affect by the regulatory regime introduced in 2005 than companies on the main London Stock Exchange (LSE) market for listed securities. A fundamental difference is that an AIM company is not required to issue a prospectus approved by the FSA just because its securities are trading, or are to be admitted to trading, on AIM. It only has to issue an approved prospectus where any marketing of its securities constitutes an offer to the public under the Prospectus Directive and no relevant exemptions applies” (BENNETT, *The statutory framework 2011*, p. 86). No mesmo sentido: VISMARA, PALEARI & RITTER, *Europe’s Second Markets for Small Companies*, 2012.

⁶⁴² Cf. Section 102(B)(1), FSMA 2000; Art. 2º(d), *Propectus Regulation*.

⁶⁴³ Em relação a força vinculativa da oferta, HUDSON leciona: “The key distinction between a binding offer and a mere invitation to treat is that an offer must be specific to the intended counterpart and not be an overly general statement. The offer must intend to make an offer which, if accepted, would bind her to the agreement. An offer of a security should be distinguished from a ‘mere puff’; where a ‘mere puff’ is a statement which is too vague to constitute an offer to enter into a contract. Therefor, in ordinary contract law, advertising material which merely outlines the form of product which might be available to buyers

descritiva em relação a todos os aspectos do investimento, especialmente acerca dos riscos envolvidos.

Contudo, ainda que configurada uma oferta pública nos termos acima, a *Section 86*, da *Financial Services and Markets Act 2000* (FSMA 2000), ao incorporar os regimes prescritos na *Prospectus Regulation*, dispensa o prospecto em algumas situações, seja porque o público-alvo é restrito, tem perfil qualificado, ou porque o volume financeiro da oferta é pequeno se comparada ao ônus de elaboração do documento⁶⁴⁴. Em todos esses casos observa-se a intenção do regulador em proteger o investidor, mas, ao mesmo tempo, não imputar ao emissor custos desproporcionais e excessivos.

Adicionalmente, a *Prospectus Regulation* prevê hipóteses nas quais os emissores podem optar pela elaboração do *EU Growth Prospectus*, que consiste em um documento mais simplificado para realização de ofertas públicas⁶⁴⁵.

A preparação do prospecto requer um trabalho minucioso e conjunto de advogados, assessores, bancos de investimentos e demais profissionais envolvidos na realização da oferta de valores mobiliários da companhia admitida à negociação no mercado de capitais. Por isso, ao excepcionar a elaboração do prospecto para algumas ofertas públicas de valores mobiliários e ao permitir a elaboração de um documento simplificado (*EU Growth Prospectus*), o regulador reduz de forma significativa os custos atrelados à captação de recursos⁶⁴⁶, o que é essencial para o desenvolvimento da atividade empresarial e para o ingresso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais⁶⁴⁷.

is not necessarily an offer to put in place such products either at all or on the precise terms indicated in such copy. However, in relation to the offer of securities to the public, no offer can be made which breaches the terms of the financial promoting code [...]. Therefore, a lawful offer of securities can only be made in accordance with the provision in the Listing Rules as to financial promoting and advertisements” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 234).

⁶⁴⁴ Cf. Arts. 1º(3), 1º(4) e 3º(2)(b), *Prospectus Regulation*.

⁶⁴⁵ Cf. Considerando 51 a 53, Art. 15, *Prospectus Regulation*; Tópico 3.2 deste trabalho.

⁶⁴⁶ Sobre os custos de elaboração do prospecto: “*The amount of professional work which is bound up with the preparation of a prospectus – involving lawyers, accountants, investment bankers, and other – is enormous and the cost are, therefore, commensurately high. The prospectus regulation [...] are both detailed and yet also governed by high-level principles as to the disclosure of all necessary information and the integrity of specified parties, with expensive obligations to pay compensation for any loss suffered as a result of an untrue or misleading statement made in the prospectus”* (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 258).

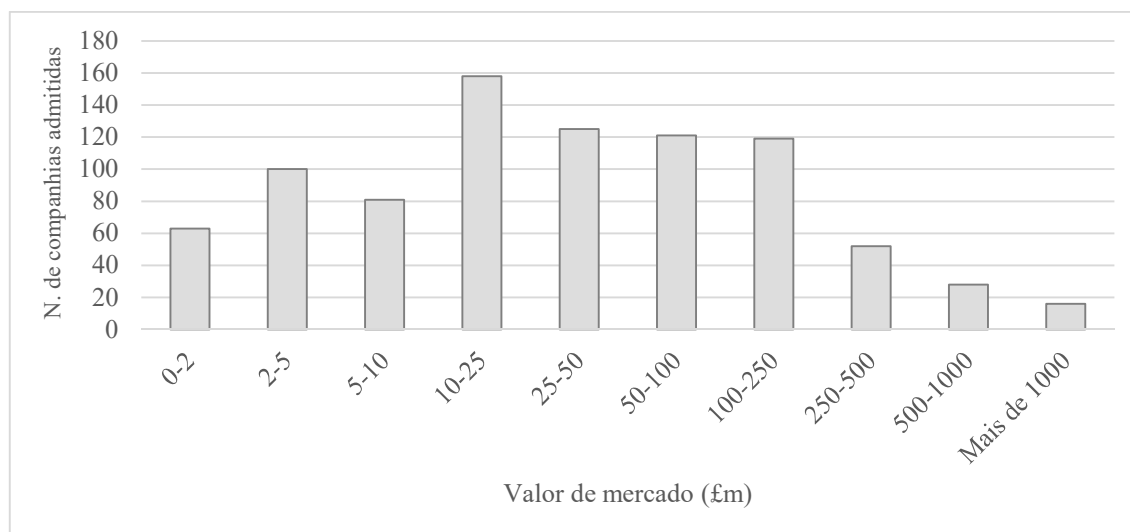
⁶⁴⁷ Busch traz um exemplo de redução no conteúdo do prospecto: “[...] *prospectuses presently contain such a veritable flood of ‘risk factors’ that identifying those that are really pertinent becomes very difficult. In the case of ABN AMRO, the risk factors took up 55 closely printed pages. This market practice is intended to protect issuing institutions and their advisers from civil liability, but is prejudicial to investor protection. Under the new rules, only risk factors that are material and specific to the issuing institution and the securities may be included in the prospectus. The issuing institution is required to allocate risk factors across a limited number of categories by reference to their relative materiality, based on its assessment of the probability of their occurrence and the expected magnitude of their negative impact”* (BUSCH, *The future of the Capital Markets Union after Brexit*, 2019, p. 12).

4.4 Perfil das companhias admitidas no AIM

O AIM não é voltado exclusivamente para companhias de pequeno e médio porte, contudo a maioria das companhias se enquadram nesse conceito, até porque o *status* de *SME Growth Market* somente é atribuído aos *MTF* que possuem mais de 50% dos emissores enquadrados nessa definição⁶⁴⁸.

O Gráfico 1 e o Gráfico 2 demonstram o número de companhias admitidas no AIM, conforme faixa de valor de mercado, em comparação com o número de companhias admitidas no mercado principal da LSE.

Gráfico 1: Número de companhias admitidas no AIM

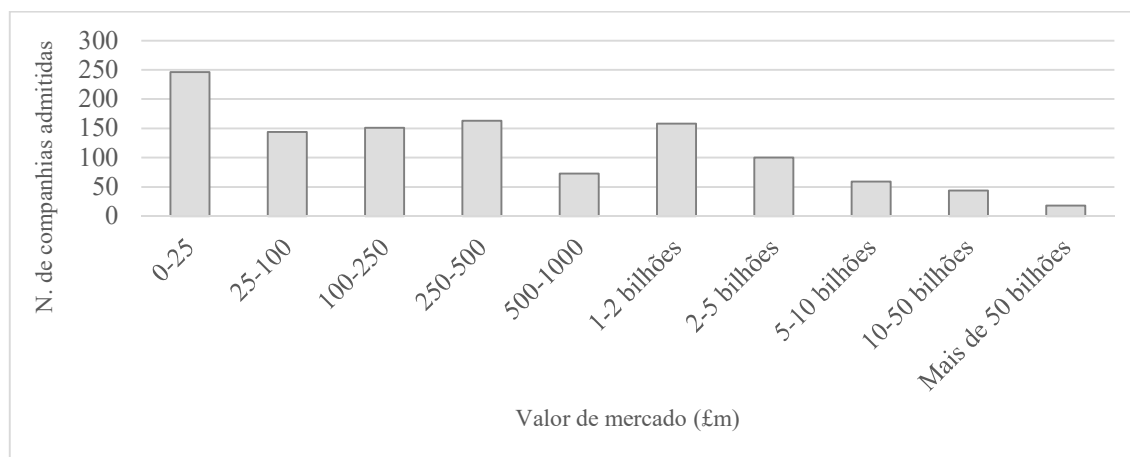


Fonte: LSE, AIM Statistics – December 2019

⁶⁴⁸

Art. 77º, Regulamento Delegado (UE) 2017/565. 1. Um emitente cujas ações tenham sido admitidas à negociação há menos de três anos deve ser considerado uma PME para efeitos do artigo 33º, n.º. 3, alínea a), da Diretiva 2014/65/UE quando a sua capitalização bolsista é inferior a 200 milhões de EUR, com base num dos seguintes elementos: a) A cotação de fecho do primeiro dia de negociação, se as suas ações estiverem admitidas à negociação há menos de um ano; b) A última cotação de fecho do primeiro ano de negociação, se as suas ações tiverem sido admitidas à negociação há mais de um ano, mas há menos de dois anos; c) A média da última cotação de fecho de cada um dos primeiros dois anos de negociação, se as suas ações tiverem sido admitidas à negociação há mais de dois anos, mas há menos de três anos. 2. Um emitente sem instrumentos de capitais próprios negociados numa plataforma de negociação é considerado uma PME para efeitos do artigo 4º, n.º. 1, ponto 13, da Diretiva 2014/65/UE se, de acordo com as suas últimas contas anuais ou consolidadas, satisfizer pelo menos dois dos seguintes três critérios: um número médio de empregados inferior a 250 pessoas durante o exercício, um montante total do balanço que não ultrapasse 43 000 000 EUR e um volume de negócios líquido anual que não ultrapasse 50 000 000 EUR.

Gráfico 2: Número de companhias admitidas no Main Market



Fonte: LSE, *Main Market Factsheet – December 2019*

Tendo em vista o perfil das companhias admitidas (geralmente em estágios iniciais de desenvolvimento), o *AIM* atrai especialmente investidores sofisticados que possuem conhecimento e recursos para conduzir análises adequadas sobre as perspectivas e atividades das companhias listadas. Consequentemente, embora haja incentivo para a participação dos investidores pessoas físicas, a base de investidores do *AIM* é composta, predominantemente por investidores qualificados e profissionais. Por essa razão, Mendoza afirma que “*AIM has been aptly labeled as a ‘junior’ market for ‘senior’ investors*”⁶⁴⁹.

O fato de a maioria das companhias admitidas não ter alcançado um estágio avançado em seu ciclo de crescimento impacta a liquidez do *AIM*. Mendoza explica que um número significativo de companhias que buscam a admissão no *AIM* espera captar recursos para possibilitar a migração para o mercado principal ou a participação em um processo de aquisição (*takeover*)⁶⁵⁰. Dessa forma, as companhias raramente distribuem dividendos no curto prazo, atraindo investidores que buscam retornos no longo prazo.

Como dificilmente as ações são negociadas antes do prazo para maturação do investimento aportado, as companhias admitidas no *AIM* tendem a apresentar baixa liquidez se comparadas àquelas listadas no mercado principal⁶⁵¹.

⁶⁴⁹ MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 297.

⁶⁵⁰ O *AIM Rules for Companies* tem regras específicas sobre o *takeover* (Cf. *Rule 14*) e sobre as transações de participações relevantes (Cf. *Rule 12*).

⁶⁵¹ “Recently, *AIM* has implemented numerous measures that could improve the venue’s liquidity ratio, such as the *AIM 50*, *AIM 100*, and *AIM-All Share* indices, *AIM* index trackers, and specialized trading platforms such as the *SETSmm 220* and *PLUS. 221* As *AIM* evolves into a more mature market, it must continue to address liquidity constraints” (MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 299).

Em relação ao setor de atuação das companhias admitidas, há uma grande diversificação: em 2019 o *AIM* congregava companhias que atuavam em mais de quarenta setores⁶⁵². Esse é um fator que explica, ao menos parcialmente, o sucesso do *AIM* em relação à outros mercados de acesso criados no mesmo período, como, por exemplo, o *European New Markets*, que em razão da concentração no setor tecnológico não conseguiu superar a *dot-com bubble* da segunda metade dos anos de 1990 e encerrou rapidamente suas atividades⁶⁵³.

Ademais, o *AIM* não está restrito a companhias sediadas no Reino Unido, sendo bastante atrativo para companhias estrangeiras; em junho de 2020, quase 14% das companhias admitidas eram internacionais^{654_655}.

É interessante observar, por exemplo, que apesar de a criação do mercado de acesso no Reino Unido (*USM*) ter sido influenciada pelo mercado estadunidense, o *AIM*, em razão das suas características, tornou-se destino de muitas companhias estadunidenses, principalmente antes da promulgação do *JOBS Act*. Em artigo publicado em 2009, Linsenmayer explicou que, com a globalização do mercado de capitais, as companhias norte-americanas cada vez mais procuraram oportunidades para realizarem o *IPO* no exterior, sendo o *AIM* bastante considerado para tal⁶⁵⁶. O autor destacou que, como o *AIM* atrai investidores sofisticados, o número de investidores envolvidos em um *IPO* é relativamente pequeno. Para as companhias norte-americanas essa é uma vantagem relevante, pois, de acordo com a *Securities Act de 1934*, um emissor só é obrigado a registrar-se na *SEC* quando possuir mais de 500 acionistas⁶⁵⁷. Consequentemente, um emissor poderia realizar um *IPO* no *AIM* com, por exemplo, quatrocentos acionistas e permanecer com o *status* de *private company* para os fins da lei norte-americana, evitando, pois, a conformidade com a *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, que à época,

⁶⁵² LSE, *AIM Statistics – November 2019*, 2019.

⁶⁵³ MENDOZA, *Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market*, 2008, p. 292). O autor também destaca os seguintes fatores para o sucesso do *AIM*: a sofisticação dos investidores e da autoridade reguladora, a posição geográfica favorável de Londres e a reputação da *LSE*.

Diferentemente do *AIM*, a *NewConnect* e a *NSE India Emerge* dão preferência às pequenas e médias empresas que atuam no segmento de tecnologia e inovação, uma vez que sociedades que atuam nesses ramos tendem a se expor previamente a investimentos de fundos de venture capital e private equity, os quais implementam melhoras operacionais e de gestão capazes de prepará-las para a abertura de capital.

⁶⁵⁴ LSE, *AIM Statistics – June 2020*, 2020.

⁶⁵⁵ Esse fato já era notável no *USM*: “*Not all the entrants to the USM have been UK frms; a total of fifteen foreign businesses have been admitted, most of them from the United States. Although the requirements for obtaining a NASDAQ quote are less costly and rigorous than those for a full exchange listing, US disclosure rules (as laid down by the Securities and Exchange Commission) are considered less flexible than the terms and conditions for entering the London USM*” (BANK OF ENGLAND, *The Unlisted Securities Market*, 1985).

⁶⁵⁶ Cf. LITVINTSEV, *At what do venture capitalists aim?*, 2009.

⁶⁵⁷ Recordar-se que esse critério foi ampliado pelo *JOBS Act*, cf. tópico 3.3 deste trabalho.

impunha requisitos de governança corporativa mais rigorosos às companhias abertas. Não obstante as flexibilizações no âmbito do mercado estadunidense, o *AIM* ainda é procurado por companhias norte-americanas.

Por fim, destaca-se que, em razão de suas características, desde sua criação em 1995, mais de 3.800 companhias já foram admitidas no *AIM*. Em junho de 2020, esse mercado contava com 830 companhias totalizando mais de £97 bilhões de valor de mercado⁶⁵⁸.

4.5 Deveres pós-admissão no *AIM*

Após a admissão no *AIM*, a companhia deve divulgar quaisquer informações relevantes que possam influenciar a tomada de decisão dos investidores, como por exemplo, alterações na condição financeira da companhia ou no desempenho de seus negócios. O *Nomad* auxilia a companhia a identificar quais informações são concebidas como relevantes e que, portanto, devem ser divulgadas ao mercado. Sob a ótica dos emissores, a participação do *Nomad* no processo é relevante, uma vez que a experiência desses agentes pode reduzir os custos de *compliance*.

O *AIM Rules for Companies* também categoriza quatro tipos de transações que exigem *disclosure*: transações relevantes, transações com partes relacionadas, aquisições reversas (*reverse takeover*) e alienações que resultem em mudança fundamental do negócio (como a alteração no controle da companhia). Todas essas transações, na perspectiva da *LSE*, podem impactar as decisões dos investidores e alterar os riscos atrelados ao investimento e, por isso, devem ser amplamente divulgadas.

Ainda é exigido que as companhias divulguem periodicamente suas informações financeiras, as quais devem ser preparadas em conformidade com o padrão contábil internacional (*International Accounting Standards*)⁶⁵⁹. Nesse sentido, as companhias devem divulgar: (i) um relatório semestral, contendo balanço, demonstrativos de receita e fluxo de caixa e valores comparativos para o período correspondente no ano anterior (para as companhias admitidas no mercado principal, essa exigência é trimestral); e (ii) demonstração financeira anual auditada, em até seis meses após a conclusão do exercício financeiro.

Além disso, enquanto entidade autorreguladora do *AIM*, a *LSE* pode a qualquer momento fazer questionamentos às companhias admitidas ou aos *Nomads* que as assessoram e,

⁶⁵⁸ LSE, *AIM Statistics – June 2020*, 2020.

⁶⁵⁹ Cf. *Rules 18 e 19, AIM Rules for Companies*.

achando necessário, pode impor o *disclosure* de determinadas informações⁶⁶⁰. Nos termos do *AIM Disciplinary Procedures and Appeals Handbook*, a *LSE* também pode aplicar sanções (suspensão ou até expulsão da companhia do *AIM*) quando verificar que a companhia está descumprindo com seus deveres e/ou colocando a reputação ou integridade do mercado em risco⁶⁶¹. Por essas razões, a companhia e o *Nomad* devem manter seus contatos atualizados junto à *LSE* para que recebam as notificações, quando necessárias.

Dentre outras obrigações, a companhia deve, ainda, assegurar que seus valores mobiliários possam ser livremente negociados⁶⁶², manter procedimentos e recursos necessários para cumprir com as normas dispostas no *AIM Rules for Companies*, permanecer em contato com o *Nomad*, requerendo sempre que necessário seu aconselhamento⁶⁶³ e pagar as taxas anuais à *LSE*.

4.6 Transferência da companhia admitida no AIM para o *main market*

A origem dos mercados de acesso está comumente atrelada à necessidade de o legislador criar mecanismos para permitir o ingresso de pequenas e médias empresas que não possuem condições de adimplir com as rígidas exigências para listagem no mercado principal no mercado de valores mobiliários. Assim, geralmente é esperado que as companhias admitidas à negociação nos mercados de acesso migrem para o *Main Market* após a captação de recursos e a maturação de seus projetos, seja para ampliar a base acionária, adquirir maior visibilidade no mercado, melhorar a precificação dos ativos ou estar mais próxima de alguns pares do mercado⁶⁶⁴. Todavia, enquanto esse parece ser o caminho natural, não é o que ocorre na prática

⁶⁶⁰ Ao analisar o poder da *LSE* em relação às companhias, HUDSON leciona: “*The powers of the Exchange are extremely broad. There is no limit on the type of information that may be required. The rules empowered the Exchange’s demands could be held to be excessive. This, in itself, raises the following question: what is the nature of the legal relationship between the Exchange and the AIM companies? [...] This is something which is unclear from the face of the AIM rules. Unlike the FCA, the Exchange does not have statutory powers in relation to its oversight of the AIM system. Therefore, the legal relationship between the Exchange and AIM companies must be contractual in nature, just as the Old Yellow Book Stock Exchanges rules were in the form of a contract between the exchange and listed companies. If the relationship between those people is contractual in nature, then the powers of the Exchange must be limited by the contract, and capable of interpretation in accordance with express and implied terms of the contract. Exchange to demand information must be capable of interpretation in accordance with the remainder of the contract*” (HUDSON, *Securities Law*, 2013, p. 504).

⁶⁶¹ Cf. *Rules 40, AIM Rules for Companies*.

⁶⁶² Cf. *Rules 32, AIM Rules for Companies*.

⁶⁶³ Cf. *Rules 31, AIM Rules for Companies*.

⁶⁶⁴ HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 20; IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015, p. 10.

do *AIM*. Entre 2017 e 2019 foram registradas somente dez transferências do *AIM* para o mercado principal da *LSE*.

Como o *AIM* não possui requisitos máximos para admissão e permanência no mercado, a companhia que consegue atingir estágios mais elevados de crescimento (estágio de maturação, conforme tópico 1.3 deste trabalho) não é obrigada a migrar para o mercado principal. Também não são identificadas medidas, no âmbito da *LSE*, que incentivem essas transferências, as quais devem ocorrer de modo natural e de acordo com as necessidades das companhias⁶⁶⁵.

Assim como a B3 possui segmentos de listagem (Básico, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), a *LSE* possibilita que a companhia opte por aquele segmento mais adequado às suas características. Desse modo, para além do *AIM*, que possui status de *MTF*, a companhia pode escolher aderir ao *High Growth Segment*, *Standard Main Market* ou *Premium Main Market*.

O *High Growth Segment* sujeita as companhias aos padrões mínimos de governança corporativa da UE e tem como público-alvo empresas de alto crescimento que aspiram ingressar no segmento *Premium*. Apesar de aquele segmento também ser destinado às pequenas e médias empresas, ele possui requisitos de listagem mais rigorosos. A companhia deve ser constituída em um dos estados do Espaço Econômico Europeu (EEE), ter geração de receita com crescimento histórico de receita de 20% (conforme critério do *CAGR*) em um período de três anos, *free-float* mínimo de 10% com um valor de pelo menos £30 milhões e contratar um *Key Advisor* (que deve ser um *Sponsor* aprovado pela *UKLA*).⁶⁶⁶

O *High Growth Segment* tem status de mercado regulamentado, mas não é parte da *UK Financial Conduct Authority's Official List* e, por isso, a *Listing Rules* não é aplicável. As companhias admitidas se sujeitam ao *London Stock Exchange's HGS Rulebook* e às *Disclosure and Transparency Rules*⁶⁶⁷.

⁶⁶⁵ “Most exchanges encourage graduation, particularly where the larger exchange subsidizes the SME market, because the SME exchange is then seen as a feeder of pipeline companies for the main board: The JSE’s AltX was created specifically to allow small companies to raise capital and act as an enabler for their growth, eventually resulting in their listing on the main board. AltX listing requirements state that when issuers reach the stage where they comply with the main board criteria, the JSE may transfer their listing to the main board. Since it started, AltX has seen 24 of the 106 companies that have listed graduate to the main board on a voluntary basis. [...] NSE India Emerge has a simple process for migration to the main board: All companies with equity capital greater than \$160 million have the option to migrate to the main board with a simple process including a special resolution by a majority of nonpromoter shareholders, and a compulsory migration is required when a companies’ equity capital surpasses \$400 million” (HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 17).

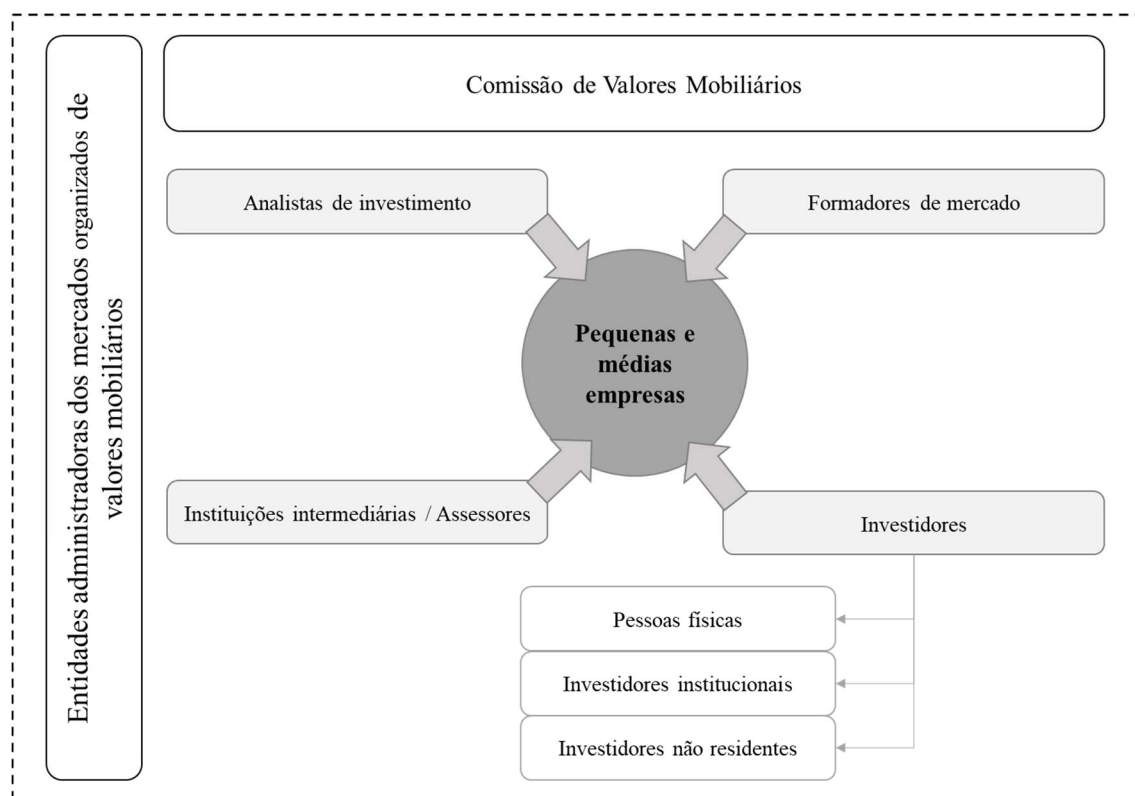
⁶⁶⁶ Cf. *LSE, High Growth Segment*.

⁶⁶⁷ Para uma comparação entre os segmentos, cf. *LSE, Compare markets for listing equity*.

CAPÍTULO V: Agentes fundamentais no desenvolvimento do mercado de acesso

O desenvolvimento do mercado de acesso brasileiro está atrelado à manutenção de um ecossistema dedicado a apoiar as pequenas e médias empresas (*Figura 4*). Nesse sentido, além de avaliar as características das companhias que compõem o mercado de acesso, é essencial estudar a atuação de diversos outros agentes, dentre os quais: a entidade administradora dos mercados organizados, os investidores, as instituições intermediárias, os formadores de mercado e os analistas de investimentos (sem prejuízo de outros igualmente importantes, que não serão abrangidos por essa seção, como os advogados, os auditores e as entidades autorreguladoras do mercado de capitais).

Figura 4: Ecossistema favorável ao desenvolvimento do mercado de acesso



Fonte: NASSR & WEHINGER, Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs, 2016, p. 72 (adaptada).

A ausência desse ecossistema, capaz de atender às necessidades específicas das sociedades de menor porte, pode ser um obstáculo ao próprio funcionamento do mercado, razão pela qual este tópico destina-se a estudar alguns aspectos para o fortalecimento de um ambiente em prol das pequenas e médias empresas.

5.1 Entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários

Para compreender as funções das entidades administradoras dos mercados organizados, é necessária uma breve introdução sobre os mercados regulamentados, gênero do qual o mercado organizado é espécie.

No Brasil, todas as negociações de valores mobiliários ocorrem em mercados regulamentados, o que significa que todas elas estão sujeitas à competência regulatória e ao poder punitivo e de supervisão da CVM⁶⁶⁸.

Nos termos da ICVM n.º. 461/2007, são considerados mercados regulamentados a bolsa e o mercado de balcão, que se subdivide em mercado de balcão organizado e mercado de balcão não-organizado⁶⁶⁹.

No mercado de balcão não-organizado, uma instituição integrante do sistema de distribuição pode intervir na negociação e as ordens de compra e de venda de valores mobiliários são efetivadas entre os agentes sem que sejam lançadas e divulgadas em um sistema mantido por uma entidade. Como as transações não ocorrem em um sistema, não há transparência quanto ao preço e ao volume transacionado. Tais operações têm caráter residual e somente podem ser realizadas diante das hipóteses do art. 59, da ICVM n.º. 461/2007, quais sejam: negociações privadas⁶⁷⁰, distribuições públicas, integralizações de cotas de fundos e de clubes de investimento, eventos societários que determinem ou permitam a substituição ou a permuta do valor mobiliário por outro, alienações em ofertas públicas de aquisição (OPA) e em outras hipóteses expressamente previstas em regulação promulgada pela CVM. Noda destaca que, com exceção das distribuições públicas de valores mobiliários, são inexpressivas as negociações no âmbito do mercado de balcão não-organizado⁶⁷¹⁻⁶⁷².

⁶⁶⁸ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 19.

⁶⁶⁹ Cf. Art. 2º, ICVM n.º. 461/2007.

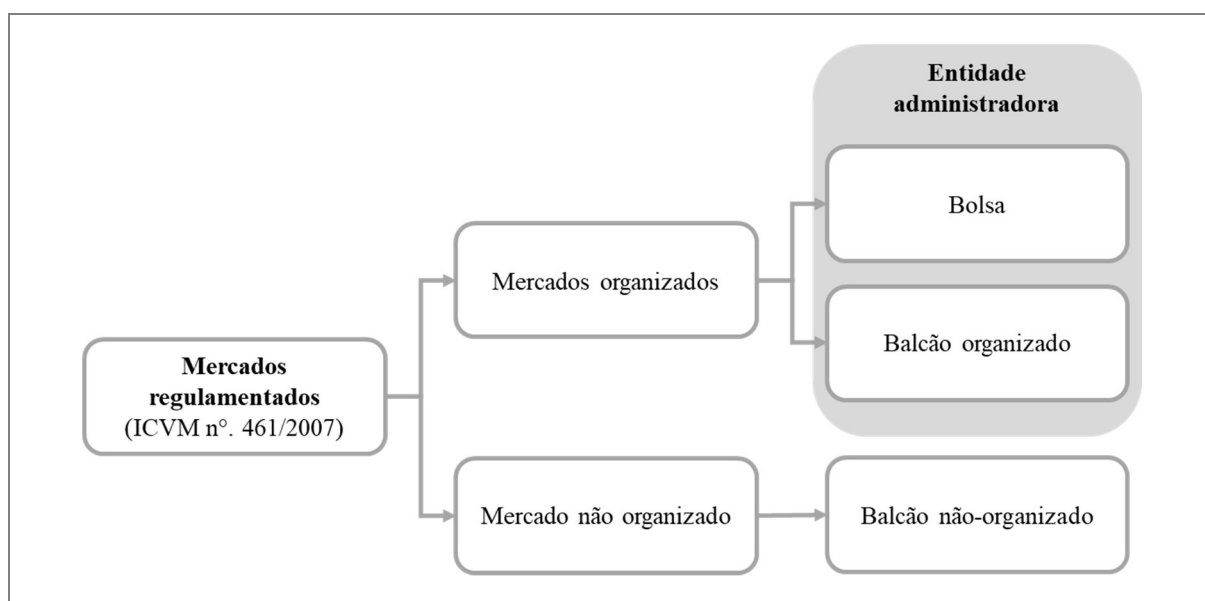
⁶⁷⁰ “[...] se um intermediário viabiliza a negociação entre seus clientes ou entre estes e consigo mesmo (usando sua carteira própria) sem enviar informações ao sistema de negociação, não se pode falar propriamente em uma negociação privada e há afronta ao dispositivo acima transcrito. Tais situações não se confundem com as ofertas diretas (intencionais ou não), caso em que as ofertas são efetivamente enviadas para o sistema de negociação” (COSTA, *High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*, 2018, p. 149).

⁶⁷¹ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 18.

⁶⁷² “[...] 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 marcado essencialmente pela ausência da intervenção organizativa e estruturadora de uma determinada entidade, de modo que acaba sendo qualificado e identificando [sic]

O mercado de bolsa e o mercado de balcão organizado, de modo distinto, são administrados por uma entidade autorizada pela CVM para, dentre outras funções, registrar e divulgar as negociações dos valores mobiliários nos termos da ICVM n.º. 461/2007, o que imprime maior segurança aos investidores, sobretudo em decorrência da transparência na formação de preços dos ativos ali negociados⁶⁷³. Em razão da presença obrigatória da entidade administradora, esses mercados são denominados de mercados organizados.

Figura 5: Mercados regulamentados de valores mobiliários



Uma mesma entidade pode administrar mais de um mercado organizado, desde que: (i) atenda aos requisitos exigidos para cada categoria; (ii) obtenha autorizações específicas da CVM; (iii) mantenha controles segregados dos riscos operacionais de cada mercado; e (iv) forneça um departamento de autorregulação adequado para a supervisão de cada um deles, adotando os mecanismos de segregação que se façam necessários para fiscalização⁶⁷⁴.

A despeito da possibilidade de múltiplas instituições requererem a autorização para atuarem como entidade administradora de mercados organizados, atualmente somente a Brasil, Bolsa, Balcão S.A – B3 exerce essa função⁶⁷⁵. Ela também concentra as atividades de

em razão das características das operações que nele ocorrem, por uma espécie de critério de exclusão” (PITTA, *Art. 21*, 2015, p. 446).

⁶⁷³ Cf. Art. 2º, §2º, ICVM n.º. 461/2007.

⁶⁷⁴ Cf. Art. 12, ICVM n.º. 461/2007.

⁶⁷⁵ NODA considera que o monopólio da B3 no mercado de capitais brasileiro decorre de fatores mercadológicos, e não da regulação (essa análise foi feita em contraposição aos mercados norte-americano e europeu os quais sofreram processo de fragmentação impulsionado por alterações na

compensação, liquidação e depósito de valores mobiliários, sendo, portanto, verticalmente integrada, realizando todas as atividades pré-negociação, negociação e pós-negociação de valores mobiliários e disponibilizando todos os serviços necessários para a atuação dos investidores, emissores e intermediários no âmbito do mercado de capitais brasileiro⁶⁷⁶.

No passado existiram outras nove bolsas em funcionamento no país⁶⁷⁷ e a Sociedade Operadora do Mercado de Ativos S.A (SOMA), criada em novembro de 1996, administrava um mercado de balcão organizado. As transações do SOMA ocorriam exclusivamente através de sistema eletrônico, não havendo um ambiente físico como aquele existente na época para o mercado de bolsa (pregão viva-voz). A SOMA foi adquirida pela então Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) em 2002. Outra instituição responsável pela administração de mercado de balcão organizado era a Cetip S.A, a qual foi incorporada, em 2017, pela BM&FBovespa⁶⁷⁸, dando origem à B3 e ao monopólio nos mercados organizados no Brasil⁶⁷⁹.

A importância dos mercados organizados para o desenvolvimento do mercado de capitais é bastante intuitiva. Ao subscrever valores mobiliários, os investidores tendem a analisar a possibilidade de aliená-los a terceiros caso queiram se desfazer do investimento realizado. Tal fato é especificamente relevante para as ações, porquanto essas não possuem prazo de vencimento, diferente de outros ativos, como, por exemplo, as debêntures e as notas comerciais. Sendo assim, é razoável, e até mesmo esperado, que exista um ambiente no qual esses investidores possam realizar as transações de maneira eficaz e segura, principalmente em relação à certeza da liquidação da operação⁶⁸⁰.

regulamentação) (NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 72).

⁶⁷⁶ Cf. B3, *Relações com investidores: mercados de atuação*, 2017. A B3 não é um caso isolado: “*Deutsche Börse AG is a listed company and is one of the world’s leading exchange organisations. Its products and services cover the entire value chain in the financial sector – its business areas range from the admission of securities to listing, through trading, clearing, settlement and custody of securities and other financial instruments as well as collateral management. Additionally, Deutsche Börse provides IT services, indices and market data worldwide. It also fosters innovation by offering various services for growth companies and investors*” (DEUTSCHE BÖRSE, *Financing via the stock exchange: Equity and debt capital for small and mid-caps*, 2017).

⁶⁷⁷ Além da Bovespa, havia a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ), a Bolsa de Valores de Minas Gerais, Espírito Santo e Brasília (BOVMESB), a Bolsa de Valores do Extremo Sul (BVES), a Bolsa de Valores do Paraná (BVPR), a Bolsa de Valores da Bahia, Sergipe e Alagoas (BOVESBA), a Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba (BVPP), a Bolsa de Valores Regional (Ceará e Rio Grande do Norte) (BVRG), e a Bolsa e Valores de Santos (BVST) (NODA, *Acesso eletrônico e tendências para a intermediação no mercado de valores mobiliários*, 2010, p. 24).

⁶⁷⁸ Resultado da combinação das atividades da BM&F com a Bovespa. Sobre o histórico da B3, cf. B3, *Relações com investidores: Perfil e Histórico*, 2018. Para uma análise sobre a formação da BM&FBovespa, cf. NABARRO, *O mercado de capitais no território brasileiro: ascensão da BM&FBovespa e centralidade financeira de São Paulo*, 2016.

⁶⁷⁹ Trata-se de um monopólio natural, já que a lei não impõe óbices à atuação de novos agentes econômicos.

⁶⁸⁰ Cf. PARENTE, *Tratado de Direito Empresarial VI: Mercado de Capitais*, 2016, p. 377.

O mercado de bolsa e o mercado de balcão organizado, enquanto sistemas de negociação centralizados e multilaterais, mitigam os problemas de liquidez e segurança existentes, por exemplo, nas operações privadas efetuadas diretamente entre compradores e vendedores⁶⁸¹⁻⁶⁸². Ademais, conforme a ICVM n.º. 461/2007, somente pessoas autorizadas podem operar nos mercados organizados, as quais se submetem à regulação do Banco Central do Brasil (Bacen) e da CVM⁶⁸³, fato que também traz maior segurança às transações realizadas nesses ambientes.

Embora a Lei n.º. 6.385/1976 trate as espécies de mercado organizado de forma distinta⁶⁸⁴, não há naquele diploma uma distinção conceitual entre o mercado de bolsa e o mercado de balcão organizado. A mesma postura foi adotada pela CVM quando da elaboração da ICVM n.º. 461/2007, que dispõe sobre o funcionamento dos mercados regulamentados⁶⁸⁵.

⁶⁸¹ CHOI & PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2015, p. 9. COSTA explica: “Se sou comprador, quero pagar o menor preço possível, logo busco a oferta de venda com o menor preço (*ask*). Se sou vendedor, quero obter a maior receita possível, logo busco a oferta de compra com o maior preço (*bid*). A solução para este problema é um sistema centralizado e multilateral, que possibilita o “encontro” e a “interação” entre ofertas de compra e ofertas de venda” COSTA, *High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*, 2018, p. 143).

⁶⁸² EIZIRIK destaca as características essencial dos mercados organizados que viabilizam o regular funcionamento das negociações em mercado secundário: “(a) Acesso limitado à negociação apenas aos membros habilitados, normalmente sociedades corretoras [...], procedimento que aumenta a credibilidade do sistema e permite aos intermediários maior tranquilidade quanto à solvência da contraparte na operação (outra instituição financeira habilitada); (b) Regras de negociação uniformes – horário e operações, unidades transacionadas, procedimento de liquidação das operações, dentre outras – reduzindo custos de transação; (c) Procedimentos de compensação, diminuindo os riscos de inadimplência; (d) Resolução de disputas, atuando as bolsas usualmente como árbitros nos conflitos surgidos entre seus membros; (e) Estabelecimento de uma modalidade de “seguro” contra os prejuízos causados pelos intermediários aos seus clientes [...]; (f) Exigências mínimas para admissão de emissoras e de valores mobiliários à negociação; (g) Fixação dos modelos de contratos negociados em operações a termo, a futuro e com opções; (h) Elaboração e fiscalização das normas sobre a conduta ética a ser mantida pelos intermediários nas operações, no exercício de seu poder de auto-regulação; (i) Estímulo permanente à adoção e à manutenção, pelas emissoras listadas, de níveis adequados de “governança corporativa”, contribuindo, assim, tanto para a sua eficiente gestão, como para a melhor tutela dos direitos dos investidores” (EIZIRIK et. al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 12).

⁶⁸³ Cf. ICVM n.º. 505/2011, que dialoga com a ICVM n.º. 539/2013, acerca da verificação de adequação do produto ao perfil do investido (*suitability*) e com a ICVM n.º. 301/1999, que dispõe sobre os mecanismos de prevenção à lavagem de dinheiro no âmbito do mercado de valores mobiliários.

⁶⁸⁴ Cf. Art. 21, Lei n.º. 6.385/1976

⁶⁸⁵ A CVM justificou tal opção no Edital de Audiência Pública SDM n.º. 06/2007: “Na minuta, a ausência da distinção conceitual deveu-se às fronteiras imprecisas entre bolsa e demais mercados, a que já se fez referência. Adicionalmente, também se levou em conta que o tratamento conceitual não parece ter produzido benefícios relevantes nas jurisdições que o adotaram, nem parece ter sido o caminho escolhido pelas jurisdições que mais recentemente trataram do tema. Tomando-se como exemplo a experiência norte-americana, verifica-se que, por décadas, a definição de bolsas tem sido mais um fator de insegurança do que de conforto para os mercados e, ainda hoje, a definição do que seja um ATS é feita de forma circular e por oposição ao conceito de bolsa. Também por razões de incentivo à maior concorrência, optou-se por não impedir a criação de estruturas de balcão organizado que tentassem emular o mecanismo de funcionamento das bolsas, mesmo porque, já existe, atualmente, um mercado de balcão organizado com essas características e a regulamentação proposta assegura que a autorização inicialmente concedida a tais mercados possa ser revista ao longo do tempo, caso se verifique a ocorrência de mera arbitragem regulatória. Finalmente, pareceu à CVM que, por mais controversa que seja a matéria, a clareza das escolhas regulatórias feitas na minuta era mais importante que o conceito em si, uma vez que possibilita aos mercados operar com segurança e prepararem-se adequadamente para o ambiente mais competitivo

Todavia, tal instrução elenca alguns critérios para diferenciação, quais sejam: (i) existência de sistema para o registro de operações realizadas previamente; (ii) regras adotadas em seus sistemas de negociação para a formação de preços; (iii) possibilidade de atuação direta no mercado sem a intervenção de intermediário; (iv) possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as negociações; (v) volume operado em seus sistemas; e (vi) público investidor visado pelo mercado⁶⁸⁶. Desse modo, um mercado é considerado de bolsa ou de balcão organizado conforme suas características. Por esse motivo, a partir de sua análise, a CVM pode determinar a reclassificação, enquadrando um mercado que se diz balcão organizado na categoria de bolsa⁶⁸⁷.

Conforme consta no relatório de Audiência Pública SDM n.º. 06/2007, tal reclassificação pode decorrer de possível arbitragem regulatória⁶⁸⁸ e da constituição de “mercados de balcão organizado cujo tamanho e potencial de impacto não sejam compatíveis com o tratamento regulatório flexível que lhes foi reservado”⁶⁸⁹.

Dentre as semelhanças, nota-se que tanto o mercado de bolsa quanto o mercado de balcão organizado funcionam como sistemas, nos quais todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas a aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar naqueles ambientes⁶⁹⁰. Nesse caso, a formação de preços ocorre por meio da interação de ofertas, sendo dada

que se anuncia” (CVM, *Edital de Audiência Pública n.º. 06/2007*, 2007). Para uma análise dos problemas causados pela abordagem conceitual, cf. DOMOWITZ & LEE, *The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems*, 1998.

⁶⁸⁶ Cf. Art. 5º, ICVM n.º. 461/2007.

⁶⁸⁷ Cf. Art. 6º, ICVM n.º. 461/2007.

⁶⁸⁸ Segundo YAZBEK, “A despeito das ressalvas existentes a uma disposição de tal natureza, ela parece se apoiar em um tipo de preocupação bastante comum na atualidade – o risco de ‘arbitragem regulatória’ pelos agentes de mercado, ou seja, de migração para mercados menos sujeitos a restrições regulatórias, o que tenderia a colocar em risco determinados agentes ou mesmo a reduzir os controles estatais sobre práticas que, teoricamente, deveriam estar sujeitas a um acompanhamento mais rigoroso. Neste sentido, por exemplo, se a CVM vier a constatar o crescimento significativo de volumes negociados em um sistema de mercado de balcão (que por definição é menos sujeito a controles, como a seguir se verá), ou se, naquele mercado, houver um número relevante de agentes em posição mais vulnerável (investidores pessoas físicas, por exemplo), ela poderá determinar a sua transformação em mercado de bolsa” (YAZBEK, *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2009, p. 134)

⁶⁸⁹ CVM, *Relatório da Audiência Pública SDM n.º. 06/2007 – Processo n.º RJ2003/11142*, 2007.

⁶⁹⁰ Cf. Arts. 65, inc. I, e 92, inc. I, ICVM n.º. 461/2007

precedência sempre àquela que representa o melhor preço, respeitada, salvo exceções, a ordem cronológica de entrada das ofertas⁶⁹¹ no sistema de negociação (*order-driven markets*)⁶⁹²⁻⁶⁹³.

No mercado de bolsa e no mercado de balcão organizado também são permitidas execuções de negócios que tenham como contraparte formador de mercado (*market maker*), o qual assume a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda⁶⁹⁴. Todavia, no mercado de bolsa, a atuação desse agente possui maior escrutínio, pois está sujeita às regras impostas pela própria entidade administradora do mercado (definidas nos termos da ICVM n.º 384/2003) e à fiscalização pelo Departamento de autorregulação. Ainda, exige-se a previsão dos limites máximos para a diferença entre os preços de compra e de venda ofertados pelo formador de mercado (*spread*) e da admissão da interferência de outras pessoas autorizadas a operar no intervalo entre as ofertas⁶⁹⁵.

Em regra, os sistemas de negociação de bolsa e de balcão organizado devem possuir características, procedimentos e regras de negociação previamente estabelecidos e divulgados, que permitam eficiência e transparência na formação de preço dos ativos transacionados⁶⁹⁶. Contudo, as informações sobre os negócios realizados no mercado de balcão organizado podem ser divulgadas de forma diferida, desde que a política de divulgação tenha sido previamente aprovada pela CVM⁶⁹⁷. De todo modo, tanto o sistema de bolsa quanto o de balcão organizado devem ter mecanismos para coibir fraudes, manipulações e assegurar tratamento equitativo entre os participantes⁶⁹⁸.

O mercado de balcão organizado pode ser operado, ainda, por meio do registro de operações previamente realizadas⁶⁹⁹. Tais negociações podem ocorrer sem a participação direta de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, desde que a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado, ou, alternativamente, seja realizada diretamente entre as partes

⁶⁹¹ “[...] a comunicação entre o cliente e seu intermediário é uma ‘ordem’ e esta, quando enviada aos sistemas de negociação, se transformam em uma ‘oferta’. [...] No modelo de *home broker* ou, de um modo geral, de acesso direto ao mercado, a diferença entre ordem e oferta perde um pouco o sentido” (COSTA, *High frequency trading (HFT) em câmara lenta: compreender para regular*, 2018, p. 172).

⁶⁹² Cf. Arts. 73, parágrafo único, e 95, ICVM n.º 461/2007.

⁶⁹³ Sobre a distinção entre *order-driven market*, *quote-driven market* e *hybrid market*, cf. ANDERSEN, *EU Trading Venues: competition, the financial crisis and MiFID II*, 2018, p. 217-223; MAHONEY & RAUTERRBERG, *The regulation of trading markets: a survey and evaluation*, 2017, p. 4.

⁶⁹⁴ Cf. Art. 65, inc. II, e 92, inc. II, ICVM n.º 461/2007.

⁶⁹⁵ Cf. Art. 65, inc. II, alíneas b e c, ICVM n.º 461/2007.

⁶⁹⁶ Cf. Arts. 73, 76 e 94, ICVM n.º 461/2007.

⁶⁹⁷ Cf. Art. 105, ICVM n.º 461/2007.

⁶⁹⁸ Cf. Arts. 74 e 97, ICVM n.º 461/2007.

⁶⁹⁹ Cf. Art. 92, inc. III, ICVM n.º 461/2007.

da operação⁷⁰⁰⁻⁷⁰¹. Ademais, as regras e procedimentos do sistema de registro devem permitir à entidade administradora identificar e coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários⁷⁰². Os registros devem ser feitos, ainda, por meio de sistemas ou com a adoção de procedimentos que viabilizem adequada informação sobre os preços das transações realizadas, sendo permitida a recusa de registro de negócios discrepantes⁷⁰³.

Além das distinções na forma de funcionamento do mercado nos ambientes de bolsa e de balcão organizado, a ICVM n.º. 461/2007 também prevê diferenças em relação à estrutura, à organização e ao funcionamento das entidades que administram esses mercados.

A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter sistemas de controle de risco apropriados ao monitoramento dos riscos inerentes às suas atividades, bem como ao cumprimento das disposições regulatórias⁷⁰⁴. Deve ainda manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos com a finalidade exclusiva de proteger os investidores contra danos⁷⁰⁵ decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar ou de seus administradores, empregados ou prepostos. É possível que a entidade contrate terceiro para exercer essa função⁷⁰⁶.

Adicionalmente, a CVM impõe uma série de exigências em relação a estrutura interna das entidades que administram mercados organizados⁷⁰⁷, havendo, porém, alguns descontos para aquelas que administram somente mercado de balcão⁷⁰⁸, dado que algumas exigências regulatórias aplicáveis ao mercado de bolsa não se mostram compatíveis com a estrutura ou a natureza do mercado daquele mercado.

A *Tabela 3* sintetiza algumas das distinções abordadas em relação aos sistemas de negociação de valores mobiliários e às entidades autorizadas a administrá-los:

⁷⁰⁰ Cf. Art. 93, ICVM n.º. 461/2007.

⁷⁰¹ A Audiência Pública SDM n.º. 09/2019 (Minuta A) propõe uma quarta forma de operação no mercado de balcão organizado, a qual é caracterizada pela centralização e pela bilateralidade do sistema, permitindo o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda entre as contrapartes (art. 96, III, da Minuta). Segundo a CVM, “A modalidade já existe na prática e sempre foi enquadrada como forma de operação do mercado de balcão por analogia” (CVM, *Audiência Pública SDM n.º. 09/2019*, 2019).

⁷⁰² Cf. Art. 98, ICVM n.º. 461/2007.

⁷⁰³ Cf. Art. 99, ICVM n.º. 461/2007.

⁷⁰⁴ Cf. Art. 75, ICVM n.º. 461/2007.

⁷⁰⁵ Cf. Art. 80, ICVM n.º. 461/2007.

⁷⁰⁶ Cf. Art. 77, ICVM n.º. 461/2007.

⁷⁰⁷ Cf. Art. 19 e seguintes, ICVM n.º. 461/2007.

⁷⁰⁸ Cf. Arts. 101 e 106, ICVM n.º. 461/2007.

Tabela 3: Comparativo entre mercado de bolsa e de balcão organizado

	Mercado de bolsa	Mercado de balcão organizado
Regras de formação de preços	Formação pública de preços.	É possível o registro de operações previamente realizadas.
Divulgação das transações	Divulgação contínua e imediata das transações (admite-se, no máximo, 15 minutos de atraso).	A divulgação pode ser diferida e não contínua.
Presença de intermediário	Ordens lançadas com a participação de intermediário.	Possibilidade de acesso direto, sem participação de intermediário.
A entidade administradora deve possuir um mecanismo de ressarcimento de prejuízos?	Sim	Não
A entidade administradora deve ter um sistema de controle de risco?	Sim	Não
A entidade administradora deve constituir um Comitê de Auditoria?	Sim	Não
Há proporção de membros independentes no Conselho de Administração?	Sim, maioria dos membros	Sim, 25% dos membros
Considerações sobre as participações no patrimônio ou capital social da entidade administradora	<p>Necessidade de prévia autorização da CVM para aquisição, direta ou indireta, igual ou superior a 15% do patrimônio ou capital social com direito a voto de entidade administradora de mercado organizado.</p> <p>A pessoa (ou grupo de pessoas) autorizada a operar em mercado não podem deter mais de 10% do patrimônio ou capital social com direito a voto da entidade que o administre.</p>	Não há restrições acerca da participação no patrimônio ou no capital social.

As diferenças relatadas, tanto no que tange à estrutura dos mercados organizados quanto às exigências atribuídas às entidades que os administram, poderiam, em tese, estimular a competição entre os mercados organizados. Contudo, na atual dinâmica do mercado, caracterizada pelo monopólio da B3, tais distinções não são percebidas.

5.1.1 Concorrência entre os mercados organizados

Quando da elaboração da ICVM n.º. 461/2007, a CVM discutiu a possibilidade de permitir a dupla listagem e a internalização sistemática de ordens. A Autarquia concluiu pela necessidade de proibir ambas, o que, na visão de Noda, mitigou a concorrência no mercado de capitais brasileiro⁷⁰⁹.

A dupla listagem é vedada pelos arts. 57, §3º, e 59, da ICVM n.º. 461/2007, de modo que um valor mobiliário negociado na bolsa não pode ser transacionado no mercado de balcão, e vice-versa. É permitido, porém, a negociação de um mesmo valor mobiliário em diferentes mercados de bolsa ou em mercados de balcão distintos (o que não ocorre na prática em razão do monopólio da B3).

Na Audiência Pública SDM n.º. 06/2007, alguns participantes manifestaram-se pela exclusão do dispositivo para permitir a negociação simultânea em bolsa e em mercado de balcão organizado, todavia a sugestão não foi acatada pela CVM. Noda esclarece que “a opção da Autarquia foi pela máxima transparência para o mercado de ações, uma vez que no mercado de bolsa os requisitos de transparência pré e pós-negociação são muito maiores do que os mercados de balcão organizado”⁷¹⁰.

No relatório da Audiência Pública SDM n.º. 06/2007, a CVM considerou que “a adoção de estímulos à concorrência deveria ser realizada gradualmente para não colocar em risco a preservação dos mercados organizados existentes”⁷¹¹ (recorda-se que no ano em que foi publicada a ICVM n.º. 461/2007 não havia o monopólio do mercado na B3; existiam a Bovespa, a Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F – e a Câmara de Custódia e Liquidação – CETIP). Ademais, a Autarquia destacou que tinha intenção de futuramente retomar à discussão e trazer proposta no sentido de permitir a dupla listagem⁷¹², o que foi parcialmente proposto na Audiência Pública SDM n.º. 09/2019, que ainda está em andamento⁷¹³.

Como mencionado, a ICVM n.º. 461/2007 também vedou a negociação, fora do mercado organizado, de valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de bolsa ou de balcão⁷¹⁴, proibindo, pois, a chamada “internalização sistemática de ordens”. Deste modo, um intermediário não poderia desenvolver um sistema próprio para, utilizando-se de sua própria

⁷⁰⁹ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2010, p. 24.

⁷¹⁰ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2010, p. 25.

⁷¹¹ CVM, *Relatório de Audiência Pública SDM n.º. 06/2007 – Processo n.º RJ2003/11142*, 2007.

⁷¹² CVM, *Relatório de Audiência Pública SDM n.º. 06/2007 – Processo n.º RJ2003/11142*, 2007.

⁷¹³ Cf. Tópico 5.1.2.1 deste trabalho.

⁷¹⁴ Cf. Art. 59, ICVM n.º.461/2007.

carteira, executar internamente as ordens de compra e de venda de ativos de seus clientes, prática que é comum nos mercados norte-americano e europeu⁷¹⁵.

Conforme se verifica no relatório de audiência pública da minuta que deu origem à ICVM n.º. 461/2007, houve a concordância dessa opção regulatória por quase a totalidade dos agentes de mercado que encaminharam manifestações. Foi alegado que a internalização sistemática de ordens reduziria a transparência no processo de formação de preços e criaria condições competitivas assimétricas. Ademais, foi apontado que haveria necessidade de elevado investimento em tecnologia para a integração e supervisão eficiente daqueles sistemas e que o estágio de desenvolvimento do mercado brasileiro não era adequado para essas formas de negociação (havia poucos intermediários de escala suficiente para oferecer esse serviço e os que existiam estariam submetidos à grande concorrência dos mercados estrangeiros)⁷¹⁶. Por fim, foi mencionado que nos mercados em que a internalização sistemática de ordens é permitida e praticada ainda não havia clareza em relação aos benefícios alcançados⁷¹⁷⁻⁷¹⁸.

Em sua manifestação, a CVM reiterou que não havia mecanismos que centralizassem e consolidassem as informações relativas às ofertas e aos negócios efetuados nos diferentes mercados, sendo que a transparência das transações era importante para preservar a integridade do processo de formação do preço e para dar ao investidor meios de verificar e fiscalizar suas ordens⁷¹⁹. Outrossim, a Autarquia considerou que a ausência de normas explícitas e detalhadas sobre a responsabilidade dos intermediários quanto à melhor execução (*best execution*) fazia com que a internalização de ordens prejudicasse os investidores⁷²⁰.

Com base nessas conclusões, a CVM optou por vedar a internalização sistemática de ordens naquela oportunidade.

Em agosto de 2019, após debater novamente a temática (principalmente em decorrência das práticas de negociação realizadas pela corretora XP Investimentos⁷²¹⁻⁷²²), a CVM aprovou

⁷¹⁵ PITTA, *Art. 21*, 2015, p. 461.

⁷¹⁶ Cf. CVM, *Relatório da Audiência Pública SDM n.º. 06/2007 – Processo n.º RJ2003/11142*, 2007.

⁷¹⁷ Cf. CVM, *Relatório da Audiência Pública SDM n.º. 06/2007 – Processo n.º RJ2003/11142*, 2007.

⁷¹⁸ Sobre os impactos negativos da internalização, cf. FERRARINI & RECINE, *The MiFid and Internalisation*, 2006.

⁷¹⁹ CVM, *Relatório da Audiência Pública SDM n.º. 06/2007 – Processo n.º RJ2003/11142*, 2007.

⁷²⁰ Cf. CVM, *Relatório da Audiência Pública SDM n.º. 06/2007 – Processo n.º RJ2003/11142*, 2007.

⁷²¹ Em 2019, a BSM Supervisão de Mercados, órgão autorregulador do mercado de capitais vinculado à B3, aplicou uma multa à XP Investimentos em decorrência da acusação de operar com algoritmos que favoreciam a instituição em detrimento dos próprios clientes (conduta vedada pela ICVM n.º. 505/2011). Na época em que essas operações foram realizadas, a CVM e a B3 ainda não tinham regulamentado as ofertas RLP, razão pela qual foram verificadas divergências de entendimento sobre a questão (a decisão do Pleno do Conselho de Supervisão, por 5 votos contra 3, manteve a condenação proferida pela Turma, decisão que havia sido proferida com 2 votos contra 1) (Cf. BSM, Processo Administrativo n.º. 12/2016).

⁷²² Cf. CVM, *Ata da Decisão do Colegiado de 21/05/2019 (PROC. SEI 19957.002097/2016-90)*, 2019.

um novo tipo de oferta no sistema de negociação da B3, a chamada *Retail Liquidity Provider* (oferta *RLP*), que possibilita que os intermediários possam, através de sua própria carteira, atuar diretamente como contraparte nas operações de seus investidores de varejo. Essa modalidade de oferta não se confunde com a ordem direta intencional, que já era praticada no mercado⁷²³. Nos negócios diretos, a corretora representa, simultaneamente, o comitente comprador e o comitente vendedor de um mesmo ativo e, portanto, não atua como contraparte da operação (em outras palavras, o intermediário não executa a ordem de seus clientes com a própria carteira, mas sim atua como intermediário da operação de compra e venda entre dois de seus clientes).

As novas regras referentes às ofertas *RLP*, constantes no Regulamento de Negociação e no Manual de Procedimentos Operacionais da B3, vigorarão por um período experimental de doze meses, no qual a CVM e a B3 avaliarão seus efeitos no mercado. Como forma de mitigar potenciais prejuízos aos investidores, as ofertas *RLP* somente são aplicadas aos minicontratos de dólar americano e aos minicontratos futuros de Índice Bovespa (Ibovespa) e devem estar limitadas a 15% do volume negociado dos instrumentos⁷²⁴. Ademais, embora as ordens não sejam exibidas previamente, após execução devem ser direcionadas ao livro central de ofertas, de modo a garantir a transparência pós-negociação. Além disso, os preços devem ser sempre favoráveis aos investidores, o que significa que a execução da oferta “deve ocorrer, no mínimo, em condições iguais ou melhores do que as indicadas pelo investidor”⁷²⁵. A análise de impactos regulatórios (AIR) da internalização de ordens faz parte da Agenda Regulatória de 2020 da CVM, sendo aguardadas definições mais concretas em torno do tema, inclusive em relação a possível extensão das ofertas *RLP* para as negociações de ações⁷²⁶⁻⁷²⁷⁻⁷²⁸.

⁷²³ Cf. CVM, *Manual de Procedimentos Operacionais*, 2019; *Cartilha Negócios Diretos Intencionais e Ofertas RLP*, 2019.

⁷²⁴ Cf. B3, CVM, *Cartilha Negócios Diretos Intencionais e Ofertas RLP*, 2019; B3, *Alteração da Regra para Registro de Ofertas Diretas em Ambiente de Bolsa*, 2019.

⁷²⁵ NODA, *RLP: vídeo esclarece nova modalidade de oferta*, 2019.

⁷²⁶ CVM, *Regime informacional e ofertas públicas estão na Agenda Regulatória CVM 2020*, 2020.

⁷²⁷ PITTA questiona as vantagens decorrentes da internalização de ordens: “[...] ainda que se aceite os eventuais benefícios decorrentes advindos da internalização sistemática de ordens, não se pode negar que sua permissão pode criar condições competitivas assimétricas no âmbito do mercado de valores mobiliários, uma vez que os intermediários que optarem por desenvolver sistemas de internalização de ordens naturalmente se beneficiariam dos sistemas de formação de preços inerentes aos mercados organizados, sem precisar incorrer nos vultuosos custos que a manutenção destes sistemas exigem (que, nesses casos, serão suportados apenas pelas entidades administradoras de mercados organizados)” (PITTA, *Art. 21*, 2015, p. 462).

⁷²⁸ O XP Inc. defendeu a realização das ofertas RLP na Audiência Pública SDM n°. 09/2019: “No Brasil, o RLP é uma derivação da prática conhecida como *client facilitation*. Por meio desse sistema, o intermediário é capaz de fechar negócios entre seus clientes antes de liquidá-los na bolsa de valores. [...] A principal diferença entre o *facilitation* e a internalização de ordens é que no primeiro a liquidação das operações é realizada, necessariamente, na bolsa de valores, enquanto no segundo a liquidação ocorre no âmbito de sistema interno do próprio intermediário. As ofertas RLP mostraram-se positivas ao mercado, incrementando a liquidez dos ativos e aprimorando o processo de formação de preços. Os benefícios

Ambas as posturas regulatórias (proibição de dupla listagem e, inicialmente, de internalização sistemática de ordens) estão na contramão das opções adotadas por reguladores de outros mercados, especialmente europeu e norte-americano, os quais, desde meados dos anos 2000, formularam normas visando a proteção de investidores que atuam em plataformas alternativas de investimento em valores mobiliários. Os riscos verificados pelos participantes do mercado e pelo regulador brasileiro não foram totalmente descartados pelos demais reguladores, porém, o que se percebe é um enfrentamento da questão através da elaboração de normas voltadas ao *disclosure* das operações e à atuação dos operadores do mercado. Nesse sentido, foram notáveis, as discussões para aprimoramento da *MiFID* e promulgação da *MiFID II* no contexto do mercado europeu; e a criação do sistema de consolidação de negociação (*Consolidated Trade Data*) e da regra de proteção de oferta (*Order Protection Rule*) no mercado estadunidense⁷²⁹⁻⁷³⁰.

Não obstante esses mecanismos não terem sido implementados quando da divulgação da ICVM n.º. 461/2007, é possível abstrair do edital e do relatório de Audiência Pública SDM n.º. 06/2007, que a CVM tinha preocupação com a criação de um ambiente favorável à concorrência entre os mercados organizados (mercado de bolsa e mercado de balcão organizado), tanto que elencou uma gradação regulatória entre eles. Contudo, na prática, a concorrência não ocorreu, especialmente em relação ao mercado de ações, uma vez que a maior parcela dos emissores está listada na bolsa, conforme demonstra o *Gráfico 3* a seguir. O mercado de balcão organizado é utilizado basicamente para as negociações de outras modalidades de valores mobiliários.

advindos da prática do RLP servem como sinalização bastante positiva no sentido de que a proibição à internalização já não mais se justifica e que ela também poderá gerar benefícios igualmente significativos.” (XP Inc., *Manifestação à Audiência Pública SDM n.º. 09/2019*, 2020).

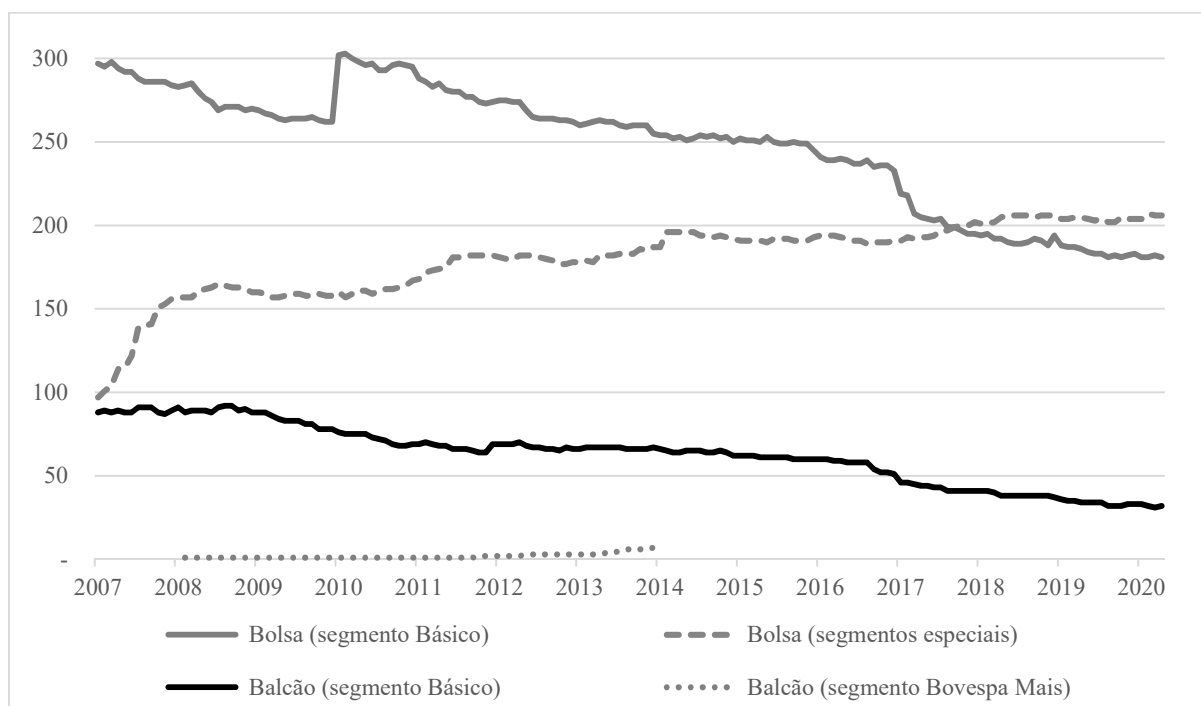
729

COSTA, *High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*, 2018, p. 152.

730

COSTA realiza os seguintes questionamentos: “[...] se um mesmo ativo é negociado em múltiplos mercados de bolsa e de balcão organizado, para garantir a execução da oferta de um investidor nas melhores condições é imprescindível consolidar todos os livros de oferta, para que se compute a melhor oferta de compra (*bid*) e a melhor oferta de venda (*ask*). Em outros termos, para que não seja sacrificado o valor da equidade e se mantenha uma adequada transparência na pré-negociação, é necessário implementar um sistema nacional semelhante ao caso dos Estados Unidos. Resta a dúvida sobre quem deveria arcar com os custos do desenvolvimento e da manutenção de um sistema desta complexidade. A B3 deveria ser obrigada a criar tal sistema e, posteriormente, novos entrantes amortizariam os custos pagando uma espécie de licença? Ou tal sistema deveria ficar a cargo de uma associação de instituições financeiras como a Anbima ou uma associação de corretoras e distribuidoras como a Ancord? Talvez a CVM devesse implementar a solução com recursos obtidos via orçamento público? Seria esta uma boa decisão em termos de políticas públicas, isto é, um investimento em um mercado estigmatizado por certo elitismo em detrimento de, por exemplo, financiamento de direitos fundamentais? Ou poder-se-ia afirmar, ao melhor estilo dos fariseus, que recursos públicos que poderiam ser utilizados para camadas menos favorecidas da população estão sendo desperdiçados para que ricos possam ‘jogar na bolsa’ pagando menos” (COSTA, *High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*, 2018, p. 194).

Gráfico 3: Companhias listadas no mercado de bolsa e de balcão organizado



Fonte: B3 (Relações com investidores), Banco de Dados, 2020.

O Bovespa Mais foi criado em 2005 como segmento especial de negociação no mercado de balcão organizado administrado pela então Bovespa, sendo que somente em 2008 ocorreu a listagem da primeira companhia, a Nutriplant Indústria e Comércio S.A.

A decisão de criar o segmento no âmbito do mercado de balcão organizado foi motivada pelo fato de na época se aventar a reforma da ICVM n.º. 202/1993, que disciplinava o registro de companhia aberta na CVM. Acreditava-se que as reformas futuras fariam distinções no grau de exigências regulatórias atribuídas às companhias com valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de bolsa e aquelas com ativos admitidos no mercado de balcão organizado, fato que não foi concretizado com a promulgação da ICVM n.º. 480/2009. Assim, no início de 2014, o segmento migrou para o mercado de bolsa (por essa razão, a linha “Balcão (Bovespa Mais)”, no Gráfico 3, apenas abrange o período entre 2008 e 2014).

A migração do Bovespa Mais para o mercado de bolsa também foi considerada necessária, à época, para atender alguns investidores institucionais, especialmente os fundos de investimentos, os quais alegavam que não podiam acessar as companhias listadas naquele

mercado, em razão da política de investimento de seus prospectos que somente permitia aquisição de valores mobiliários emitidos por companhias listadas na bolsa⁷³¹.

Apesar do racional por trás da migração, entende-se que ela não foi relevante, visto que nenhuma companhia realizou oferta pública posteriormente a mudança e não houve aumento expressivo no número de companhias listadas.

Feitas essas observações, é possível tecer comentários em relação a algumas barreiras para o desenvolvimento do mercado de acesso no Brasil no contexto da ICVM n.º. 461/2007 e das normas aplicáveis aos mercados regulamentados.

5.1.2 O regime dos mercados regulamentados e o desenvolvimento do mercado de acesso no Brasil

Como visto até aqui, todas as negociações de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiros ocorrem nos mercados regulamentados, sendo vedadas a dupla listagem e a internalização sistemática de ordens (permitida, temporariamente, para alguns minicontratos futuros). Dessa forma, não existem, no Brasil, ambientes de negociação de ações como os *Alternative Trading System (ATS)*.

Na Europa e nos EUA, onde estratégias regulatórias diferentes foram adotadas⁷³², é bastante comum a transação de valores mobiliários em outras plataformas de negociação (inclusive em *dark pools*, que são opacos em relação ao preço e ao volume transacionado⁷³³). Dada essa distinção, pergunta-se: alterações devem ser realizadas no âmbito da regulação do

⁷³¹ ENRIQUES externalizou preocupação semelhante no contexto do *SME Growth Market*: “[...] is the choice of only allowing MTFs to be authorized as SME Growth Markets justified? In other words, why should regulated markets (exchanges) not be able to use that label as well? The main problem with this restriction is that demand for SME Growth Markets' securities may find a limit in regulators' choices as to whether and to what extent institutional investors are allowed to invest in securities not traded on regulated markets. It is in fact standard for regulators of mutual funds, pension schemes and insurance companies to broadly allow them to invest in financial instruments listed on regulated markets. But restrictions are often imposed for investments in non-listed shares, a category that each jurisdiction's regulators may identify as including financial instruments traded on non-regulated markets such as MTFs” (ENRIQUES, *What should qualify as a 'SME Growth Market'?*, 2018).

⁷³² O mercado de capitais norte-americano e europeu é fragmentado em quatro categorias: *exchanges*; *(ATS/MTF)*; *SI* e *OTC* (Cf. OECD, *Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation*, 2016; MiFID II).

⁷³³ “The difference between dark and lit trading lies in the transparency of trade information. The information can be transparent either pre-trade, which gives investors access to information about buying and selling interest before trading, or post-trade, which means that trade information is disseminated to the public after the execution of the trade. In both the United States and Europe, post-trade disclosure is required for all trades, including trades that are executed on off-exchange platforms and internal trading systems of firms. Therefore, the distinctive character of dark trading is that there is no pre-trade transparency with respect to buyer and seller interests” (OECD, *Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation*, 2016, p. 124).

mercado de capitais brasileiro para contemplar a criação de novos ambientes de negociação, principalmente diante: (i) da prevalência da bolsa enquanto único mercado relevante para as negociações de ações; e (ii) da baixa adesão ao Bovespa Mais e ao Bovespa Mais Nível 2?

Para responder tal pergunta, deve-se ter em mente que a principal distinção existente entre os mercados organizados está, conforme abordado no tópico anterior, nos descontos regulatórios concedidos ao mercado de balcão organizado (tanto no que tange à estrutura do mercado, quanto às exigências atribuídas à entidade que o administra). Conforme alegado pela CVM, tal tratamento flexível se justifica por razões de incentivo à concorrência e pelo fato de que, tradicionalmente, as negociações no mercado de balcão organizado são realizadas por participantes com nível mais elevado de informação e de *expertise* financeira, demandando, pois, menor intervenção regulatória, comparativamente ao mercado de bolsa⁷³⁴.

A despeito das distinções na norma e a intenção do regulador, o mercado de capitais brasileiro é, como dito, marcado pelo monopólio da B3. Diferentemente, os mercados europeu e norte-americano⁷³⁵ são fragmentados e as ações emitidas por uma companhia podem ser negociadas simultaneamente em diferentes centros de liquidez⁷³⁶.

Hedge, Lim & Varshney, ao estudarem a concorrência entre a *NASDAQ* e a *NYSE* concluíram que, após o programa de dupla listagem implementado em 2008, o volume de transações e o número de negociações aumentaram significativamente e os *spreads* diminuíram em ambos os mercados⁷³⁷.

Kumpan, em uma abordagem mais ampla, verificou os efeitos da fragmentação nos mercados europeu e norte-americano com o aumento das transações nos *ATS*. O autor explica que o principal argumento contra a fragmentação do mercado de valores mobiliários é a possível perda de eficiência em razão do chamado “efeito de rede” (*network effect*): como o mercado de capitais funciona de forma interligada, quanto maior o número de investidores utilizando um determinado sistema, maior a probabilidade de outros investidores também o utilizarem e maiores as chances de as ordens de compra e de venda serem executadas; Noda explica esse efeito comparando-o a utilização dos telefones: “racionalmente, um indivíduo somente

⁷³⁴ CVM, *Relatório da Audiência Pública SDM n.º 06/2007 – Processo n.º RJ2003/11142*, 2007.

⁷³⁵ Para as categorias do mercado norte-americano, cf. NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 43; para as categorias do mercado europeu, cf. NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 51; para uma comparação entre os mercados europeus e norte-americano, cf. NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 62.

⁷³⁶ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 34.

⁷³⁷ Cf. HEDGE, VARSHNEY & LIN, *Competitive Stock Markets: Evidence from Nasdaq Dual Listing*, 2008.

adquiriria um telefone se outras pessoas também tivessem telefones com os quais ele pudesse se comunicar”⁷³⁸. Estudiosos que defendem a consolidação do mercado (isto é, o monopólio) alegam que quando os investidores estão dispersados em diferentes ambientes de negociação, o efeito de rede é mitigado e a liquidez dos ativos é impactada, assim como a eficiência do mercado⁷³⁹.

Todavia, na visão de Kumpan, essa compreensão desconsidera o fato de que as bolsas e as plataformas alternativas não concorrem apenas em relação aos instrumentos financeiros negociados, mas também em relação aos serviços de transações que oferecem. Dessa forma, os argumentos a favor do mercado concentrado pressupõem principalmente serviços de transações padronizados e concentram-se apenas nos preços e custos diretos dos instrumentos financeiros, ao passo que tais serviços podem variar consideravelmente, por exemplo, no que diz respeito à profundidade do mercado, ao imediatismo das operações, ao anonimato do investidor etc., sendo que tais distinções entre as plataformas podem atender a diferentes demandas, a diferentes investidores⁷⁴⁰. Sob essa perspectiva, o autor defende que a existência de sistemas distintos em relação às características dos serviços prestados pode aumentar a liquidez do mercado como um todo ao oferecer aos investidores mais oportunidades de encontrar uma plataforma de negociação que atenda às suas necessidades⁷⁴¹.

Kumpan também contesta o argumento de que a fragmentação do mercado reduziria a transparência das negociações. Para o autor, mais transparência nem sempre é benéfica e, a partir de um certo ponto, ela pode até mesmo ter efeitos negativos na eficiência do mercado. Dessa forma, aponta que quanto mais transparente é o mercado, menores serão os incentivos para os investidores procurarem novas informações que possam lhes proporcionar uma vantagem informativa em relação aos demais. Assim, um nível elevado de transparência obrigatória acarretaria um nível reduzido de transparência em geral, pois não haveria incentivos para buscar informações que transcendam aquelas já disponibilizadas⁷⁴².

Além disso, Kumpan alega que a transparência pode ter uma influência negativa na liquidez de um mercado, uma vez que, especialmente grandes investidores que realizam transações de elevado volume financeiro (como é o caso dos investidores institucionais) preferem um ambiente de negociação mais opaco, pois somente lá eles podem garantir que suas operações não sejam expostas a impactos no mercado (dado que o volume transacionado pode

⁷³⁸ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 37.

⁷³⁹ KUMPAN, *Carrot and Stick – The EU's Response to New Securities Trading Systems*, 2006, p. 391.

⁷⁴⁰ KUMPAN, *Carrot and Stick – The EU's Response to New Securities Trading Systems*, 2006, p. 392.

⁷⁴¹ KUMPAN, *Carrot and Stick – The EU's Response to New Securities Trading Systems*, 2006, p. 393.

⁷⁴² KUMPAN, *Carrot and Stick – The EU's Response to New Securities Trading Systems*, 2006, p. 394.

pressionar o preço dos ativos), de modo que tendem a procurar locais de negociação menos transparentes, como os chamados *dark pools*⁷⁴³.

Em linhas gerais, o autor posiciona-se favoravelmente à fragmentação do mercado de valores mobiliários, embora externalize algumas preocupações com a forma com o regulador europeu regulou as plataformas alternativas, especialmente em relação ao grau de exigências regulatórias conferidas aos *MTF*.

O tema fragmentação do mercado de valores mobiliários também foi objeto de estudo realizado por Noda. Em sua tese de Doutorado defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, ela verificou se a fragmentação do mercado deveria ser incentivada no Brasil e se alterações na ICVM n.º. 461/2007 deveriam ser promovidas em prol da concorrência do mercado secundário de ações.

Em sua análise, destacou que mercados concentrados se beneficiam de uma economia de escala e tendem a apresentar maior profundidade⁷⁴⁴, grau de certeza de execução das ordens e transparência na formação de preços. Em contrapartida, esses mercados podem “exacerbar comportamentos monopolistas, com aumento dos custos de negociação e menos estímulos à inovação”⁷⁴⁵. Lado outro, a autora ressaltou que mercados fragmentados comumente estimulam inovações e a melhora na qualidade do serviço prestado, atendem demandas de investidores com perfis distintos (visto que as plataformas podem oferecer serviços não homogêneos) e promovem redução de custos de transação. Todavia, apresentam como desvantagens os possíveis riscos de arbitragem regulatória, a dispersão da liquidez, a redução da transparência e da certeza em relação a execução de ordens, fatos que podem afetar a formação de preço e a eficiência do mercado. Outrossim, a fragmentação pode aumentar a complexidade das atividades necessárias para o acompanhamento e a supervisão do mercado de capitais⁷⁴⁶.

Noda defendeu que alguns limites regulatórios impostos pela ICVM n.º. 461/2007, no que tange à concorrência, foram justificados, pois a “total liberdade de concorrência no mercado de valores mobiliários poderia gerar a chamada ‘*race to the bottom*’ (nivelamento por baixo) que implicaria a desestabilização do mercado com custos a serem suportados por todos os participantes”⁷⁴⁷. Além disso, considerou que as barreiras de entrada impostas pela regulação

⁷⁴³ KUMPAN, *Carrot and Stick – The EU's Response to New Securities Trading Systems*, 2006, p. 395.

⁷⁴⁴ “Profundidade é a capacidade de um valor mobiliário de absorver ofertas de compra e venda sem que se[u] preço se desloque drasticamente para cima ou para baixo” (NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 37).

⁷⁴⁵ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 34.

⁷⁴⁶ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 36-38.

⁷⁴⁷ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 72.

(como, por exemplo, o processo para análise e autorização de funcionamento de novo participante, que pode levar quase dozes meses para ser concluído⁷⁴⁸) foram estabelecidas visando ao adequado funcionamento do mercado e, portanto, em sua visão, as opções regulatórias foram adotadas, à época, mediante uma análise consciente do regulador em relação a valores distintos (concorrência *versus* funcionamento eficiente do mercado)⁷⁴⁹.

Adicionalmente, Noda analisou a posição dominante da B3 no mercado de capitais e suas estratégias para consolidação no setor (a integração das câmaras de compensação e de liquidação, iniciada em 2014, e a alteração do modelo de acesso ao mercado de bolsa implementada em 2015). A autora concluiu que as ações da entidade administradora de mercados organizados não foram direcionadas exclusivamente à construção de barreiras à entrada de novos participantes, e sim à melhora na prestação do serviço⁷⁵⁰.

Sobre este último ponto, é necessário destacar o Termo de Compromisso de Cessação (TCC) firmado em 2018 pela B3 e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), no qual a companhia se comprometeu a pagar R\$9,4 milhões ao Fundo de Direitos Difusos⁷⁵¹. Tal acordo foi firmado em inquérito administrativo que apurou possíveis ilícitos concorrenciais praticados pela B3 (na época BM&FBovespa)⁷⁵².

Na representação ao CADE, realizada no início de 2016, a ATS Brasil (*joint-venture* entre a *Americas Trading Group (ATG)* e a *NYSE Euronext*) e a *Americanas Clearing System (ACS)* (sociedade do mesmo grupo da ATS) alegaram que a B3 estava “criando barreiras à entrada de concorrentes e impedindo o acesso às fontes de equipamentos ou tecnologia e canais de distribuição”⁷⁵³ e que havia se recusado a contratar “serviço de compensação e liquidação de valores mobiliários”⁷⁵⁴⁻⁷⁵⁵. Segundo consta na petição apresentada, as barreiras impostas pela bolsa não afetavam somente a ATS e a ACS, mas também os demais potenciais entrantes, sendo destacado que anteriormente outros dois possíveis rivais (*BATS Global* e *Direct Edge*) anunciaram a intenção de ingressar no mercado de bolsa brasileiro, mas desistiram em razão das dificuldades decorrente do monopólio no setor⁷⁵⁶.

⁷⁴⁸ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 78.

⁷⁴⁹ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 80.

⁷⁵⁰ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 80.

⁷⁵¹ CADE, *B3 firma acordo com o Cade em investigação no mercado de bolsa de valores*, 2018.

⁷⁵² Cf. CADE, *Processo 08700.002656/2016-57*.

⁷⁵³ CADE, *B3 firma acordo com o Cade em investigação no mercado de bolsa de valores*, 2018.

⁷⁵⁴ CADE, *B3 firma acordo com o Cade em investigação no mercado de bolsa de valores*, 2018.

⁷⁵⁵ Em 2013, a ATS formulou pedido de autorização à CVM para iniciar suas atividades como bolsa de valores no Brasil (cf. ATS, *ATS Brasil entra com pedido de criação de nova Bolsa de Valores na CVM*, 2013). Contudo, em 2016 a Autarquia negou o pedido alegando que havia ausência de contratos firmes de *Clearing* e de Central Depositária, essenciais ao desenvolvimento da atividade.

⁷⁵⁶ Cf. CADE, *Processo 08700.002656/2016-57 (Documento 0185946)*.

A Superintendência-Geral do CADE, ao analisar o caso, concluiu que os fatos relatados pela ATS e ACS poderiam constituir indícios de infração à ordem econômica e instaurou inquérito administrativo para aprofundar a investigação.

Após a instauração do inquérito, o CADE foi notificado do ato de concentração entre as atividades da BM&FBovespa e a CETIP (até então, principal entidade administradora do mercado de balcão organizado)⁷⁵⁷, o qual foi aprovado, com algumas restrições⁷⁵⁸, em 2017, dando origem à B3. Na época, foi firmado um Acordo em Controle de Concentração (ACC) para garantir a concorrência no mercado de capitais estabelecendo, por exemplo, que a B3 teria prazo máximo de 120 dias para negociar com outros participantes os preços de utilização de seu serviço de depósito central⁷⁵⁹.

Em procedimento arbitral aberto na Câmara de Comércio Brasil-Canadá, a ATS discutiu o preço para acessar tal serviço, uma vez que, conforme consta em ofício protocolado no CADE, as propostas apresentadas pela B3 à ATS até aquele momento traziam preços manifestamente abusivos e superiores às médias do mercado internacional para o mesmo tipo de serviço, o que revelava violação das condições impostas para a concretização das operações entre a BM&FBovespa e a CETIP⁷⁶⁰. Em dezembro de 2019, a B3 e a ATS chegaram a um consenso em relação às condições para acesso, pela ATS, aos serviços da central depositária da B3, abrindo o caminho para o surgimento de uma nova bolsa no país, a qual estará condicionada à aprovação da CVM para iniciar suas atividades.

Os processos apresentados acima são relevantes na medida em que estipularam limites à atuação da B3 com a finalidade de evitar que a entrada de novos concorrentes seja obstaculizada pelas práticas adotadas pela companhia que detém o atual monopólio do mercado. Tais fatos também demonstram que há outros agentes econômicos interessados em atuar no mercado de capitais brasileiro e que, portanto, iniciativas em prol da concorrência devem ser incentivadas.

⁷⁵⁷ No âmbito da CVM a operação foi analisada nos processos CVM SEI 19957.001686/2017-31 e 19957.002526/2016-29; no âmbito do CADE a operação foi analisada por meio do Ato de Concentração n°. 08700.004860/2016-11.

⁷⁵⁸ Por exemplo: “O CADE entendeu que a existência de outra central depositária no país seria ineficiente. Por esta razão, aprovou o ato de concentração impondo, dentre outras restrições que a B3 deve dar tratamento isonômico entre todos os participantes da central depositária que vierem a contratar este serviço, criar um comitê específico para definir produtos e preços para estes clientes e outras medidas de governança para garantir a qualidade dos serviços prestados” (COSTA, *High frequency trading (HFT) em câmara lenta: compreender para regular*, 2018, p. 192).

⁷⁵⁹ Cf. Art. 39, §3º, ICVM n°. 541/2013.

⁷⁶⁰ Cf. CADE, *Processo 08700.002656/2016-57 (Documento 0353698)*. Sobre as dificuldades enfrentadas pelos potenciais concorrentes, cf. ACS, *Manifestação à Consulta Pública – Acesso de outras infraestruturas de mercado financeiro aos serviços de Compensação e Liquidação e de Depósito Centralizado*, 2017.

Além disso, a despeito dos diferentes posicionamentos em relação aos efeitos da consolidação e da fragmentação do mercado de valores mobiliários, certo é que os mercados mais desenvolvidos, ao invés de impedir a dupla listagem e a criação de ambientes alternativos de negociação de valores mobiliários, buscaram mecanismos regulatórios para mitigar os potenciais riscos e ampliar a proteção aos investidores (inclusive, como visto, esses foram alguns dos objetivos da *MiFID* e da *MiFID II*). A CVM, na contramão, adotou postura conservadora restringindo a fragmentação do mercado.

No momento de elaboração da ICVM n.º. 461/2007, fazia sentido manter algumas limitações à concorrência visto que os riscos e os efeitos da fragmentação ainda estavam sendo verificados até mesmo nos mercados mais desenvolvidos (na UE, por exemplo, a *MiFID* tinha sido implementada há poucos anos). Todavia, mais de uma década se passou desde a publicação da norma e alterações substanciais foram observadas no mercado, especialmente com a internacionalização dos mercados. Ademais, a tecnologia avançou bastante e hoje pode favorecer as atividades de monitoramento e de supervisão dos mercados. Nessa toada, é urgente refletir sobre a norma em vigor, razão pela qual a Audiência Pública SDM n.º. 09/2019, que propõe nova instrução em substituição à ICVM n.º. 461/2007 e rediscute as normas aplicáveis aos mercados regulamentados, é de extrema relevância.

Todavia, a despeito das sugestões formuladas pela Autarquia no Edital da Audiência Pública SDM n.º. 09/2019, percebe-se que não houve qualquer menção às mudanças que poderiam estimular o ingresso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais brasileiro, enquanto nos demais mercados de capitais, essa é uma preocupação constante nos momentos de reformulação das normas do mercado. A seguir serão abordadas, neste contexto, algumas alterações que se relacionam ao desenvolvimento do mercado de acesso.

5.1.2.1 *Dupla listagem*⁷⁶¹

Como visto, quando da elaboração da ICVM n.º. 461/2007, a CVM optou por vedar a dupla listagem, de modo que ações de um mesmo emissor somente podem ser negociadas simultaneamente em diferentes mercados de bolsa ou em diferentes mercados de balcão; nunca em um mercado de bolsa e em um mercado de balcão ao mesmo tempo. Além disso, todas as negociações devem ocorrer em mercado regulamentado, sendo o mercado não organizado

⁷⁶¹ A expressão “dupla listagem” comporta diferentes significados (ADRs, BDRs, listagem direta de ações em diferentes países etc.). Neste tópico, a expressão refere-se à negociação simultânea em mercado de bolsa e de balcão organizado.

destinado apenas às negociações residuais. Todavia, a restrição à dupla listagem pode ter repercussões bastante negativas, especialmente para os investidores institucionais, que comumente negociam grandes lotes de ações.

O exemplo abaixo, ainda que bastante simplificado, demonstra como uma operação de grande lote de ações de uma companhia pode impactar a dinâmica de formação de preço de um ativo⁷⁶².

Suponha que as ações de emissão da Companhia X sejam negociadas a R\$50. Suponhamos, ainda, que 10 mil investidores de varejo (pessoas físicas) decidam, cada um independente do outro, comprar R\$5 mil nessas ações. Isso criaria 10 mil negociações de R\$5 mil. Essas ordens de compra normalmente seriam executadas sem causar uma oscilação no mercado, devido ao pequeno valor de cada negociação individual e porque cada investidor provavelmente colocaria sua ordem em um momento diferente, distribuindo, pois, as 10 mil ordens ao longo de um período. Cinco mil reais divididos por R\$50 por ação equivalem a 100 ações por investidor. Cem ações multiplicadas por 10 mil negociações equivalem a 1 milhão de ações, com um valor total de R\$50 milhões.

Agora, suponha que exista um fundo de investimento Y que esteja interessado em ações de emissão da Companhia X e que 1.000 investidores decidam comprar quotas do Fundo Y totalizando R\$5 mil por investidor. Os investidores estão confiando a um único agente (gestor do Fundo Y) um total de R\$5 milhões. O gestor decide investir esse montante em ações da Companhia X, atualmente negociadas a R\$50, e faz uma oferta de compra de 100 mil ações.

Essa negociação em bloco é muito maior que as 100 ações por investidor individual do primeiro exemplo. Quando essa ordem for colocada no mercado, existirão vários cenários possíveis. Focar-se-á em três: (i) no melhor cenário, a liquidez das ações de emissão da Companhia X pode ser tal que a oferta será facilmente absorvida e executada imediatamente a R\$50 por ação; (ii) em um cenário mais provável, as ações de emissão da Companhia X podem não ser tão líquidas e apenas parte da ordem será executada a R\$50, sendo o restante executado a um preço médio ligeiramente mais alto (digamos R\$51); o mercado tenderá a se mostrar incerto sobre a direção futura das ações da Companhia X e a ordem de compra poderá convencer os investidores indecisos de que o preço provavelmente aumentará; conseqüentemente, os atuais detentores de ações da Companhia X relutarão em vender suas ações a R\$50, na esperança de vender a um preço mais alto; e (iii) no cenário mais pessimista, o volume de negociação pode ser baixo, porque os investidores acreditam que as ações estão subindo e

⁷⁶² Exemplo disponibilizado no site da *Desjardins* (corretora canadense) (com modificações).

esperarão para vender a um preço mais alto; nesse caso, a oferta de compra de um grande lote reforçaria a ideia de que o estoque continuará subindo; conseqüentemente, o preço poderá aumentar ainda mais; vendo o preço subir, outros investidores que estavam pensando em vender ficarão convencidos de que podem obter um preço ainda mais alto se aguardarem. Nesse cenário, um vácuo será criado no mercado: os investidores farão fila para vender as ações a preços cada vez mais altos, gerando o chamado “buraco negro de liquidez” (*liquidity black hole*) e alterando o equilíbrio do mercado.

Nesses exemplos, vários participantes são prejudicados: o Fundo Y acabará comprando menos ações com o preço desejado (reduzindo o retorno do fundo); e outros investidores que desejarem comprar ações de emissão da Companhia X terão que pagar um preço inflacionado artificialmente.

Situação semelhante ocorreria se fosse realizada uma oferta de venda de grande lote de ações. Haveria, porém, uma espiral descendente do preço das ações de emissão da Companhia X, que poderia, inclusive, gerar a queda em cadeia de outras ações e resultar em um declínio geral do mercado. Quanto maior o volume da ordem, maior será o risco de impactar os preços das ações e provocar um aumento ou queda não intencional do mercado.

No mercado estadunidense e europeu, operações de grandes lotes são comumente realizadas nos *ATS*, que permitem o encontro entre ofertas sem maiores repercussões nas cotações.

No Brasil, Noda recomendou que a ICVM nº. 461/2007 fosse alterada para permitir a dupla listagem. A autora pontuou que, buscando mitigar o impacto nos preços, é comum que investidores de maior porte diluam suas ordens em vários pregões, aumentando o tempo de execução da operação e prejudicando o *timing* de certas transações⁷⁶³.

Diante desses fatos, a autora defendeu que a realização de operações com grandes volumes financeiros em ambientes menos transparentes (como os mercados de balcão organizado, que possuem regras mais permissivas em relação à transparência das negociações) seriam favoráveis ao funcionamento do mercado, ao passo que o elevado grau de *disclosure* exigido para as negociações em bolsa causaria efeitos adversos e prejudiciais⁷⁶⁴. Assim, era recomendável a modificação da norma para que as ações de companhias admitidas à negociação no mercado de bolsa também pudessem ser negociadas no mercado de balcão, desde que a transação se enquadrasse no conceito de “grande lote”. A autora sugeriu, porém, que padrões

⁷⁶³ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 85.

⁷⁶⁴ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 87.

de transparência pós-negociação fossem mantidos para tais transações e que o regulador estabelecesse critérios qualitativos para que essas operações pudessem ser executadas.

Mencionadas alterações, na visão da autora, conduziriam o mercado para um cenário favorável à concorrência gradual, porquanto os descontos regulatórios concedidos à entidade administradora de mercado de balcão organizado (como aqueles analisados no tópico anterior) poderiam facilitar a entrada de um novo participante⁷⁶⁵.

É importante notar que a autora não recomendou a dupla listagem de maneira ampla; em sua concepção, ela deveria ser restrita às negociações de grandes lotes, uma vez que a ampla negociação em ambientes menos transparentes (mercado de balcão organizado) simultaneamente às transações no mercado de bolsa poderia gerar “prejuízos à liquidez e à formação de preços”⁷⁶⁶.

As propostas apresentadas no Edital de Audiência Pública SDM n°. 09/2019 contemplaram essas recomendações. Segundo a CVM, “a negociação de grandes lotes é uma realidade no mercado de valores mobiliários brasileiro, mas tem sido realizada com algumas ineficiências operacionais”⁷⁶⁷. Diante de tal constatação, a Autarquia propôs que as operações com grandes lotes de valores mobiliários pudessem ser realizadas através de procedimentos especiais⁷⁶⁸.

Em linha com a tese de Noda, a Autarquia propôs a flexibilização da dupla listagem tão somente para as transações de grandes lotes, mantendo-se as restrições para as demais operações.

Considera-se que a recomendação acerca da dupla listagem para grandes lotes de ações é bastante adequada ao mercado de capitais brasileiro, que tem grande participação de investidores institucionais, os quais, não raras vezes, executam ordens de compra e venda envolvendo grandes volumes financeiros de valores mobiliários de um mesmo emissor. Ademais, entende-se que a dupla listagem pode favorecer o ingresso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, por duas razões: (i) possibilita um mecanismo mais eficiente de desinvestimento aos investidores estratégicos (e.g. investidores de *private equity*), importantes no desenvolvimento da sociedade a um estágio adequado à listagem; e (ii) ao favorecer a concorrência, cria condições econômicas mais benéficas para o surgimento de

⁷⁶⁵ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 88.

⁷⁶⁶ NODA, *Fragmentação do mercado secundário: desafio para a regulação no Brasil*, 2015, p. 87.

⁷⁶⁷ Cf. Anexo II da Manifestação da ATS Brasil à *Audiência Pública SDM n°. 05/2013*.

⁷⁶⁸ Cf. CVM, *Edital de Audiência Pública SDM n°. 09/2019*, 2019, p. 8-9.

plataformas de negociação alternativas à bolsa de valores, as quais poderiam recepcionar também companhias de menor porte, mediante regras distintas de admissão.

Por fim, importa que, tendo em vista os estudos sobre os efeitos da fragmentação do mercado⁷⁶⁹ e a evolução regulatória no âmbito dos mercados norte-americano e europeu⁷⁷⁰, deve-se repensar a restrição da dupla listagem às negociações de grande lote⁷⁷¹. Na Audiência Pública SDM n°. 05/2013 houve um debate em relação ao conceito de *best execution* e aos mecanismos para consolidar os dados pré e pós negociação. Todavia, a Audiência Pública n°. 09/2019 limitou a abrangência da discussão às negociações de grandes lotes. Ainda que mudanças devam ser realizadas de maneira gradual para não prejudicar a integridade e a segurança do mercado de capitais, o contexto de mercado globalizado e de crescente inovação tecnológica impõem reflexões aprofundadas. Não se propõe que alterações sejam realizadas sem prévios estudos, avaliações e debates entre os participantes do mercado⁷⁷². Pelo contrário: considera-se essencial o desenvolvimento de uma pesquisa sobre os efeitos da negociação simultânea de ações em diferentes centros de liquidez, bem como formas de garantir a proteção dos investidores no cenário de mercado fragmentado.

5.1.2.2 Unificação das atividades de autorregulação nos mercados regulamentados

Diante da possível fragmentação do mercado de capitais brasileiro, a CVM criou, em 2012, o “Grupo de Trabalho Concorrência entre Bolsas” para identificar e discutir questões regulatórias decorrentes do ingresso de um novo participante no mercado. Dentre os pontos analisados estava a atividade de autorregulação nos mercados regulamentados.

⁷⁶⁹ Cf. OECD, *Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation*, 2016.

⁷⁷⁰ Cf. OECD, *Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation*, 2016.

⁷⁷¹ “Off-exchange trading and dark trading have often been seen as a way for investors to reduce the market impact that could occur if they place large orders on a stock exchange. However, our analysis of trading data for the United States indicates that average order sizes do not differ significantly between off-exchange venues and traditional exchanges” (OECD, *Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation*, 2016, p. 120).

⁷⁷² Nesse sentido, destacam-se, por exemplo, as preocupações expostas por Costa: “[...] na medida em que há diminuição da transparência no fluxo de ofertas. Desse modo, coloca-se o debate acerca da influência de tais condutas na liquidez do mercado: se a transparência é relativizada, investidores que negociam grandes lotes podem se beneficiar, provendo liquidez, mas as informações no livro de ofertas ficam incompletas e a decisão racional dos investidores é afetada. Ainda, aqueles que colocam ofertas de modo mais agressivo podem se sentir desestimulados a negociar desta forma, dado que os melhores preços não garantirão a execução de suas ofertas, o que pode levar ao aumento do *spread* e, conseqüentemente, a uma menor liquidez” (COSTA, *High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*, 2018, p. 161).

As entidades administradoras de mercado de bolsa e de balcão organizado devem, em conformidade com a ICVM n.º. 461/2007, criar um departamento de autorregulação para fiscalizar e supervisionar as operações realizadas no âmbito de seus mercados, bem como a atuação das pessoas ali autorizadas a operar⁷⁷³, de modo que a atividade de autorregulação deve ser “desempenhada individualmente por cada entidade administradora de mercado organizado”⁷⁷⁴. Dada a hipótese de entrada de nova entidade administradora de mercado organizado, a CVM questionou a adequação dessa norma; por exemplo, em outros mercados há uma entidade central de autorregulação que é responsável pela fiscalização e supervisão de todas as plataformas de negociação, como, por exemplo, a *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)* no mercado estadunidense⁷⁷⁵.

Para uma análise mais apropriada da questão, inclusive levando em consideração os custos decorrentes da fragmentação e de alterações na norma, a CVM contratou a *Oxera Consulting Ltd.* para elaborar um relatório técnico sobre os pontos levantados pela Autarquia e pelos demais participantes do mercado em outras oportunidades (como na Audiência Pública SDM n.º. 06/2007, que discutiu a edição da ICVM n.º. 461/2007).

Ademais, com o objetivo de ampliar o debate e colher o máximo de informações sobre a temática, a CVM colocou em audiência pública (Audiência Pública SDM n.º. 05/2013) algumas questões atreladas à possível fragmentação do mercado, incluindo dúvidas em torno da estrutura de autorregulação vigente na ICVM n.º. 461/2007 (também foram feitos questionamentos sobre o desenvolvimento de um regime de melhor execução – *best execution* – e sobre a consolidação de dados de todos os ambientes de negociação concorrentes por meio da chamada “fita consolidada” – *consolidated tape* –, já implementada em outras jurisdições)⁷⁷⁶. A Audiência contou com longas manifestações dos participantes do mercado⁷⁷⁷, mas foi encerrada sem edição de norma.

Todavia, com base nos resultados do estudo realizado pela *Oxera Consulting Ltd.*⁷⁷⁸ e nas manifestações encaminhadas pelos participantes do mercado no contexto da Audiência Pública SDM n.º. 05/2013, o “Grupo de Trabalho Concorrência entre Bolsas” apresentou um relatório, em 2016, defendendo que a unificação das atividades de autorregulação representaria

⁷⁷³ Cf. Art. 42, ICVM n.º. 461/2007.

⁷⁷⁴ Cf. CVM, *Relatório do GT Concorrência sobre autorregulação das entidades administradoras de mercado*, 2016.

⁷⁷⁵ COSTA, *High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*, 2018, p. 299.

⁷⁷⁶ Cf. CVM, *Audiência Pública SDM n.º. 05/2013*, 2013.

⁷⁷⁷ Recomenda-se a leitura das manifestações da B3 e da ATS Brasil disponíveis no site da CVM.

⁷⁷⁸ Cf. OXERA CONSULTING LTD., *Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?*, 2012.

um ganho significativo para o mercado brasileiro⁷⁷⁹⁻⁷⁸⁰, manifestando-se, pois, favorável à adoção de um novo modelo em que a atividade de autorregulação das entidades administradoras de mercado organizado fosse exercida de forma conjunta, por meio de uma entidade separada.

Visando, então, adequar a ICVM n.º. 461/2007 a essa nova concepção (que considera um eventual ambiente concorrencial no mercado de valores mobiliários brasileiro), foi recomendada a realização de uma nova audiência pública (Audiência Pública SDM n.º. 09/2019) para que alterações naquela norma fossem discutidas. Nessa audiência são discutidas questões como: as regras de funcionamento, composição competência e deveres da entidade autorreguladora (Minuta B do Edital de Audiência Pública SDM n.º. 09/2019).

Ainda em relação às possíveis alterações na ICVM n.º. 461/2007 e levando-se em consideração a mudança da estrutura de autorregulação (que, como dito, passaria a ser unificada em uma única instituição, independente das entidades administradora dos mercados organizados), a ATS Brasil, em sua manifestação, propôs que a constituição do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízo (MRP), exigida para todas as entidades administradoras de mercado de bolsa⁷⁸¹, fosse delegada à entidade autorreguladora, já que essa, em razão de suas funções, teria “uma visão global e sistemática do mercado de valores mobiliários e, em particular, da conduta dos participantes”. Tal proposta também foi contemplada pela nova norma proposta no Edital de Audiência Pública SDM n.º. 09/2019.

Desse modo, caso aprovadas as sugestões realizadas pela CVM as entidades administradoras de mercados de bolsa não precisarão exercer individualmente atividades de autorregulação e manter um mecanismo próprio de ressarcimento de prejuízo. Tais medidas podem ser favoráveis ao ingresso de novos participantes, especialmente diante da redução de custo decorrente de tais alterações (dado que os custos para a realização dessas atividades poderiam ser compartilhados entre as entidades administradoras).

⁷⁷⁹ “O relatório concluiu que a unificação da atividade de autorregulação poderia trazer ganhos para o mercado na medida em que (i) reduziria custos de observância para os participantes do mercado, (ii) evitaria a duplicação de estruturas nas entidades administradoras, (iii) aumentaria a abrangência da autorregulação (que passaria a ter competência sobre todas as operações realizadas), e (iv) permitiria a harmonização de procedimentos, quando necessário ou desejável” (CVM, *Relatório do GT Concorrência sobre autorregulação das entidades administradoras de mercado*, 2016).

⁷⁸⁰ Foi apontado que a independência da entidade autorreguladora em relação aos supervisionados (incluindo a autonomia funcional e orçamentária e a segregação física) deveria ser exigida. A existência de conflitos de interesse foi explorada na manifestação da ATS Brasil na Audiência Pública SDM n.º. 05/2013 (foram citados, por exemplo, conflitos existentes entre a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM) e a entidade administradora do mercado, a época BM&FBOVESPA). Cf. ATS BRASIL, *Resposta à Audiência Pública da Comissão de Valores Mobiliários SDM 05/2013*, 2013.

⁷⁸¹ Cf. Art. 77, ICVM n.º. 461/2007.

O ingresso de novas entidades administradoras do mercado pode favorecer o mercado de acesso, na medida em que podem oferecer serviços com características distintas daqueles já ofertados (como, por exemplo, em relação às regras de admissão da companhia ou de negociação dos valores mobiliários).

5.1.2.3 Criação de mercado de balcão organizado voltado às pequenas e médias empresas: o mercado de PME em crescimento

De maneira geral, na Europa, os mercados destinados às companhias de menor porte se estruturam como *MTF* (mais especificamente, como *SME Growth Market*, subcategoria de *MTF*; é o caso, por exemplo, do *AIM*, no Reino Unido, e do *Scale*, na Alemanha). Esses mercados, por serem concebidos como *non-regulated market*, possuem regras mais flexíveis de admissão (por exemplo, as companhias admitidas no *AIM* não integram a *Official List* e não observam as regras de listagem da *FCA*, entidade reguladora do mercado de capitais do Reino Unido que equivale à *CVM*). Diferentemente, no Brasil, os mercados voltados às pequenas e médias empresas (Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2) são segmentos do mercado de bolsa e, portanto, categorias do mercado regulamentado.

Diante desse cenário, questiona-se: uma possível reforma da ICVM n°. 461/2007 deveria considerar a criação de mercados voltados às pequenas e médias empresas, à semelhança dos *SME Growth Markets*?

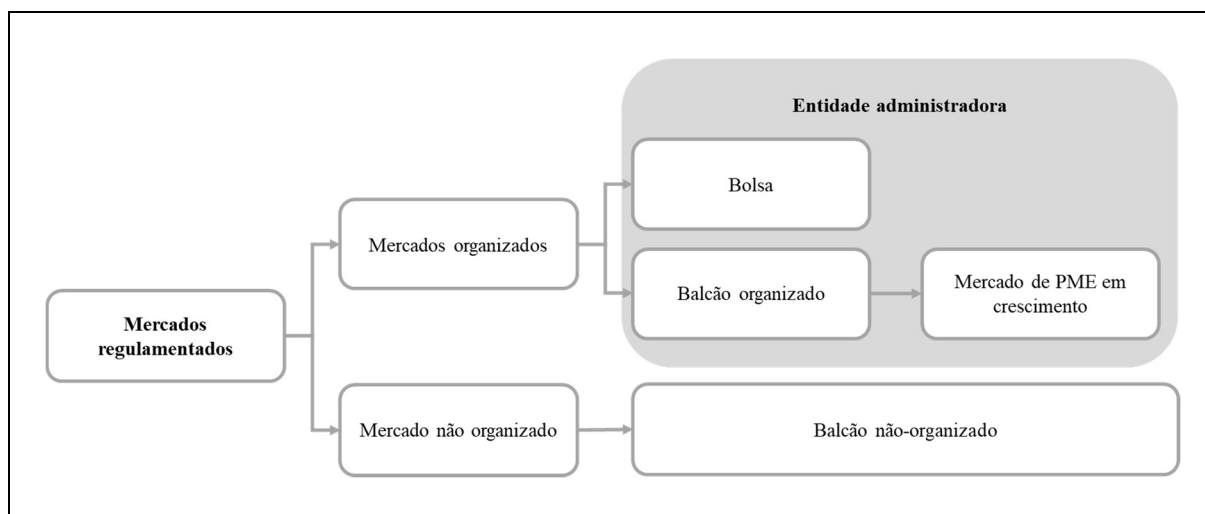
Certamente uma mudança na estrutura dos mercados regulamentados requer um amplo debate, que leve em consideração a existência de benefícios econômicos, sem que aspectos importantes de proteção do investidor sejam desconsiderados. No final de 2019, algumas mudanças à ICVM n°. 461/2007 foram colocadas em discussão através do Edital de Audiência Pública SDM n°. 09/2019 (mencionada anteriormente), todavia não foram feitas sugestões em prol do acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais.

Buscando, então, contribuir para esse debate, sugere-se uma reflexão em torno de uma nova configuração dos mercados regulamentados, a qual contemple uma subespécie de mercado de balcão organizado voltada às companhias de menor porte e identificada nesse trabalho pela expressão “mercado de PME em crescimento”⁷⁸². A *Figura 6* sintetiza como ficaria a configuração dos mercados regulamentados após essa alteração.

782

Expressão utilizada nos documentos da União Europeia publicados em português.

Figura 6: Nova divisão dos mercados regulamentados



Como analisado, a legislação em vigor (Lei nº. 6.385/1976 e ICVM nº. 461/2007) não faz qualquer distinção conceitual entre mercado de bolsa e mercado de balcão organizado, sendo a classificação baseada em suas características. A criação de nova categoria permitiria a concessão de descontos para além daqueles já conferidos ao mercado de balcão, especialmente no que tange ao funcionamento do mercado (e.g. criação de mecanismos para favorecer a liquidez⁷⁸³) e à estrutura das entidades que poderiam administrá-lo.

A sugestão aventada é a criação de um mercado que tenha regras intermediárias, entre aquelas aplicáveis ao mercado de balcão organizado e aquelas previstas pela ICVM nº. 588/2017 para os investimentos realizados por meio de *crowdfunding*.

As plataformas de investimento coletivo desempenham função relevante para o acesso de pequenas e médias empresas no mercado de capitais, porém, quando uma sociedade alcança estágio mais avançado, ela pode não ter um ambiente adequado de captação de recursos, uma vez que pode ser muito grande para as plataforma de *crowdfunding*, mas, por outro lado, pequena para a listagem na bolsa. As vantagens do mercado de PME em crescimento em relação ao *crowfundig* seriam: (i) a ausência de limites de investimento por investidor e de captação por emissor; (ii) a possibilidade de negociação no mercado secundário; e (iii) a abrangência de

⁷⁸³

Como exemplo, seria possível a previsão de ocorrência de leilões periódicos: “Also the alternative between continuous trading and call auctions could play a role. Continuous trading allows investors to trade at any time the trading venue is open, while call auctions require trades to occur at a certain time. While continuous trading is more flexible, it is ‘spread out temporally, which decreases liquidity’. Call auction trading is less flexible; however, by concentrating trades over a certain time period, it could generate high liquidity during the relevant sessions, which might be better for financial instruments – like SME shares – which tend to be illiquid” (PERRONE, *Small and Medium Enterprises Growth Markets*, 2018, p. 447).

sociedades de médio porte não contempladas pelos requisitos da ICVM n.º. 588/2017. Ainda que os segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 apresentem tais características e tenham sido constituídos para atrair companhias de menor porte, foi verificado que esses mercados não preencheram essa lacuna. Há várias razões que justificam esse fato, os quais foram apresentados em outros momentos deste trabalho⁷⁸⁴.

Desse modo, sugere-se que essa lacuna possa ser preenchida pela constituição do mercado de PME em crescimento, o qual teria sua configuração mais adequada às companhias de menor porte⁷⁸⁵⁻⁷⁸⁶.

Visando à proteção dos investidores, as exigências regulatórias destinadas às entidades administradoras do mercado de PME em crescimento deveriam ser mais rigorosas do que aquelas destinadas às plataformas de investimento coletivo (em breves linhas, as exigências regulatórias deveriam ser graduadas conforme o porte das companhias que acessam cada mercado⁷⁸⁷). Além disso, essas entidades deveriam se submeter à fiscalização de uma instituição de autorregulação (assim como os demais mercados organizados).

Ainda, diferentemente do que ocorre no *crowdfunding*, as companhias admitidas no mercado de PME em crescimento deveriam ser assessoradas por uma instituição (à semelhança do *Nomad*), a qual asseguraria a integridade do mercado através da prévia *due diligence* e da

⁷⁸⁴ Cf. Tópico 2.1.1 deste trabalho.

⁷⁸⁵ Na Audiência Pública n.º. 07/2008, que discutiu as categorias de emissores e deu origem à ICVM n.º. 480/2009, foi discutida a criação de uma categoria de emissor para contemplar companhias de menor porte, sendo pleiteado um regime diferenciado e flexibilizado de divulgação de informação. Essa categoria seria a porta de entrada para o mercado de acesso. Todavia, as sugestões não foram acatadas: “Na avaliação da CVM, o conjunto de reformas estabelecido pela Minuta, com a criação de duas categorias de emissores (categorias A e B), bem como a implementação da Instrução CVM n.º 476, de 2009, cria uma estrutura adequada para o mercado de valores mobiliários brasileiro. O regime de ofertas públicas com esforços restritos desempenha o papel da categoria de balcão não organizado pleiteado pelos participantes. A Instrução CVM n.º. 476, de 2009, prevê um regime informacional mais brando e menos custoso para empresas que acessam de forma menos ostensiva apenas os investidores mais qualificados, além de dispensar o registro de emissor por completo para tais emissores. Esta seria a porta de entrada a que se referem os participantes” (CVM, Relatório de Audiência Pública SDM n.º. 07/2008, 2008). Como já analisado, o regime instituído pela ICVM n.º. 476/2009 não foi suficiente para estimular o ingresso de pequenos emissores no mercado de capitais.

⁷⁸⁶ “A number of growth segments in regulated markets, multilateral trading facilities and other specialised SME equity platforms targeting smaller issuers have been established in different parts of the world as an alternative, and precursor, to main exchange listings. Examples of such listing platforms include the Alternate Investment Market in London UK, Deutsche Börse’s Entry Market, Spain’s Mercado Alternativo Bursatil, TSX Venture in Canada, NewConnect (Warsaw stock exchange) in Poland, Alternext/Euronext and Alternativa in Europe, AltX in South Africa. The Enternext pan-European initiative (Euronext Group) promotes equity markets to SMEs and facilitates their access to financial markets. A number of growth platforms have been developed in Asia with Mothers and JASDAQ in Japan, ChiNext and the SME Board by the Shenzhen Stock Market in China, KOSDAQ and KONEX in Korea, China’s Growth Enterprise Market in Hong Kong (HK GEM), the Market for Alternative Investment in Thailand, the SME Exchange and NSE India Emerge (Bombay Stock Exchange) in India” (NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 58).

⁷⁸⁷ Cf. SCHWARTZ, *The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation*, 2014.

preparação da companhia para ingressar naquele mercado⁷⁸⁸. O assessor, em linhas gerais, somente deveria apoiar a candidatura de companhias que, de fato, estiverem em estágios adequados para acessar o mercado de PME em crescimento, uma vez que *cases* de insucesso poderiam manchar a reputação do mercado e impedir o seu desenvolvimento. Desse modo, o assessor teria papel relevante para realizar uma triagem das companhias que poderiam, através do acesso ao mercado de capitais, desenvolver-se e servir de inspiração para outras sociedades.

Como é possível perceber, considera-se pertinente a constituição de um mercado semelhante ao *SME Growth Market* criado pela *MiFID II* no âmbito do mercado europeu. A necessidade de um mercado com rótulo definido (isto é, voltado principalmente às companhias menores) foi bastante discutida no contexto daquele mercado e mostrou-se importante para estimular o ingresso de pequenas e médias empresas no mercado de capitais⁷⁸⁹. Em razão das peculiaridades existentes no mercado brasileiro, algumas distinções devem ser estudadas para melhor contemplar as realidades do país.

Segundo a *MiFID II*, os *MTF* que possuem no mínimo 50% dos emissores admitidos à negociação enquadrados na categoria de pequenas e médias empresas podem solicitar autorização para operarem como *SME Growth Markets*⁷⁹⁰. Logo, esses mercados não são *exclusivos* para companhias de menor porte e admitem companhias maiores, as quais poderiam preencher os requisitos para admissão nos mercados principais. O fato de o mercado ser destinado *principalmente* – e não *exclusivamente* – às companhias menores foi discutido no âmbito da Consulta Pública realizada, em 2017-2018, pela Direção-Geral da Estabilidade Financeira, Serviços Financeiros e União dos Mercados de Capitais (DG-FISMA) da Comissão Europeia⁷⁹¹.

Os entrevistados a favor de aumentar o limite de proporção de pequenas e médias empresas argumentaram que um percentual maior enviaria um sinal claro de que os *SME Growth Markets* são dedicados a emissores de menor porte e que isso limitaria os riscos de

⁷⁸⁸ Cf. Tópico 5.4 deste trabalho.

⁷⁸⁹ “While SME growth markets necessarily qualify as MTFs, they still retain a listing function when they select which financial instruments should be trade on their trading platform. For SME growth markets that decide on the admission to trading upon issuer request (primary listing MTFs) this results in a scrutiny of the applying issuers’ governance and/or financial instruments, so as to verify compliance with the requirements set forth in the applicable laws and in the MTF regulation. In this way, admission to trading shows investors that the relevant SMEs reach a minimum level of quality on some key features such as transparency and market liquidity. In spite of the risk inherent to the start-up phase or to the small size of traded companies, equity or debts should therefore come cheaper as far as investors perceive that information asymmetries are reduced and the trading venues operator ensures financial instruments era fairly priced” (VEIL & DI NOIA, *SME Growth Markets*, 2017, p. 359).

⁷⁹⁰ Cf. Art. 33(3)(a), *MiFID II*.

⁷⁹¹ Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Public consultation – feedback statement: Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2018.

arbitragem regulatória por companhias maiores. Lado outro, os participantes que se manifestaram contra a alteração da proporção existente alegaram que restringir o acesso de companhias de grande porte aos *SME Growth Markets* não apenas reduziria o número de companhias listadas nesses mercados, mas também a sua lucratividade e liquidez⁷⁹².

Dados os argumentos e a realidade do mercado de capitais brasileiro (especialmente, o baixo número de companhias listadas), a proporção de pequenas e médias empresas de, no mínimo, 50%, pode, à primeira vista, parecer adequada. Contudo, além da possibilidade de arbitragem regulatória danosa ao mercado, visualiza-se que o próprio sucesso das companhias admitidas à negociação poderia gerar o insucesso do mercado. Em outras palavras, se algumas companhias se desenvolvessem e deixassem de se enquadrar no conceito de pequenas e médias empresas, o percentual de 50% exigido para o *status* de mercado de PME em crescimento poderia deixar de existir, prejudicando todas as demais companhias que se beneficiavam das concessões atribuídas a tal mercado⁷⁹³. Dessa forma, sugere-se que o mercado de PME em crescimento permita somente o ingresso de companhias que se enquadram no conceito de pequenas e médias empresas (nos termos abordados no tópico 1.3 deste trabalho). Todavia, tal mercado não deve ter limitações em relação à permanência de companhias de grande porte, o que significa que se uma companhia obtiver sucesso com a listagem nesse segmento e vier a se tornar uma companhia de grande porte, ela não deve ser expulsa quando não mais preencher os critérios para enquadramento no conceito de pequena e média empresa⁷⁹⁴.

Outra questão importante em relação à criação desse mercado diz respeito a forma de admissão das sociedades.

Para que uma companhia seja listada no mercado de bolsa e de balcão organizado, ela precisa obter o registro de emissor perante a CVM e a listagem perante a entidade administradora do mercado (no caso, a B3). Como visto, a dispensa de registro de emissor ocorre somente para emissores de determinados títulos de dívida (Categoria B), mas não para emissores de ações (Categoria A). Já as sociedades que realizam ofertas em plataformas eletrônicas de investimento coletivo são dispensadas de registro junto à CVM⁷⁹⁵, mas as

⁷⁹² COMISSÃO EUROPEIA, *Public consultation – feedback statement: Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2018, p. 6.

⁷⁹³ Embora essa preocupação tenha sido externalizada no contexto europeu (cf. ENRIQUES, *What should qualify as a 'SME Growth Market'?*, 2018) o risco não é concreto, em razão do elevado valor considerado para enquadramento na categoria de “*small and middle sized companies*” (“capitalização bolsista média inferior a 200 000 000 EUR com base nas cotações finais dos três anos civis anteriores”, cf. Art. 4º(1)(13), MiFID II).

⁷⁹⁴ Cf. ENRIQUES, *What should qualify as a 'SME Growth Market'?*, 2018.

⁷⁹⁵ Cf. Art. 1º, ICVM n°. 588/2017.

plataformas carecem de autorização da Autarquia para funcionarem e são responsáveis pela conferência da veracidade das informações disponibilizadas pelas sociedades emissoras (as plataformas atuam, portanto, como *gatekeepers* deste mercado)⁷⁹⁶.

À semelhança dos mercados europeus, sugere-se que as companhias do mercado de PME em crescimento sejam admitidas após a apresentação de um documento contendo informações do negócio (especialmente, os riscos vinculados ao investimento), sua estrutura corporativa e acionária etc. Tal documento deve, porém, exibir conteúdo mais simples⁷⁹⁷ do aquele exigido para os formulários de referência disciplinados pela ICVM n.º. 480/2009 (sugere-se que este documento também seja atualizado anualmente ou em prazo menor diante de situações específicas, de maneira similar ao que ocorre em relação aos formulários de referência⁷⁹⁸).

O documento deve ser elaborado pela companhia emissora com acompanhamento do assessor contratado para tal. O registro de emissor, perante a CVM, deve ser simplificado (na Categoria C, conforme proposta apresentada no tópico 3.4.2 deste trabalho).

Recorda-se que na Audiência Pública SDM n.º. 07/2008, a CVM afirmou que o regime jurídico aplicável aos emissores da Categoria A poderia ser demasiadamente elevado para os emissores de menor porte e que era desejado um regime mais brando para tais sociedades. Esse entendimento foi levado em consideração para a elaboração da ICVM n.º. 588/2017, porém a criação de uma categoria de emissor voltada às pequenas e médias empresas (como a Categoria C) acabou postergada desde a elaboração da ICVM n.º. 480/2009. Tendo em vista a Agenda Regulatória da CVM, espera-se que as discussões em torno da criação da Categoria C sejam retomadas neste ano⁷⁹⁹.

Adicionalmente, diante da realização concomitante de oferta pública⁸⁰⁰, sugere-se a possibilidade de elaboração de um prospecto reduzido, à semelhança do *EU Growth Prospectus*, cujo conteúdo seja superior àquele exigido para as sociedades que emitem valores mobiliários nas plataformas eletrônicas e inferior àquele exigido para emissões realizadas conforme ICVM n.º. 400/2003. Além de promover a redução de custos atrelados à confecção e

⁷⁹⁶ Cf. Art. 19, ICVM n.º. 588/2017.

⁷⁹⁷ Como analisado, o mercado estadunidense também realiza uma graduação entre as companhias abertas, tanto no que tange aos documentos que devem ser apresentados, quanto às regras de *disclosure* e *compliance* pós abertura de capital (cf. Tópico 3.3 deste trabalho).

⁷⁹⁸ Cf. Arts. 24 e 24-A, ICVM n.º. 480/2007.

⁷⁹⁹ CVM, *Agenda Regulatória CVM de 2020*, 2020.

⁸⁰⁰ A experiência do Bovespa Mais e do Bovespa Mais Nível 2 revelam que essa postura não é comum, dado que de todas as companhias listadas nos segmentos, desde a sua criação, somente duas realizaram ofertas públicas de ações.

à elaboração do documento, a redução do conteúdo disponibilizado pelos prospectos não implica, necessariamente, menor proteção do investidor⁸⁰¹.

Explica-se. Contrariando a premissa de que mais informações é sempre benéfica ao mercado de capitais, Pitta defende que o aumento da quantidade de informações disponibilizadas pela companhia não traz sempre como decorrência a melhor tomada de decisão por parte do investidor⁸⁰²⁻⁸⁰³. O autor explica que, em razão da racionalidade limitada dos indivíduos, os investidores tendem a adotar estratégias decisórias mais simples quando estão diante de uma quantidade excessiva de dados que requerem análise e processamento. Com efeito, “o resultado final do acesso a um maior volume de informação, somado à adoção de estratégias decisórias menos complexas e precisas, poderá levar a uma decisão qualitativamente inferior do que aquela que seria tomada caso menos informações estivessem disponíveis”⁸⁰⁴⁻⁸⁰⁵. Por essa razão, o nível de *disclosure* exigido para os emissores deve considerar o grau de saturação dos investidores, “ou seja, o limite quantitativo de informações que ainda podem ser processadas por meio da utilização de uma estratégia de decisão mais complexa”⁸⁰⁶.

O prejuízo do excesso de informação também foi objeto de estudo de Wolf. A autora explica que, com a ascensão da tecnologia e da internet, muitas pessoas não conseguem se concentrar em textos longos, sendo cada vez mais comum a prática de apenas escanear superficialmente o texto sem realizar uma análise profunda do conteúdo⁸⁰⁷. Com base nessa premissa, reguladores devem refletir sobre a extensão dos documentos exigidos para auxiliar investidores na tomada de decisão. A chance de informações importantes contidas em um documento serem saltadas pode aumentar com a quantidade de informações fornecidas e mesmo aqueles que dedicam maior tempo à análise do documento podem se perder diante de

⁸⁰¹ “It is a mystery why policymakers keep deluding themselves with the idea that issuer disclosure is a useful tool to protect retail investors. While reasonable minds may differ on whether mandatory disclosure does enhance the efficiency of capital markets by reducing the costs securities analysts and sophisticated investors have to bear in order to acquire and process the information they need for their investment decisions, a strong and convincing body of evidence exists showing that retail investors are unable to make better investment decisions by processing available information about an issuer (for a summary of the evidence see eg N Moloney, *How to Protect Investors 291-96 (CUP, 2010)*)” ENRIQUES, *EU Prospectus Regulation: some out-of-the-box thinking*, 2016).

⁸⁰² Cf. PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 122-128.

⁸⁰³ Sobre as limitações do *disclosure* em proteger o investidor, cf. MOLONEY, *How to protect investor*, 2010, p. 288-300.

⁸⁰⁴ PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 123.

⁸⁰⁵ Pitta considera que essa limitação cognitiva não acomete somente investidores de varejo, mas também influenciam, ainda que em menor escala, os investidores sofisticados (PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 124).

⁸⁰⁶ PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 123.

⁸⁰⁷ Cf. WOLF, *O cérebro no mundo digital: os desafios da leitura na nossa era*, 2019.

tanta informação e dados importantes (e.g. fatores de risco do investimento) podem ser ocultados pelo emaranhado de textos.

Desse modo, paradoxalmente, regras cada vez mais detalhadas acerca do conteúdo do prospecto não fornecem, essencialmente, a proteção mais adequada ao investidor.

Ademais, tem sido recorrente a prática de alguns emissores se valerem de um prospecto extenso como forma de criar um escudo contra possíveis ações de responsabilidade civil e administrativa movida pelos investidores⁸⁰⁸⁻⁸⁰⁹. Portanto, o foco do regulador deve estar na *qualidade* da informação disponibilizada, não em sua *quantidade*. Outrossim, o design do documento tem uma enorme influência na probabilidade de ser lido e a regulação também deve preocupar-se com a forma como essas informações são dispostas (a CVM tem mostrado preocupação com esse fato e cada vez mais incentiva a elaboração de lâminas e de formulários padronizados).

A sugestão de um prospecto simplificado para as companhias admitidas no mercado de PME em crescimento traz consigo um outro questionamento: dado que o mercado PME em crescimento poderia ter eventualmente companhias que não mais se enquadram no conceito de pequena e média empresa (porque após admissão se desenvolveram e não mais se enquadram na definição), todas as companhias listadas nesse mercado poderiam fazer emissões através de um prospecto simplificado ou essa prerrogativa se estenderia somente àquelas que se enquadrarem no conceito de pequena e média empresa?

No âmbito das discussões sobre a promoção dos *SME Growth Markets* essa questão foi enfrentada. Segundo o Parlamento Europeu, “tendo em conta os riscos envolvidos ao aplicar diferentes conjuntos de regras aos emitentes cotados na mesma categoria de plataforma” e “por motivos de coerência para os emitentes e de clareza para os investidores”, as flexibilizações previstas para os *SME Growth Markets* deveriam ser aplicadas a todas as companhias admitidas naquele mercado, independentemente de algumas delas não se enquadrarem no conceito de pequena e média empresa⁸¹⁰. Esse entendimento estava alinhado com o resultado obtido com a Consulta Pública, realizada em 2017-2018, sobre o acesso das pequenas e médias empresas ao mercado de capitais europeu, na qual 75% dos respondentes manifestaram-se a favor da

⁸⁰⁸ Tal prática também é criticada no âmbito do mercado de capitais europeu (cf. BUSCH, *The future of the Capital Markets Union after Brexit*, 2019, p. 12).

⁸⁰⁹ JONG & ARONS, *Modernizing the Prospectus Directive*, 2018, p. 412.

⁸¹⁰ Cf. PARLAMENTO EUROPEU, *Promoção da utilização dos mercados de PME em crescimento*, 2019.

igualdade regulatória entre os emissores listados nos *SME Growth Markets* (“*some Market, same rules*”)⁸¹¹.

Entende-se que esse não seria o melhor caminho regulatório no âmbito do mercado de capitais brasileiro. A possibilidade de emissões de ações por meio da apresentação de um prospecto simplificado deveria ser uma concessão conferida somente às companhias de menor porte, de modo a evitar prejuízo aos investidores e ao mercado. Ademais, no contexto das sugestões apresentadas, distinções entre os emissores seriam inevitáveis, uma vez que as flexibilizações da lei societária (abordadas no tópico 3.4.2.3 deste trabalho) seriam aplicáveis tão somente aquelas sociedades que se enquadrarem no conceito de pequenas e médias empresas. Dessa forma, a lógica “*same Market, same rule*” não seria possível no cenário apresentado.

Outro ponto para reflexão é a necessidade de instituição de regras para favorecer a migração das companhias listadas no mercado de PME em crescimento para o mercado de bolsa.

Compreende-se que a migração de companhias para o mercado de bolsa ocorreria de forma natural, principalmente em função de sua estratégia comercial, da necessidade de buscar uma base mais ampla de investidores ou da prontidão da companhia para lidar com as regras mais rigorosas de governança corporativa (por exemplo, tal movimento foi percebido com a criação do Novo Mercado, quando companhias voluntariamente decidiram aderir ao segmento de grau mais elevado de governança corporativa por entenderem que poderiam auferir vantagens que se sobreporiam ao ônus regulatório imposto para a admissão naquele segmento). Desse modo, a decisão de migrar de um mercado para outro deve ser uma prerrogativa da companhia e não uma imposição em razão do seu porte. A despeito dessa posição, sugere-se que o regulador crie condições favoráveis à migração, como, por exemplo, a possibilidade de apresentação de documentos simplificados (como o *transfer prospectus* no âmbito do mercado europeu)⁸¹².

Outro ponto para reflexão relaciona-se à situação do Bovespa Mais e do Bovespa Mais Nível 2, constituídos enquanto segmentos do mercado de bolsa, diante da criação do mercado

⁸¹¹ PARLAMENTO EUROPEU, *Promoção da utilização dos mercados de PME em crescimento*, 2019, p. 11.

⁸¹² Cf. COMISSÃO EUROPEIA, *Public consultation – feedback statement: Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2018; COMISSÃO EUROPEIA, *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera os Regulamentos (EU) n.º. 596/2014 e (EU) 2017/1129 no que diz respeito à promoção da utilização de mercados de PME em crescimento*, 2018.

de PME em crescimento. Pensa-se que a entidade administradora desses segmentos (a B3) poderia, diante do cenário criado, optar por mantê-los com o atual *status* ou migrá-los para a nova categoria de mercado organizado.

Contudo, há uma questão que foi aventada no passado e que estimulou a migração do Bovespa Mais do mercado de balcão para o mercado de bolsa, qual seja a necessidade de atender demandas de investidores institucionais que possuíam limitações em suas políticas de investimentos, de modo que somente podiam adquirir ativos negociados em bolsa. Esse é um ponto que deveria ser apresentado aos participantes do mercado quando da realização de uma eventual audiência pública para discutir (e até mesmo aprimorar) as sugestões realizadas, dado que, a princípio, essa não pareceu, à época, uma real barreira ao desenvolvimento do mercado de acesso no Brasil.

Ressalta-se, por fim, que a criação do mercado para PME em crescimento, acompanhada de mudanças no regime de direito societário aplicável às pequenas e médias empresas e da revisão do sistema de ofertas públicas de valores mobiliários, já mencionadas em outras seções deste trabalho, podem, em conjunto, criar um ecossistema favorável à abertura de capital de companhias de menor porte, favorecendo o financiamento da atividade produtiva.

Para que fique claro, como a ICVM n°. 461/2007, distingue o mercado de bolsa e o mercado de balcão organizado através de suas características (ou seja, o conceito dá-se pela descrição), o diferencial do mercado de PME em crescimento, em relação aos mercados organizados existentes, está na possibilidade de a Autarquia dispor de modo diverso sobre o seu funcionamento (por exemplo, em relação à forma de negociação dos ativos, à disponibilização dos preços, à atuação de formadores de mercado etc.) e sobre a estrutura da entidade responsável em administrá-lo (à semelhança das empresas de investimento que operam os *MTF*). A intenção claramente não é discorrer acerca destas possíveis flexibilizações, mas apontar um caminho em prol do acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais no Brasil, através da construção de um ecossistema diverso do existente.

A proposta da criação do mercado de PME em crescimento não afasta as recomendações de flexibilizações em favor das companhias menores apresentadas em outras seções deste trabalho, visto que elas podem coexistir, como será abordado mais adiante.

5.1.2.4 Limites para atuação das entidades administradoras de mercados organizados

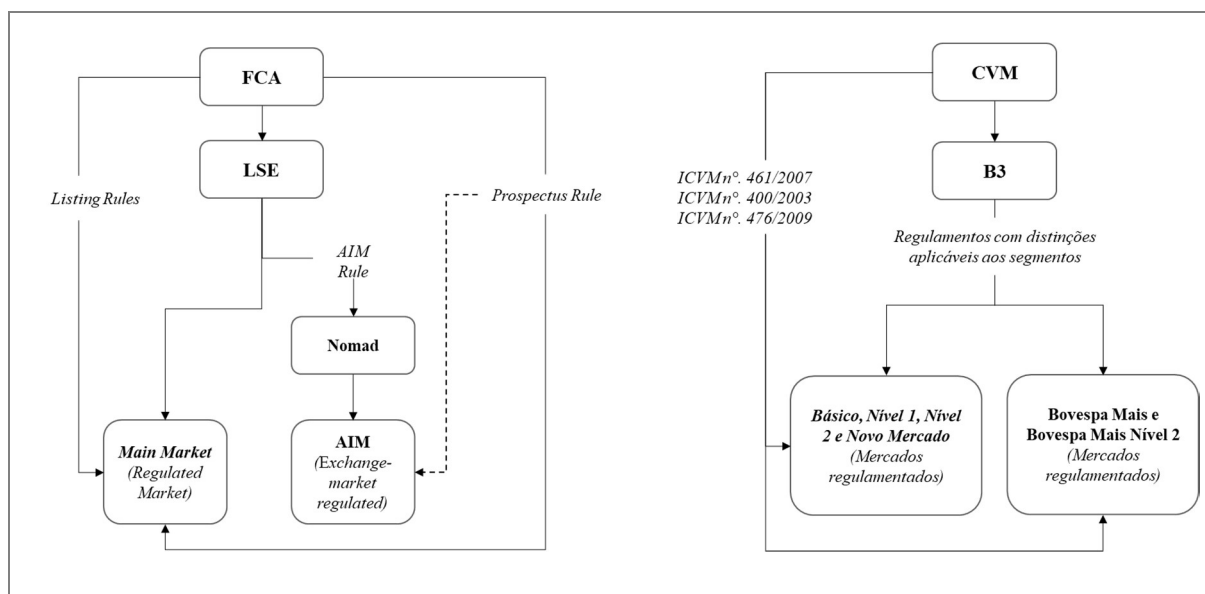
Para que os valores mobiliários sejam admitidos à negociação no mercado de bolsa ou no mercado de balcão organizado, a companhia emissora deve: (i) observar as regras dos manuais e regulamentos da B3 (que, como visto, é única entidade autorizada a administrar mercados organizados no Brasil); (ii) preencher os requisitos de registro de companhia aberta (ICVM n.º. 480/2009); e (iii) no caso de distribuição de valores mobiliários, as normas sobre oferta constantes nas ICVM n.º. 400/2003 e 476/2009, já mencionadas nas seções anteriores deste trabalho.

Dado esse cenário, há pouca margem para a entidade administradora flexibilizar as exigências de ingresso das companhias de menor porte ao mercado de capitais, porquanto não tem competência, por exemplo, para afastar os requisitos de registro de companhia e de oferta pública impostos pela CVM. Dessa forma, a participação da entidade administradora tem função reduzida no fomento ao mercado de acesso brasileiro, ficando essa tarefa sob a competência do legislador (em sentido *lato sensu*). Adicionalmente, ainda que alterações sejam possíveis por meio de regulamentos da entidade administradora, a ICVM n.º. 461/2007 determina que as normas de funcionamento dos mercados organizados sejam aprovadas previamente pela Autarquia, o que pode restringir mudanças mais céleres no mercado.

Cenário diverso foi verificado no mercado de acesso europeu (*Figura 7*). O AIM é concebido como *SME Growth Market*, mercado que possui *status* de *exchange-market regulated*⁸¹³ (em contraposição ao mercado regulamentado, como as *exchanges*). Dessa forma, salvo nas hipóteses de oferta pública de valores mobiliários, as companhias podem ser admitidas à negociação através de um documento de admissão que possui requisitos de *disclosure* e de *compliance* simplificados em relação àqueles exigidos para o mercado principal. Tais requisitos são definidos pelo operador do mercado (no caso, *LSE*) e não pela autoridade reguladora do mercado (no caso, *FCA*). Uma vez que a realização de *private placements* é incentivada e há largas hipóteses de isenção de registro de oferta, a elaboração do prospecto pelas companhias admitidas no AIM é rara, o que certamente representa uma redução de tempo e recurso aos emissores. Ademais, ainda que o prospecto seja exigido, é possível a elaboração do documento em uma versão simplificada (*EU Growth Prospectus*).

⁸¹³ Cf. VISMARA, PALEARI & RITTER, *Europe's Second Markets for Small Companies*, 2012.

Figura 7: Mercado de Acesso (AIM versus Bovespa Mais/Bovespa Mais Nível 2)



Diante desse contexto, discussões em torno do Regulamento do Bovespa Mais e do Bovespa Mais Nível 2 acabam surtindo poucos efeitos em relação ao desenvolvimento do mercado de acesso, sendo necessárias propostas de alterações regulatórias no âmbito da lei societária e das instruções editadas pela CVM. Por essa razão, foram recomendadas alterações na ICVM n.º. 480/2009, para incluir o registro de uma nova categoria de emissor (Categoria C)⁸¹⁴ (mudança que estaria alinhada com a inclusão do art. 294-A à Lei n.º. 6.404/1976), alterações das ICVM n.º. 400/2003 e 476/2009, no intuito de permitir um regime de ofertas públicas de valores mobiliários que atendam as demandas de companhias de menor porte (especificamente no que tange à exigência de intermediário e à limitação quantitativa do público-alvo) e, por fim, alterações na ICVM n.º. 461/2007, de modo a criar uma nova categoria de mercado organizado voltado às companhias de menor porte.

5.2 Companhias admitidas à negociação nos mercados de acesso

Conforme abordado em seções anteriores deste trabalho, há vários fatores que justificam a inserção de sociedades empresárias no mercado de capitais. Para além da possibilidade de captar recursos para o desenvolvimento e a maturação de seus projetos, a abertura de capital permite, dentre outras vantagens, maior visibilidade no mercado, melhor imagem corporativa e

⁸¹⁴ Cf. Tópico 3.4.2.3 deste trabalho.

eficiência no gerenciamento e no fluxo das informações, promove a motivação e a lealdade dos funcionários e facilita futuras operações de reorganização societária⁸¹⁵.

Em regra, o mercado de capitais de vários países, incluindo o Brasil, foi criado com o escopo de permitir a abertura de capital de companhias de grande porte e sanar os problemas decorrentes da escassez de outras formas de financiamento. Todavia, desde os anos de 1980, percebeu-se que o mercado de capitais também poderia contribuir para o desenvolvimento de pequenas e médias empresas. Dessa forma, foram criados vários mercados de acesso voltados às sociedades de menor porte e que, em linhas gerais, são caracterizados pela redução de observâncias regulatórias no intuito de minimizar os custos para acessar o mercado.

Na concepção de Harwood & Konidaris, todos os mercados de acesso deveriam focar em pequenas e médias empresas em fase de crescimento, uma vez que são essas sociedades que demandam capital adicional para consecução de seus projetos, buscam o mercado de capitais como vitrine corporativa e estão dispostas a compartilhar informações em troca das vantagens que a abertura de capital pode proporcionar⁸¹⁶. Dessa forma, os mercados de acesso, para as referidas autoras, deveriam ser voltados para sociedades que se enquadram nos estágios III e IV de desenvolvimento, conforme abordado no tópico 1.3 deste trabalho.

Contudo, dada a subjetividade implícita nesses conceitos, na prática o que se observa são requisitos para admissão de companhias em determinados mercados. Por exemplo, o *Scale* (administrado pela *Deutsche Börse*) exige o preenchimento de três de cinco requisitos vinculados ao porte da companhia⁸¹⁷. A intenção de tal regra é evitar que companhias menores, que poderiam não reunir condições para cumprir com as exigências de *disclosure* e de *compliance*, acessem o mercado e afetem a imagem do segmento.

Lado outro, existem mercados que instituem portes máximos para admissão, como, por exemplo, a *NSE Emerge* (administrado pela *National Stock Exchange of India*)⁸¹⁸ e mercados que não impõem restrições, como é o caso do *AIM*, que não possui requisitos vinculados ao porte mínimo da companhia e tampouco proíbe a admissão de companhia de grande porte⁸¹⁹.

⁸¹⁵ IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015, p. 23.

⁸¹⁶ HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies : A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 16.

⁸¹⁷ “Fulfillment of at least three of the following criteria: Turnover of at least €10 million, Earnings of the year at least € 0, Equity capital more than € 0, Number of employees of at least 20 people, Cumulated, equity capital before IPO of at least €5 million” (DEUTSCHE BÖRSE, *Scale: Equity capital financing for small and medium-sized companies (SME)*, 2019).

⁸¹⁸ Cf. NSE EMERGE, *Investment opportunities in emerging companies*, 2019.

⁸¹⁹ Estudos demonstram que há companhias que possuem condições para a listagem no mercado principal, mas que, por razões estratégicas, optam por negociarem seus valores mobiliários no *UK second-tier Market* (Cf. DOUKAS & HOQUE, *Why firms favour the AIM when they can list on main market?*, 2016).

O Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 também não possuem restrições em relação ao porte das companhias listadas. Contudo, a proposta de criação de um mercado de PME em crescimento (conforme apresentado no tópico anterior) considera o porte para a admissão de companhias ao mercado, de modo que ela deve se enquadrar no conceito de pequena e média empresa.

Defende-se, porém, que não é necessário instituir critérios *mínimos* de porte através da regulação. A idoneidade e a integridade do mercado não estão atreladas ao tamanho da companhia, mas às condições que ela reúne para cumprir com as normas de *disclosure* e de *compliance*, as quais estão relacionadas à forma como a companhia desempenha suas atividades e à qualificação de seus profissionais (não necessariamente ao seu porte). É nesse sentido que a atuação do assessor é considerada essencial, visto ser o responsável pela verificação dessas condições (à semelhança do que ocorre no *AIM*⁸²⁰).

Nada impede, porém, que a entidade administradora, no uso de suas atribuições e visando um público específico, faça restrições adicionais, como, por exemplo, porte mínimo da companhia, percentual mínimo de *free-float*, regras adicionais de governança corporativa (e.g. número mínimo de conselheiros independentes, cláusulas específicas no estatuto social etc.). Se por um lado, essas exigências podem conceder maior proteção aos investidores, por outro, podem desestimular o ingresso de companhias menores. Por essa razão, devem ser avaliadas com bastante cautela.

Ainda no tocante ao perfil das companhias, verifica-se que, no geral, os mercados de acesso apresentam grande diversificação de setores econômicos, embora tenham a tendência de atrair companhias de base tecnológica⁸²¹.

A concentração do mercado em um determinado setor econômico implica um *trade-off* estratégico na forma como o mercado se desenvolve. Por exemplo, se o segmento é focado somente em companhias do setor de tecnologia e inovação com alto potencial de crescimento, poderá apresentar valorizações mais significativas das ações admitidas à negociação, mas às custas da exclusão de outras sociedades de menor porte que igualmente precisam de financiamento. Ademais, um mercado fortemente concentrado em um setor pode ser mais

⁸²⁰ Cf. Tópico 4.3.1 deste trabalho.

⁸²¹ É o caso, por exemplo, da NSE EMERGE: “*Technology startups working towards innovation, development, deployment or commercialization of new products, processes or services driven by technology or intellectual property such as but not limited to Information technology, Data analytics, Bio-technology, Nano-technology, E-commerce, Genetic Engineering, Space Technology, 3D Printing, Artificial intelligence, Robotics etc.*” (NSE EMERGE, *Investment opportunities in emerging companies*, 2019).

vulnerável às mudanças de contexto político e econômico, ao passo que a dispersão em vários setores pode distribuir os riscos e possibilitar a absorção de recessões econômicas. A doutrina ressalta, por exemplo, que a concentração no setor tecnológico contribuiu para o insucesso de alguns mercados de acesso criados no final dos anos de 1990 e início dos anos 2000, como, por exemplo, o *Neuer Markt*, que foi bastante impactado com a *dot.com bubble* ⁸²².

Outra característica comum aos mercados de acesso é a baixa liquidez dos ativos admitidos à negociação. Comumente, companhias de menor porte necessitam de um prazo maior para maturarem seus projetos. Desse modo, elas tendem a atrair investidores que mantêm suas posições por médio e longo prazo, aguardando o retorno do investimento realizado. Em razão dessa característica, transações de compra e venda de ações ocorrem com menor frequência e, geralmente, estão atreladas a cenários de desinvestimento dos investidores que possuem maior participação no negócio (investidores de *private equity*, por exemplo).

A falta de liquidez das companhias de menor porte também decorre da reduzida divulgação de suas atividades e de seus resultados por meio de relatórios emitidos por analistas de investimento. Enquanto as grandes companhias possuem capilaridade no mercado, as pequenas e médias empresas acabam restritas a pequenos grupos de acionistas, geralmente membros de uma mesma família ou pessoas vinculadas aos controladores ou aos fundos que realizaram aportes anteriores⁸²³.

Essa ausência de liquidez dos ativos pode acarretar maior volatilidade dos preços das ações. A título exemplificativo, se um fundo de investimento detentor de grande lote de ações de determinada companhia decidir se desfazer de sua posição, o preço pode ser pressionado, prejudicando a eficiência do mercado. É visando mitigar esses problemas que alguns mercados exigem o percentual mínimo de ações em circulação.

O Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 exigem *free-float* de, no mínimo, 25% após o sétimo ano de listagem no segmento. Todavia, de todas as companhias admitidas até então, são raras aquelas que possuem mais de 25% das ações em circulação no mercado⁸²⁴. Tal fato

⁸²² “*The Neuer Markt flourished so long as its two pillars – corporate governance integrity and confidence in the New Economy – remained intact. The burst of the dot.com bubble in mid 2000 unsettled both foundations. The Neuer Markt stock index eventually lost 96% of its peak value. But market corrections based on the expected performance of high-tech firms were not the only cause of the stock price decline. The Neuer Markt also witnessed an array of corporate scandals, ranging from insider trading to outright fraud, which progressively tarnished the segment’s reputation*” (GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 30). Cf. REVEST & SAPIO, *The creation function of a junior trading venue: An empirical test on the Alternative Investment Market*, 2016.

⁸²³ Cf. Tópico 5.6 deste trabalho.

⁸²⁴ Conforme dados disponibilizados no site da B3 (Empresas Listadas).

pode estar atrelado à dificuldade de os acionistas controladores alienarem suas participações e abrirem mão do poder político na companhia. Tendo em vista esse cenário, seria interessante investigar, junto às companhias (potenciais participantes do mercado de acesso), se essa exigência de percentual mínimo de *free-float* as desestimulam a realizar a listagem em bolsa.

5.2.1 *Programas para incentivar a abertura de capital de companhias de menor porte*

Em um relatório publicado em 2000, foi recomendado que a Bovespa (atual B3) atuasse com “maior agressividade na relação com as empresas através de um trabalho ativo de prospecção e assistência às empresas interessadas em abrir capital”⁸²⁵. Um outro estudo realizado pela Deloitte e pelo Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), em 2017, apontou que: 82% das companhias abrangidas pela pesquisa desconheciam os procedimentos para abertura de capital; e 32% das empresas de capital fechado têm interesse em realizar o *IPO*⁸²⁶. Já a pesquisa formulada por Góes, em 2018, destacou que todas as sociedades entrevistadas consideraram que a pouca familiaridade com o mercado era um dos elementos que as afastavam do financiamento através do mercado acionário⁸²⁷. Todos esses estudos ressaltam a necessidade de iniciativas em prol da disseminação sobre o conhecimento do mercado de capitais e de apoio às sociedades de menor porte.

Nesse sentido, destaca-se o programa Foresee, criado pela Cetip, em 2017, e aprimorado pela B3, através de parcerias estratégicas. O programa se estrutura em três pilares (desenvolvimento do mercado, aculturação interno e novas oportunidades⁸²⁸) e visa estimular o empreendedorismo e a captação de recursos para a expansão de novos negócios.

A mentoria e a aceleração de *startups* é realizada através do Cubo Itaú e da Darwin Startups. O Cubo Itaú abrange *startups* que desenvolvem soluções em praticamente todos os setores (saúde, cadeia de logística, gestão de dados, jurídico etc.) e, além da mentoria, conecta “em um só lugar empreendedores, grandes empresas, investidores e universidades para discutir sobre tecnologia, inovação, novos modelos de negócios, novas formas de trabalhar e como desafiar o *status quo*”⁸²⁹. A Darwin Startups, por sua vez, tem foco em quatro segmentos: (i) *Big Data*: gestão e privacidade de dados; (ii) *FinTechs*: novos negócios em áreas do mercado

⁸²⁵ MB ASSOCIADOS, *Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*, 2000.

⁸²⁶ DELOITTE & IBRI, *Jornada da captação: transformação na busca de recursos*, 2017.

⁸²⁷ GÓES, *Obstáculos ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações*, 2018, p. 62.

⁸²⁸ B3, *Foresee*, 2020.

⁸²⁹ O parágrafo foi elaborado com base nas informações disponibilizadas pelo site do Cubo Itaú.

financeiro, como, por exemplo: pagamentos, investimentos e empréstimos; (iii) indústria de seguros: análise de risco, produtos personalizados e facilitação na contratação; (iv) Tecnologia da Informação (TI) e Telecom: *startups* focadas “em comunicação, telefonia, eficiência de processo, plataformas de atendimento/relacionamento com clientes e TI em geral”. A Darwin Startups, que já contemplou quarenta e seis empresas, fornece *network*, serviços jurídico, financeiro e contábil, ferramentas adequadas para a expansão dos negócios e um selo de qualidade para auxiliá-las na captação de recursos junto aos investidores anjos e de *venture capital*⁸³⁰.

As *startups* que desenvolvem soluções para o mercado financeiro também são favorecidas com a parceria firmada entre a B3 e a Vertical ACATE (Associação Catarinense de Empresas de Tecnologia) *Fintech*. Além disso, a B3 tem parceria, desde 2018, com o RedPoint eventures, um fundo de *venture capital*, focado na aceleração de negócios em estágios iniciais de desenvolvimento. Por fim, o programa Foresse também realiza os Fóruns *Know*, eventos destinados ao público interno e que reúnem grandes nomes do mercado para debater *cases* inovadores e tendências do mercado.

No âmbito da disseminação de conhecimento, a B3 possui uma plataforma (hub de Educação Financeira), através da qual ela realiza a curadoria e a disponibilização de conteúdos digitais (vídeos, *e-books* e *podcasts*) ao público.

Essas iniciativas não são exclusivas no mercado de capitais brasileiro. Por exemplo, no Reino Unido e na Alemanha, a *LSE* e a *Deutsche Börse* fornecem programas dedicados ao desenvolvimento de pequenas e médias empresas e, no Canadá, a *TSX Venture Exchange* auxilia as sociedades de menor porte a tornarem-se públicas por meio de um programa denominado *Capital Pool Company*.

A *LSE* possui o programa ELITE, dedicado às sociedades que pretendem expandir seus negócios e prepará-las para a captação de recursos. O ELITE é um programa internacional e atualmente conta com 1.400 sociedades localizadas nos 45 países que fazem parte da rede (incluindo o Brasil, que iniciou o programa em 2018, por meio de uma parceria com o Instituto de Desenvolvimento do Mercado de Capitais – IDMC). O programa já gerou mais de €97 bilhões em receitas combinadas e é projetado para facilitar o acesso da empresa a uma gama completa de opções de financiamento, aumentar a sua visibilidade no mercado, promover relacionamentos e oportunidades com potenciais investidores e apoiar o desenvolvimento de melhores práticas de gestão e de empreendedorismo.

⁸³⁰ O parágrafo foi elaborado com base nas informações disponibilizadas pelo site da Darwin Startups.

No âmbito do mercado alemão, iniciativas semelhantes são realizadas pela *Deutsche Börse Venture Network*, fundada em 2015, com o objetivo de melhorar a situação financeira das *startups*, por meio da concessão de financiamento, *networking* e *know-how*⁸³¹⁻⁸³².

Dentre as várias ações, a *Deutsche Börse Venture Network* intermedia reuniões entre companhias e investidores de acordo com seus perfis, otimizando a possibilidade de captação de recursos (trata-se do *Venture Match Service*). O programa dá preferência às companhias com modelos de negócios testados no mercado e que apresentam alto potencial de crescimento e indicadores de desempenho mensuráveis. Os investidores são comumente *family offices*, investidores institucionais ou pessoas físicas com patrimônio disponível para investimento superior a €1 milhão. Para facilitar a interação entre companhias e investidores, é disponibilizada uma plataforma *online* que permite a troca de documentos confidenciais entre eles.

Ainda, no intuito de estabelecer uma rede profissional de contatos, a *Deutsche Börse Venture Network* promove eventos (como o *German Equity Forum* e o *Investor Talks*) nos quais as companhias fazem apresentação de seus projetos e dão maior visibilidade aos seus negócios. No *Investor Talks*, entre dez e quinze companhias se apresentam a investidores de *private equity* e de *venture capital* previamente selecionados pela *Deutsche Börse Venture Network*. Durante esse evento, além das apresentações, há tempo disponibilizado para o *networking* e as companhias têm a oportunidade de conhecer investidores em discussões individuais organizadas com antecedência. Até o momento, foram realizadas palestras para investidores em Frankfurt, Paris, Munique, Dublin, Nova York, Palo Alto, São Francisco, Londres, Mônaco e Zurique e, em 2019, o evento foi sediado pela primeira vez na Ásia. Como resultado, mais de quatrocentas discussões individuais já foram realizadas⁸³³.

⁸³¹ Os parágrafos foram elaborados com base nas informações disponibilizadas no site da *Deutsche Börse Venture Network*.

⁸³² Programa similar foi criado pela *Shenzhen Stock Exchange (SZSE)*: “For companies at an earlier stage of development, SZSE has established a Training Centre for Venture Enterprises, launched the V-Next Platform in cooperation with Torch Centre of Ministry of Science and Technology, invested in 11 regional OTC Markets, and initiated the Venture Capital Alliance. Working in unison with multiple parties with diverse resources, SZSE jointly provides services such as incubation, training, investment facilitation and pitching roadshows for start-up enterprises. The platform assists start-ups in standardising business operations, and accessing PE/VC investment at early stages. To support enterprises in meeting challenges that may arise during the process of financing and accessing the capital market, SZSE has established a multi-tiered outreach program comprising of the headquarters, regional service hubs and frontline promotion centers, providing tailor-made services for different municipalities. Additionally, through the model of “robust back office plus agile front offices”, localised timely outreach services to promote listing can now be delivered efficiently” (HE, *Capital formation in support of innovation: meeting SMEs’ demand for life-cycle financing*, 2019).

⁸³³ Iniciativa semelhante era conduzida pela BM&FBovespa em parceria com a FINEP, porém o programa foi descontinuado (cf. *Finep e BM&FBovespa apresentam empresas a investidores*, 2012).

Também visando ampliar o alcance desses novos negócios, são promovidos eventos com representantes da arena política, para que as companhias possam expor entraves dos setores econômicos em que atuam e, através de seus parceiros, a *Deutsche Börse Venture Network* oferece suporte em questões jurídicas e disponibiliza aos membros espaços de *co-working* localizados em Berlim e em Frankfurt.

Em relação à parte educacional, a *Deutsche Börse Venture Network* estimula o desenvolvimento de habilidades dos executivos através de programas de treinamento, nos quais são apresentados os meios de financiamento da atividade empresarial, bem como os caminhos para uma captação de recurso bem-sucedida. Adicionalmente, são concedidos cursos práticos, *workshops*, seminários *online* e painéis de palestras para intercâmbio profissional entre os membros da *Deutsche Börse Venture Network*.

Atualmente, o programa conta com mais de 190 companhias e mais de 375 investidores. Nas 97 rodadas de financiamento realizadas, as *startups* arrecadaram um total de aproximadamente \$3,6 bilhões, e sete companhias foram listadas na Bolsa de Frankfurt, o que revela o potencial dessas iniciativas para o desenvolvimento do mercado de capitais.

No Canadá, o programa em prol das pequenas e médias empresas é diverso e realizado através da constituição de uma *Capital Pool Company (CPC)*, isto é, um veículo de investimento fundado por investidores sofisticados com *know-how* de mercado⁸³⁴⁻⁸³⁵.

O programa é composto por duas etapas. Em breves linhas, na primeira fase, no mínimo três indivíduos, detentores de *expertise* na administração de companhias abertas, constituem a *CPC (shell company)*, a qual terá suas ações emitidas após a elaboração e aprovação de seu prospecto de oferta. As ações devem ser subscritas por no mínimo 200 acionistas e cada um deve adquirir pelo menos 1.000 ações (a captação deve ser entre \$200 mil e \$4,75 milhões), sendo que nenhum investidor pode comprar mais de 2% da oferta. Depois que a distribuição é concluída, a *CPC* é listada para negociação na *TSX Venture Exchange* com o símbolo “P”, para indicar que se trata de uma *CPC* (em abril de 2020, foram verificadas 91 *CPC* listadas)⁸³⁶. Uma vez concluída a primeira fase, a *CPC* tem até 24 meses para identificar o negócio no qual pretende realizar o investimento (via aquisição) e emitir um documento dando transparência

⁸³⁴ Os parágrafos a seguir foram elaborados com as informações disponibilizadas no sítio eletrônico da *TSX Venture Exchange*, cf. *TSX, Capital Pool Company (CPC) Program*, 2019.

⁸³⁵ “Although *CPCs* appear similar to special purpose acquisition companies (*SPACs*) in the United States, the average size of *SPAC* is almost US\$70 million, much larger than the approximately C\$1 million size of *CPC*” (PANDES & ROBINSON, *Is Effective Junior Equity Market Regulation Possible?*, 2014, p. 42).

⁸³⁶ *TSX, Current Market Statistics: Currently Available CPCs*, 2020.

dos termos da operação (essa aquisição é chamada de “*qualifying transaction*”). A companhia adquirida deve preencher os requisitos para listagem na bolsa e a *TSX Venture Exchange* fará a revisão dos documentos para verificar se as exigências para admissão foram satisfeitas. Com a conclusão da aquisição, ocorre a alteração do nome da *CPC* e o símbolo “P” é removido, passando a companhia investida a ser regularmente listada na bolsa (tendo em vista as suas características, o programa é concebido como uma alternativa ao *IPO* tradicional⁸³⁷). O sucesso do programa para o financiamento da atividade produtiva no âmbito do mercado canadense foi analisado por Pandes & Robinson⁸³⁸.

Todas as iniciativas apresentadas são relevantes para o desenvolvimento do mercado de acesso, pois auxiliam as pequenas e médias empresas nas fases que antecedem o *IPO*, de modo a melhor prepará-las para a futura captação de recursos via emissão de ações, razão pelas quais foram brevemente citadas.

5.3 Investidores

Por meio da ICVM nº. 539/2013, a CVM classifica os investidores em três categorias: investidores profissionais, investidores qualificados e demais investidores, os quais são conhecidos como investidores de varejo. A B3 classifica os investidores que atuam no mercado acionário de modo diverso: investidores não residentes, investidores institucionais locais, pessoas naturais, empresas, instituições financeiras e outros. Os tópicos a seguir tratam dessas

⁸³⁷ “*The Exchange’s program was designed as a corporate finance vehicle to provide businesses with an opportunity to obtain financing earlier in their development than might be possible with an IPO. The CPC program permits an IPO to be conducted and an Exchange listing to be achieved by a newly created company that has no assets, other than cash, and has not commenced commercial operations. The CPC then uses this pool of funds to identify and evaluate assets or businesses which, when acquired, qualify the CPC for listing as a regular Tier 1 or Tier 2 Issuer on the Exchange*” (TSX, Policy 2.4 - Capital Pool Company, 2019).

⁸³⁸ “[...] *the CPC program has enabled developing companies to raise an increasing amount of capital over time. It also attracts higher-quality entrepreneurs and underwriters, resulting in greater success for the listed companies and avoiding many of the problems of fraud found in other junior equity markets. We believe that the CPC program has been successful for several reasons. First, the regulators place VC-like governance mechanisms on the company founders, requiring them to create value for outside shareholders before they can trade their shares. Second, the company founders are constrained in their ability to access the IPO proceeds. Third, outside investors and the regulators require prospectus-level disclosure about any proposed transaction, the regulators must approve any QT proposed by the company founders, and outside investors must approve any non-arm’s-length QT. Fourth, the regulators require that the underwriters that take CPCs public ensure that the investment is appropriate for their clients’ investment needs and objectives. Fifth, to create secondary market liquidity, the program requires a minimum number of IPO investors and places limits on the maximum ownership percentage of these IPO investors. Finally, the program provides CPC managers with the flexibility to negotiate potential deals without the concern that individual investors could rescind their investment if they do not support the proposed transaction.*” (PANDES & ROBINSON, *Is Effective Junior Equity Market Regulation Possible?*, 2014, p. 51).

classificações e apresentam breves apontamentos sobre a participação desses investidores no mercado de capitais brasileiro.

5.3.1 *Classificação dos investidores conforme ICVM nº. 539/2013*

A classificação dos investidores realizada pela CVM, através da ICVM nº. 539/2013, tem caráter funcional, porquanto a partir dela são estabelecidos regimes regulatórios distintos de proteção aos investidores, sendo conferida maior tutela àqueles que necessitam (investidores de varejo) e maior autonomia privada àqueles de maior sofisticação (investidores profissionais e investidores qualificados). Tal prática regulatória está alinhada com a lição de Ribeiro & Agostinho, os quais afirmam que a intervenção do Estado no mercado de capitais deve se dar em medida inversa a capacidade técnica e informacional dos agentes econômicos envolvidos⁸³⁹.

Entende-se por investidores profissionais aqueles que “atuam cotidianamente no mercado financeiro ou que, devido ao patrimônio elevado, podem contratar prestadores de serviço capazes de auxiliá-los em decisões de investimento envolvendo universo amplo de ativos”⁸⁴⁰.

Segundo art. 9º-A, da ICVM nº. 539/2013, são considerados investidores profissionais: (i) as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen; (ii) as companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) as entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) as 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 mediante termo próprio; (v) os fundos de investimento; (vi) os clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (vii) os agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (viii) os investidores não residentes.

A categoria dos chamados investidores qualificados, por sua vez, inclui os investidores profissionais, e os demais sujeitos elencados no art. 9º-B, da ICVM nº. 539/2013, quais sejam: (i) 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 mediante termo próprio; (ii) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de

⁸³⁹ RIBEIRO & AGUSTINHO, *Os investidores institucionais e o desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil*, 2011, p. 396.

⁸⁴⁰ CVM, *Edital de Audiência Pública SDM nº. 03/2014*, 2014.

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 (iii) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados. Como é possível perceber, os investidores qualificados também possuem certa *expertise* do mercado de capitais e, portanto, também necessitam de menor tutela se comparada àquela imprescindível aos investidores de varejo (pessoas físicas que, comumente, não possuem compreensão do mercado e dos riscos envolvidos na aquisição de valores mobiliários).

Os investidores profissionais e os investidores qualificados, em virtude de suas características, integram o conceito de “investidores sofisticados”.

O critério quantitativo para enquadramento de pessoas físicas nessa categoria sempre foi um ponto controverso entre os participantes do mercado.

No prazo de manifestação da Audiência Pública SDM n°. 03/2006, que tratou do aprimoramento da ICVM n°. 409/2004 (instrução que até então trazia o conceito de investidor qualificado), Benzecry argumentou que seria mais adequado considerar duas classificações para investidor qualificado pessoa física: uma para contemplar aqueles que se declaram aptos a assumir os riscos do investimento em razão de sua capacidade técnica para aferi-los e outra que considerasse a situação financeira do indivíduo. No primeiro caso, o autor alega que bastaria uma declaração de próprio punho, na qual o investidor atestasse os riscos aos quais estaria exposto e os conhecimentos que possui sobre o mercado financeiro⁸⁴¹. Em linhas gerais, o autor defendia a autonomia privada dos investidores, que poderiam optar pela maior exposição ao risco, ainda que não fossem detentores de patrimônio relevante.

Essa não foi a posição adotada pela Autarquia. Após a revisão da norma e a análise das manifestações recebidas, a CVM manteve a exigência de comprovação do critério quantitativo (que a época era investimentos financeiros em valor superior a R\$300 mil)⁸⁴². Anos depois, a Autarquia publicou o Edital de Audiência Pública SDM n°. 03/2014 oportunizando novos debates sobre o conceito de investidor qualificado, que agora estava disciplinado por outra norma, a ICVM n°. 539/2013.

Diversos participantes do mercado recomendaram que a Autarquia aceitasse a declaração de capacidade técnica, independentemente da condição financeira do investidor. O

⁸⁴¹ BENZECRY, *A CVM e o conceito de investidor qualificado*, 2006.

⁸⁴² Cf. Art. 109, ICVM n°. 409/2004.

Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), por exemplo, alegou que a adoção de tal critério restringia “demasiadamente a liberdade individual” e impedia “certos investidores de assumirem determinados riscos do mercado, levando à maior restrição do mercado de capitais”⁸⁴³. Ademais, buscando permitir que outras pessoas físicas, não dotadas de patrimônio relevante, pudessem ser consideradas investidores qualificados, alguns participantes sugeriram a aplicação de exames capazes de aferir conhecimentos técnicos e atribuir a qualificação⁸⁴⁴. Como visto, essa última recomendação foi contemplada no inciso VII, do art. 9º-A, e no inciso III, do art. 9º-B, da ICVM nº. 539/2013, dando oportunidade para que pessoas físicas dotadas de patrimônio inferior a R\$1 milhão pudessem ter acesso a valores mobiliários ofertados somente aos investidores qualificados.

Todavia, para aquelas pessoas físicas que não possuem as certificações elencadas nos dispositivos acima foi mantido o critério quantitativo (vinculado ao volume de investimentos financeiros) sob o argumento de que sua simplicidade e objetividade facilita a “supervisão da CVM e o controle interno dos intermediários”⁸⁴⁵⁻⁸⁴⁶.

A classificação de investidores conforme *expertise* e demanda de menor ou maior regulação não ocorre somente no Brasil.

O Anexo II, da *MiFID II*, trata dos sujeitos que podem ser concebidos como *professional clients* e que, portanto, podem ser submetidos a regras mais flexíveis de proteção. Segundo disposto na norma, é possível o enquadramento mediante solicitação, verificação e apresentação de alguns requisitos vinculados à renda e/ou a experiência no mercado financeiro⁸⁴⁷.

Já nos EUA, os *qualified purchaser investors (QIB)* e os *accredited investors* podem adquirir valores mobiliários que não são registrados junto à *SEC*, e abrangem as pessoas físicas dotadas de patrimônio⁸⁴⁸ ou renda anual relevante⁸⁴⁹. Como mencionado no tópico 3.3, é bastante comum a realização de ofertas perante esse público (*limited offerings*), visando, principalmente, reduzir os custos atrelados a realização do registro perante o órgão regulador. De modo a ampliar esse benefício, em dezembro de 2019, a *SEC* propôs alterações de modo a

⁸⁴³ CVM, *Relatório de Audiência Pública SDM nº. 03/2014*, 2014.

⁸⁴⁴ CVM, *Relatório de Audiência Pública SDM nº. 03/2014*, 2014.

⁸⁴⁵ CVM, *Relatório de Audiência Pública SDM nº. 03/2014*, 2014.

⁸⁴⁶ No caso de investimentos em fundos, a perda da condição de investidor profissional ou qualificado não implica a exclusão do cotista do fundo nem o impossibilita de alienar as cotas já adquiridas. Todavia, tal investidor não poderá realizar novas aquisições, já que seu enquadramento é realizado no ato de subscrição ou de negociação no mercado secundário. No primeiro caso, a verificação é realizada pelo administrador do fundo e, no segundo, pelo intermediário.

⁸⁴⁷ Cf. *Section II, Annex II, MiFID II*.

⁸⁴⁸ O patrimônio do *qualified purchaser investors* e do *accredited investors* deve ser superior a US\$5 milhões e US\$1 milhão, respectivamente.

⁸⁴⁹ Cf. *Regulation D, SEC*.

ampliar o conceito de *accredited investors* e englobar pessoas físicas possuidoras de conhecimentos específicos do mercado, seja em razão de experiência profissional ou educacional⁸⁵⁰.

Embora não seja recorrente a realização de ofertas de ações com dispensa de registro no Brasil (como analisado no tópico 3.4.1), a segmentação dos investidores em classes, segundo o grau de risco que podem ser expostos, é relevante para o desenvolvimento do mercado e para a formação de capital de pequenas e médias empresas, uma vez que permite que emissores captem recursos sem que procedimentos mais onerosos sejam necessários (como a elaboração de documentos para registro da oferta).

Dessa forma, é recomendável avaliar o conceito de investidor qualificado adotado no Brasil em comparação com o conceito disposto na *MiFID II* e com as recentes propostas no âmbito do mercado estadunidense. À título exemplificativo, a ICVM n.º. 539/2013 apenas permite que a experiência seja comprovada mediante exames de qualificação técnica ou certificações aprovadas pela CVM. A *MiFID II* e as proposta da *SEC* são mais abrangentes: a *MiFID II* possibilita que avaliação da competência, experiência e conhecimentos do cliente possa ser realizada pela empresa de investimento⁸⁵¹, e a proposta da *SEC* abarca, por exemplo, certificados de *Masters of Business Administration (MBA)* emitidos por instituição de ensino renomada⁸⁵². O enquadramento adequado dos investidores, conforme suas características, é necessário para que os limites impostos pela regulação não sejam desproporcionais (no que tange à proteção e à exposição do investidor a riscos), devendo, portanto, ser objeto de constante análise (e, se cabíveis, modificações).

5.3.2 *Classificação dos investidores no mercado acionário*

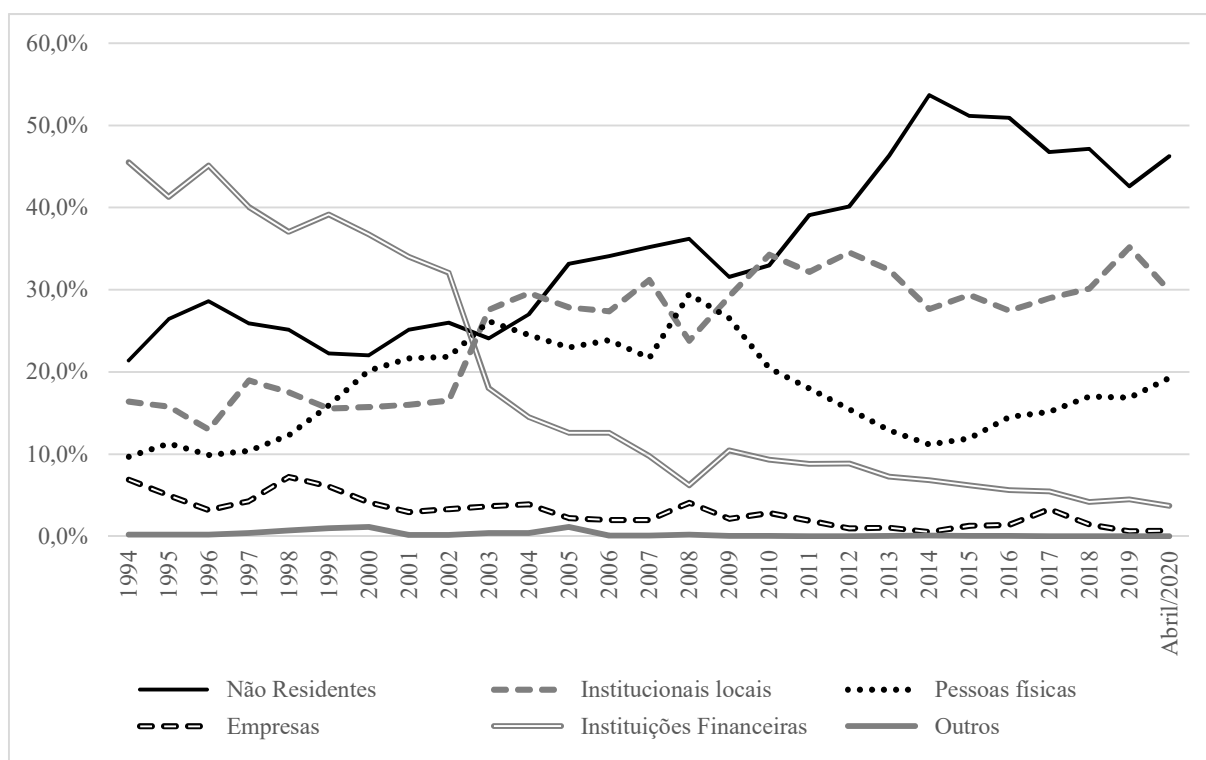
A B3 divulga a participação dos investidores no mercado acionário considerando seis categorias, quais sejam: investidores não residentes, investidores institucionais locais, pessoas naturais, empresas, instituições financeiras e outros. O *Gráfico 4* abaixo demonstra a composição do mercado de ações brasileiro.

⁸⁵⁰ Cf. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Release n. 33-10734; 34-87784; File n. S7-25-19: Amending the 'Accredited Investor' Definition*, 2019. Sobre a necessidade de estender o alcance do conceito, cf. THOMAS, *Redefining Accredited Investor: that's one small step for the SEC, one giant leap for our economy*, 2019.

⁸⁵¹ Cf. *Section II, Annex II, MiFID II*.

⁸⁵² Cf. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Release n. 33-10734; 34-87784; File n. S7-25-19: Amending the 'Accredited Investor' Definition*, 2019.

Gráfico 4: Participação dos investidores no volume financeiro transacionado (Mercado de ações)



Fonte: B3, 2020

Os tópicos a seguir são dedicados a breves comentários sobre os três principais tipos de investidores no mercado acionário brasileiro (investidores não residentes, institucionais locais e pessoas físicas).

5.3.2.1 Investidores não residentes

São considerados investidores não residentes as pessoas físicas ou jurídicas (inclusive fundos ou outras entidades de investimento coletivo) que investem no Brasil e que possuem residência, domicílio ou sede no exterior. A Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº. 4.373/14 e a ICVM nº. 560/2015 são as normas que disciplinam as aplicações desses investidores no mercado de capitais do país.

Em uma breve narrativa, Mattos Filho & Prado explicam quais mudanças foram significativas para o ingresso dos investidores não residentes no mercado de capitais

brasileiro⁸⁵³. Segundo os autores, foi nos anos 90, após a chamada “década perdida”, que ganhou relevância a discussão acerca de mecanismos para atraí-los.

Os autores apontam que, não obstante o Brasil apresentasse uma situação econômica desfavorável a investimentos externos (especialmente em virtude do cenário de hiperinflação e do abalo da credibilidade do mercado de capitais brasileiro provocado pelo escândalo conhecido como Caso Nahas⁸⁵⁴), havia a intenção de flexibilizar as regras de acesso do capital externo e permitir que o país “usufruisse da liquidez internacional e do interesse dos estrangeiros nos ativos nacionais”⁸⁵⁵.

Dessa forma, em 1991 foram introduzidos instrumentos que viabilizassem o ingresso do investidor estrangeiro. Até então, o investimento de não residentes era realizado nos termos da Resolução CMN nº. 1.289/1987, via Sociedade de Investimento – Capital Estrangeiro (Anexo I da norma), Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro (Anexo II) ou Carteira de Investimento (Anexo III), os quais possuíam várias restrições como: (i) exigência de capital mínimo para constituição; (ii) permanência do investimento no país por um período de, no mínimo, 90 dias; e (iii) regras sobre a composição da carteira de investimento⁸⁵⁶. Dadas tais limitações, foi incluído um novo anexo à Resolução CMN nº. 1.289/1987, de modo a: (i) permitir o investimento direto de investidores institucionais estrangeiros no mercado de capitais (não havendo mais a necessidade de utilizar outros veículos de investimentos); e (ii) excluir as exigências atreladas ao (a) capital mínimo, (b) ao tempo de permanência do investimento no país e (c) à composição da carteira.

Ademais, também foi incluído o Anexo V à Resolução CMN nº. 1.289/1987, criando o *American Depositary Receipts (ADR)* e o *International Depositary Receipts (IDR)*, os quais

⁸⁵³ Cf. MATTOS FILHO & PRADO, *Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*, 2012, p. 211-217.

⁸⁵⁴ “Os anos 1990 constituíram um período traumático para a CVM, marcado por um movimento especulativo, concentrado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, que ficou conhecido como Caso Nahas. O foco dessa especulação foi o mercado de derivativos. [...] Em 1989, Naji Nahas – que se notabilizara por operações financeiras ultraespeculativas – capitaneou um movimento para concentrar negócios no mercado futuro de opções da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. O volume de negócios e os preços das ações caíram fortemente quando esse movimento foi interrompido, após a suspensão do financiamento para compra e venda de ações. A Bolsa do Rio quase entrou em colapso ao ter que honrar as posições a descoberto assumidas por Nahas. O controverso Caso Nahas originou um inquérito e depois um processo na CVM. [...] Por cinco votos, o Colegiado da CVM condenou Nahas administrativamente a uma multa de R\$10 milhões e o proibiu de voltar a operar no mercado. Nahas acabou sendo absolvido mais tarde pela justiça comum” (VIDOR, *A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes*, 2016).

⁸⁵⁵ MATTOS FILHO & PRADO, *Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*, 2012, p. 213.

⁸⁵⁶ MATTOS FILHO & PRADO, *Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*, 2012, p. 211.

permitiam o investimento estrangeiro direto em companhias brasileiras negociadas em mercados internacionais⁸⁵⁷.

Além das mudanças regulatórias incentivando o fluxo de capital externo para o Brasil, também foram promovidas privatizações de algumas companhias estatais e, em 1996, foi verificada maior estabilidade da moeda com a implementação do Plano Real, criando um cenário mais favorável para a atuação dos investidores não residentes.

O processo de maior inserção dos investidores não residentes no mercado de capitais brasileiro vem se consolidando e, atualmente, eles são responsáveis por quase a metade do volume transacionado no mercado acionário do país (*Gráfico 4 acima*)⁸⁵⁸.

Contudo, apesar de os investidores não residentes desempenharem papel importante no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, comumente eles não apresentam interesse em participar de ofertas de companhias menores, cuja liquidez tende a ser menor⁸⁵⁹. Por outro lado, estudos apontam que companhias menores atraem investidores locais⁸⁶⁰. Desse modo, reconhece-se a relevância de medidas em prol da maior participação dos investidores não residentes no mercado acionário brasileiro, mas, no âmbito das discussões em torno do aprimoramento do mercado de acesso no país, devem ser priorizados mecanismos de estímulos de diversificação da base acionária⁸⁶¹, especialmente em relação ao aumento da participação da pessoa física.

5.3.2.2 *Investidores institucionais*

São investidores institucionais as instituições que captam recursos de terceiros, principalmente de pequenos investidores pessoas físicas, para posterior aplicação no mercado de valores mobiliários conforme prévias orientações gerais. São exemplos de investidores institucionais as companhias seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades abertas e fechadas de previdência complementar, os fundos e os clubes de investimento.

⁸⁵⁷ “Apesar do efeito positivo dos *DR*, que é a possibilidade de captação de recursos diretamente no mercado de ações externo, a consequência da utilização deste instrumento é a possível transferência da liquidez dos papéis de empresas nacionais para outros mercados estrangeiros” (MATTOS FILHO & PRADO, *Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*, 2012, p. 216).

⁸⁵⁸ O investidor não residente é considerado investidor profissional, conforme art. 9º-A, inc. VIII, da ICVM nº. 539/2013, o que gera uma assimetria em relação ao investidor pessoa física local.

⁸⁵⁹ GÓES, *Obstáculos ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações no Brasil*, p. 44.

⁸⁶⁰ HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies : A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 22.

⁸⁶¹ Cf. ALDERIGHI, *A note on how to enhance liquidity in emerging markets by leveraging on trading participants*, 2017.

O conceito de investidores institucionais não se confunde com o de investidores qualificados e profissionais, embora possa ocorrer de um investidor institucional ser também um investidor profissional e qualificado, nos termos dos art. 9º-A e 9º-B, da ICVM nº. 539/2013.

Os investidores institucionais são essenciais ao fortalecimento do mercado de capitais, pois oferecem condições para que pessoas físicas se reúnam para distribuírem seus riscos e potencializarem seus ganhos⁸⁶²⁻⁸⁶³. Ademais, esses investidores possuem gestão profissional (com tendência de uma visão de longo prazo), que lhes permite operar regularmente no mercado⁸⁶⁴ e avaliar eventuais assimetrias em melhores condições que o investidor pessoa física.

Para exercerem suas funções, os gestores devem ser autorizados pela CVM. Suas atividades, bem como o funcionamento das instituições para as quais prestam serviço, são supervisionadas por entidades reguladoras e autorreguladoras, o que confere maior segurança ao investimento realizado através deles.

Os investidores institucionais possuem, em regra, mandatos de investimento que preveem, dentre vários aspectos, as classes de ativos que podem ser adquiridos, a concentração mínima e máxima em cada uma delas, os parâmetros para exposição ao risco e os critérios para remuneração do gestor. O descumprimento da política de investimento gera sanção na esfera civil e administrativa, porém a gestão de recursos é uma atividade de meio e não de resultado, o que significa que a mera perda patrimonial não enseja a responsabilização.

Como captam recursos de terceiros, o patrimônio dos investidores institucionais tende a ser bastante elevado, atingindo cifra de milhões ou até bilhões de reais, o que lhes permite maior diversificação na composição da carteira de investimento e melhor distribuição de risco

⁸⁶² RIBEIRO & AGUSTINHO, *Os investidores institucionais e o desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil*, 2011, p. 398; NOVAES, *Mercado de Capitais: lições da experiência internacional*, 2007, p. 37.

⁸⁶³ A elevação da expectativa de vida e o envelhecimento da população têm criado dificuldades para o Governo manter o financiamento da previdência social, estimulando reformas ao longo da última década, como a criação da FUNPRESP (Lei nº. 12/618/2012), que em Nov./2019 contava com mais de 90 mil participantes e possuía aproximadamente R\$2.22 bilhões de patrimônio.

⁸⁶⁴ “*Institutional investors are generally associated with better stock market liquidity. The presence of large institutional investors is overall related to a higher number of trades and higher trading volumes, and as a consequence to lower transaction costs and higher liquidity (Merton, 1987). Moreover, as institutional investors tend to have long investment horizons, their presence reduces market volatility (IOSCO, 2012). Institutional investors play a crucial role in the creation of the necessary levels of trade that would allow a market to properly function, especially during its early stages of development (see Yartey (2008) on the role of institutional ownership in the development of the Johannesburg Stock Exchange)*” (ALDERIGHI, *A note on how to enhance liquidity in emerging markets by leveraging on trading participants*, 2017).

(a maioria dos investidores individuais possui menor volume financeiro disponível para investimento e concentra seus recursos em poucos ativos).

Comumente, valores mobiliários com menor liquidez – como é o caso das ações de pequenas e médias empresas – não atraem investimento de investidores institucionais, devido, principalmente, à dificuldade de desinvestimento no futuro⁸⁶⁵ (a venda de um grande lote de ações pode pressionar os preços para baixo, conforme discutido em sessão anterior deste trabalho⁸⁶⁶). Além disso, a assimetria informacional entre companhias de menor porte e investidores tende a ser maior, porquanto, em regra, disponibilizam menos informações ao mercado, seja em razão de aspectos atrelados à confidencialidade do negócio, ao custo para elaboração, conferência e disponibilização da informação, ou devido à ausência da cobertura de analistas de investimentos. Rocca & Santos Jr. afirmam que o “custo de avaliação e monitoramento”⁸⁶⁷ das ações de companhias menores ajudam a explicar a baixa atratividade do investimento nesses ativos⁸⁶⁸.

Contudo, essas são linhas gerais (tendências), uma vez que as estratégias de investimento variam entre os gestores e a alocação dos ativos é influenciada por uma diversidade de fatores, como, por exemplo, crenças de investimento, preferência por alguns setores em detrimento de outros, níveis de exposição ao risco, fatores culturais, estruturas de governança corporativa das companhias investidas, questões tributárias e disponibilidade de ativos negociados⁸⁶⁹.

Além disso, a categoria *investidores institucionais* engloba várias subcategorias, sendo que cada uma tem características próprias, inclusive em virtude das normas a que se submetem. Dessa forma, alguns investidores institucionais desempenham papel relevante para a inserção

⁸⁶⁵ “*With insufficient market liquidity it might take years for an investor to completed sell off their holdings in a company (unless it is under conditions of a fire sale). When liquidity is constrained, investors cannot get the stocks required to fulfil their portfolio requirements in a timely fashion, deterring their participation in such markets. The small size of issue offerings are, by definition, not supporting deeper markets and present another obstacle to larger institutional investors who look for larger trades. In the absence of liquidity, price discovery is distorted altogether and investors are diverted to more accessible alternatives such as investing in blue chip shares instead*” (NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 71).

⁸⁶⁶ Cf. Tópico 5.1.2.1 deste trabalho.

⁸⁶⁷ ROCCA & SANTOS JR. apud GÓES, *Obtenção de financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações no Brasil*, 2018, p. 46.

⁸⁶⁸ No mesmo sentido, Góes identificou que “A maioria dos fundos de *private equity* optam por investir em um menor número de empresas maiores, do que em diversas empresas menores, uma vez que dessa forma conseguem atingir o retorno necessário, sem que sua atuação seja fragmentada, o que exigiria um esforço de acompanhamento muito maior” (GÓES, *Obstáculos ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações no Brasil*, 2018, p. 70).

⁸⁶⁹ IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015, p. 20.

de pequenas e médias empresas no mercado de capitais. Os tópicos a seguir abordam alguns desses investidores.

5.3.2.2.1 Fundo de Investimento em Participações

No estágio inicial da atividade empresarial, as economias pessoais dos fundadores, familiares e amigos⁸⁷⁰ são as fontes mais recorrentes de financiamento, pois os projetos desenvolvidos tendem a ser altamente arriscados em virtude da assimetria informacional⁸⁷¹, da intangibilidade dos ativos e da ausência de histórico de resultados financeiros. Essas características criam obstáculos para que a sociedade acesse recursos de longo prazo através de outros meios (instituições financeiras ou plataformas de investimento coletivo).

Com o desenvolvimento inicial dos projetos e o esgotamento dos recursos primários⁸⁷², fontes externas de financiamento tornam-se essenciais à continuidade da empresa, mas, como o risco do negócio ainda é significativo, a negociação de empréstimos em condições atrativas junto às instituições financeiras pode permanecer obstaculizada. Nesse contexto, ganham destaque as plataformas de *crowdfunding* e a atuação dos chamados investidores anjos, isto é, indivíduos que buscam um retorno maior do que aqueles concedidos por modalidades de investimentos tradicionais e conservadores.

Freitas explica que esses investidores “têm uma melhor consciência, preparação e qualificação para entenderem o negócio e realizarem o investimento”⁸⁷³, assim, além do simples aporte de recursos, os investidores anjos contribuem com o desenvolvimento da empresa através da concessão de consultorias comerciais e da disponibilização de seu *networking* e *know-how*⁸⁷⁴.

A injeção adicional de recursos, acompanhado do aprimoramento do negócio, pode atrair o interesse de investidores de *venture capital*, os quais desempenham papel relevante no alívio de obstáculos financeiros enfrentados por empresas em estágios iniciais de

⁸⁷⁰ Esses investidores são conhecidos pela sigla *FFF* (*Family, Friends and Fools*).

⁸⁷¹ Cf. CORRÊA, *Breves apontamentos sobre o financiamento privado da startup*, 2018, p. 618.

⁸⁷² Freitas ensina que o investimento realizado pelos fundadores, familiares e amigos “é para auxiliar nos verdadeiros primeiros passos do empreendimento e, por vezes, acaba se desvirtuando como investimento para se tornar uma doação” (FREITAS, *Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE)*, 2015, p. 167).

⁸⁷³ FREITAS, *Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE)*, 2015, p. 168.

⁸⁷⁴ “Para ingressar na empresa, é comum que os próprios *angels* negociem os contratos a serem celebrados e realizem uma pequena *due diligence* para que tenham conhecimento da empresa em que estão colocando seu dinheiro” (MOTTA, *Princípios da proteção negocial e jurídica para empreendedores em Tecnologia*, 2008, p. 238).

desenvolvimento que ainda buscam a expansão de suas atividades, mas que, para tal, exigem uma captação maior de recursos, geralmente não suportada pelos investidores anjos⁸⁷⁵.

Em um próximo estágio, no qual a sociedade atinge maior robustez e apresenta sólida estrutura financeira, adquirida por meio de rodadas de investimento anteriores⁸⁷⁶, investidores de *private equity* podem ser atraídos, ao mesmo tempo em que a sociedade pode conseguir acessar empréstimos bancários com taxas menores e garantias mais flexíveis.

Há dois elementos que distinguem o investimento de *venture capital* e de *private equity*: o valor e o momento em que o recurso é aportado na companhia investida. Segundo Motta, os investimentos de *venture capital* são voltados para empresas menores, geralmente, em estágio embrionário, e, por isso, os investidores tendem a acompanhar mais de perto o desenvolvimento do projeto. Por outro lado, os investimentos de *private equity* procuram empresas consolidadas, sendo a administração realizada por profissionais qualificados, comumente indicados pelos próprios investidores⁸⁷⁷.

Embora todos os meios de financiamento brevemente citados acima desempenhem papéis relevantes para o desenvolvimento da atividade produtiva, ressalta-se aqui a importância dos investimentos de *venture capital* e de *private equity* para o financiamento das pequenas e médias empresas e para o surgimento das grandes companhias. Isso porque, conforme ensina Freitas, os investidores de *venture capital* e de *private equity* não se restringem à concessão de

⁸⁷⁵ “*Venture capital and angel investing are especially aimed at supporting pre-launch, launch and early stage development phases, and typically target a small pool of high-growth potential companies, with the capacity for high returns in a short time frame. The two forms are however characterized by different motivations, stage of investment, scale and operating models. Business angels invest their own money, rather than collecting funds from a variety of investors, focus mainly on the seed and early stage, contrarily to venture capitalists’ increasing focus on later stages, bring into the venture their own entrepreneurial skills, expertise and networks, with a more hands-on role in the company than venture capitalists, invest smaller amounts per deal, including in non-high-tech fields and in more dispersed areas than venture capital funds. The two markets are however highly complementary. Business angels need a well-functioning VC market to provide the follow-on finance that some of the businesses they support will require. At the same time, a well-developed angel market can create more investment opportunities and increase the deal flows for VCs*” (OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015).

⁸⁷⁶ CORRÊA explica que “Tipicamente, o investimento *venture capital* é realizado de forma escalonada (*staged financing*), através de rodadas de investimentos (Série A, B, C...). Em linhas gerais, pelo investimento escalonado investe-se apenas o montante suficiente para permitir que o empreendedor avance na próxima meta pré-estabelecida no seu plano de negócios. O empreendedor precisa, então, antes que os recursos aportados se esgotem, iniciar a próxima rodada de captação. A cada estágio, via de regra, o investidor ‘VC’ tem direito de preferência para participar da próxima rodada e manter sua participação acionária. Além disso, o sucesso da próxima rodada de captação depende substancialmente do quanto de progresso o empreendedor conseguiu obter com os recursos levantados na rodada anterior” (CORRÊA, *Breves apontamentos sobre o financiamento privado da startup*, 2018, p. 620).

⁸⁷⁷ MOTTA, *Princípios da proteção negocial e jurídica para empreendedores em Tecnologia*, 2008, p. 240. Para uma distinção mais aprofundada, cf. FREITAS, *Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE)*, 2015, p. 165-170.

recursos para a execução dos projetos empresariais. Geralmente, esses investidores, especialmente os de *private equity*, estão focados na obtenção de lucros através do crescimento da sociedade no longo prazo e na sustentabilidade futura do negócio por ela desenvolvido. Para tal, os investimentos realizados por eles são acompanhados pela implementação de uma estrutura adequada de governança corporativa e de um modelo de gestão capaz de “extrair o máximo de eficiência da atividade empresarial”⁸⁷⁸.

Dessa forma, os investidores de *venture capital* e de *private equity*, além de desempenharem função ímpar ao financiamento de empresas nos estágios iniciais de suas atividades, contribuem significativamente para o desenvolvimento do mercado de capitais⁸⁷⁹ ao prepará-las para acessá-lo através da emissão de instrumentos de dívida ou da futura abertura de capital. Destaca-se, inclusive, que, não raras vezes, os investidores de *private equity* impõem, como requisito do investimento, a futura listagem da companhia na bolsa de valores, de forma a possibilitar o seu desinvestimento (total ou parcial) na companhia investida⁸⁸⁰⁻⁸⁸¹.

O *Gráfico 5* demonstra que, entre 2010 e 2018, 63% das companhias que realizaram o *IPO* no Brasil detinham participação de *private equity*. O *Gráfico 6*, por sua vez, demonstra que

⁸⁷⁸ FREITAS, *Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE)*, 2015, p. 161.

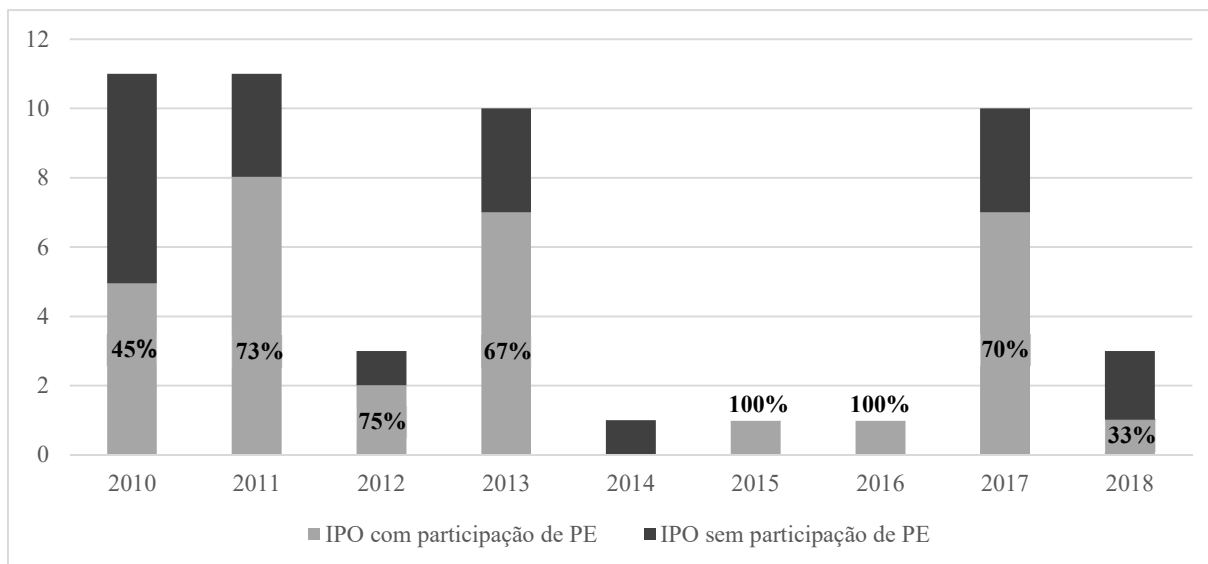
⁸⁷⁹ “Private equity capital has a continuing claim on corporate earnings; therefore, it can be used to finance projects with uncertain and long-term returns such as research and product development. Consequently, private equity plays a special role in funding new and innovative business ventures that have an uncertain outcome and form the very basis for economic growth” (IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015, p. 22).

⁸⁸⁰ “Private equity investments typically do not pay dividends; rather, returns are derived from capital gains obtained upon exit. While a private sale to another company can be an attractive and effective exit for equity investors, the more typical bait is the potential for an initial public offering (IPO). Private equity will not thrive in the absence of a ‘well-developed stock market that permits venture capitalists to exit through an initial public offering’. Indeed, a venture capital industry and stock market development are positively correlated. ‘... IPOs are the strongest driver of venture capital investing, whereas GDP and market capitalization growth are not significant’” (FRIEDMAN & GROSE, *Promoting Access to Primary Equity Markets: A Legal and Regulatory Approach*, 2006, p. 28). No mesmo sentido, cf. LITVINTSEV, *At what do venture capitalists aim?*, 2009.

⁸⁸¹ “Strong links and interconnections exist between public equity markets for SMEs and the Private Equity (PE)/Venture Capital (VC) financing and the different forms of SME financing are not necessarily exclusive. Public equity offerings by small growth companies have traditionally been one of the most important exit avenues for PE and VC. But with the evolution of the risk capital model away from a leverage-based financial engineering one, observers see most of the value creation (around 80%) coming from heavier involvement in project realisation, active ownership, transformation of governance structure, expertise in the management of the business and people involved. This can be reportedly evidenced by the lower insolvency rate of smaller growth companies backed by VC during the crisis. The strategic support and ongoing interaction of small companies with their VC-backers improves at the same time their suitability for a public equity offering (transparency, governance, reporting). At present, venture capitalists tend to remain involved in backed companies as anchor investors even after a company’s IPO, using the public equity markets for further rounds of capital raising rather than a complete exit” (NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 62).

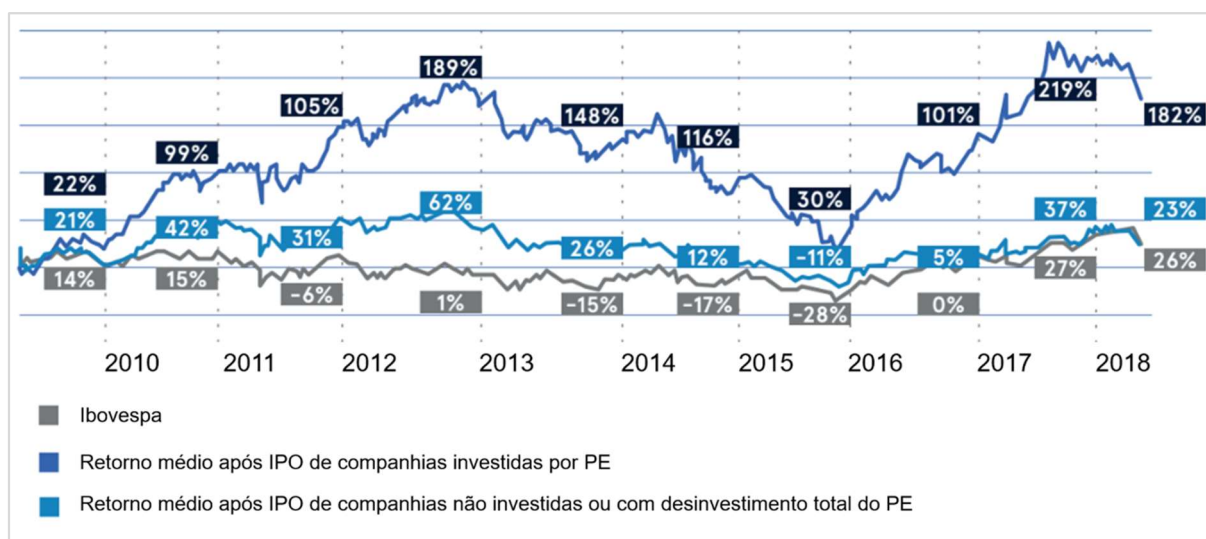
companhias investidas por *private equity* apresentam rentabilidade mais elevada após a realização do *IPO*.

Gráfico 5: Participação das companhias investidas por *private equity* (PE) nos *IPO*



Fonte: ABVCP, 2019

Gráfico 6: Comparação de retorno médio após *IPO*



Fonte: ABVCAP, 2019 (adaptado)

Segundo Pitta, até meados da década de 1990, não existia no Brasil “um veículo específico para a estruturação de operações de *venture capital* e de *private equity*, nem tampouco uma forma societária” (semelhante as existentes em outros países) que se mostrasse

“aptas a exercer tal função”⁸⁸²⁻⁸⁸³. Diante desse fato, o autor explica que essas operações estruturavam-se por meio de sociedades *holdings* organizadas sob a forma de sociedades por ações ou sociedades limitadas, as quais experimentavam restrições atreladas aos aspectos contratuais entre os sócios e à captação de recursos através do mercado de capitais (que apenas poderia ser realizada pelos veículos constituídos sob a forma de companhias abertas). O autor destaca que, com as reestruturações econômicas no início dos anos de 1990, o país reuniu condições atrativas para o desenvolvimento da indústria de *venture capital* e de *private equity* e, a partir de então, a CVM elaborou um arcabouço normativo viabilizando essas operações através de fundos de investimentos constituídos sob a forma de condomínios fechados⁸⁸⁴⁻⁸⁸⁵.

A primeira iniciativa de regulamentação dos investimentos coletivos em participação foi a ICVM n.º 209/1994, a qual instituiu os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEEs) destinados à aplicação em valores mobiliários emitidos por empresas emergentes, assim consideradas as companhias com faturamento líquido anual inferior a R\$30 milhões, apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão⁸⁸⁶.

Quase uma década depois, visando fomentar a indústria de *venture capital* e de *private equity*, a CVM editou a ICVM n.º 391/2003 criando os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), os quais poderiam direcionar seus recursos para a aquisição de títulos e valores mobiliários emitidos por companhias abertas ou fechadas, independentemente de seus faturamentos. Tais fundos deveriam participar do processo decisório das companhias investidas através da efetiva influência na definição de sua política estratégica e de sua gestão⁸⁸⁷.

⁸⁸² PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 319.

⁸⁸³ Para um breve histórico dos investimentos de *venture capital* e *private equity*, cf. FREITAS, *Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE)*, 2015, p. 162-164.

⁸⁸⁴ PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 320.

⁸⁸⁵ A respeito do debate acerca da natureza jurídica dos fundos de investimentos, Cf. FREITAS, *Natureza jurídica dos fundos de investimentos*, 2006; Art. 1.368-C, do Código Civil de 2002.

⁸⁸⁶ Cf. Art. 1.º, §1.º, ICVM n.º 209/1994. Quando da publicação da Instrução, em 1994, o conceito de empresa emergente estava limitado às companhias com faturamento líquido anual inferior a R\$30 milhões de URV's (Unidade Real de Valor), mas esse valor foi modificado para R\$60 milhões em 1996, R\$100 milhões em 2002 e R\$150 milhões em 2009 (cf. ICVM n.º 209/1994 consolidada no sítio eletrônico da CVM).

⁸⁸⁷ Cf. Art. 1.º, ICVM n.º 391/2003.

Ambas as instruções (ICVM n.º. 209/1994 e 391/2003) foram posteriormente revogadas pela ICVM n.º. 578/2016, a qual consolidou⁸⁸⁸ as instruções até então em vigor⁸⁸⁹. Dentre as várias mudanças implementadas, destacam-se a extinção dos FMIEEs e a criação de diferentes categorias de FIPs conforme a estratégia de investimento adotada pelo gestor do fundo⁸⁹⁰.

Ademais, importante avanço promovido pela ICVM n.º. 578/2016 diz respeito à ampliação do rol das sociedades que podem ser alvo de investimento dos FIPs. Enquanto a ICVM n.º. 391/2003 limitava-se às sociedades anônimas, a nova instrução passou a permitir o investimento em sociedades limitadas, desde que atendam ao limite de receita bruta anual, correspondente ao FIP – Capital Semente, e que o fundo mantenha a influência na sociedade investida⁸⁹¹. Tal inovação é bastante benéfica para as pequenas e médias empresas, uma vez que essas frequentemente não se estruturam sob a forma de sociedade anônima, dado os custos atrelados à sua constituição e ao seu funcionamento⁸⁹².

Ainda no intuito de promover o financiamento das sociedades de menor porte, a ICVM n.º. 578/2016 dispensou a efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão das sociedades investidas listadas em segmentos especiais do mercado de acesso (como é o caso do Bovespa Mais e do Bovespa Mais Nível 2). Todavia, cabe uma crítica ao dispositivo que instituiu essa flexibilização: segundo o art. 7º, da ICVM n.º. 578/2016, a dispensa de efetiva

⁸⁸⁸ Sobre a consolidação das instruções FREITAS leciona: “O regime jurídico estabelecido pela CVM aos FIP cumpre um bom papel na regulação dos fundos de investimento de *private equity* e *venture capital*. É fato que as normas do FMIEE estão obsoletas e precisam ser revisadas para que esse tipo de fundo também desponte como ocorreu com aquele outro. Há que se considerar até mesmo a unificação desses tipos de fundos em uma só norma que os diferenciariam apenas em determinadas questões pontais, nas quais a CVM poderia ser mais ou menos flexível a depender do foco de investimento em cada um (FMIEE para empresas menores e com maior potencial de expansão e os FIP para empresas maiores e mais consolidadas em seu mercado). Esse tipo de medida resultaria num sistema único de regulação para os fundos de capital de risco, facilitando a compreensão de seu regime jurídico e a interpretação conjunta das normas que lhe são inerentes” (FREITAS, *Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE)*, 2015, p. 228).

⁸⁸⁹ CVM. *Audiência Pública SDM n.º. 05/2015*, 2016.

⁸⁹⁰ Cf. Art. 15 a 18, ICVM n.º. 578/2016.

⁸⁹¹ Cf. Art. 5º, ICVM n.º. 578/2016.

⁸⁹² Em seu artigo, FREITAS se posicionou em relação à limitação da ICVM 391/2003: “Apesar de ser uma medida de proteção ao FIP (e, indiretamente, a seus cotistas) por fazer com que a empresa investida se submetesse às normas da Lei n.º 6.404/1976 (a Lei das Sociedades Por Ações) – reconhecidamente uma lei de grande qualidade e protetiva dos acionistas –, não seria de todo mau que a CVM permitisse o investimento dos FIP em sociedades limitadas. Por um lado, isso resultaria numa conveniente redução de custos por parte das empresas investidas, evitando os inegáveis encargos adicionais que as companhias precisam arcar, especialmente os escorchantes e inúteis custos com publicação na imprensa oficial; e, por outro lado, os FIP detêm toda a capacidade técnica, posição negocial forte e assessores com conhecimentos e competências técnicos para exigir que sejam incluídos no contrato social de uma sociedade limitada todos os mecanismos jurídicos para que seus direitos sejam assegurados, bem como para fazer a ponderação de valor entre o valor do investimento e os riscos que a não sujeição direta da empresa investida à Lei n.º. 6.404/1976 pode gerar” (FREITAS, *Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE)*, 2015, p. 176).

influência somente é cabível quando o segmento de acesso ao mercado assegurar padrões de governança corporativa mais rigorosos que os exigidos por lei, o que diverge das propostas formuladas no tópico 3.4.2.3 desta pesquisa, as quais visam dar maior plasticidade às companhias de menor porte (e, portanto, reduzem as exigência de governança corporativa, ao contrário de aumentá-las). Sendo assim, considera-se prejudicial ao desenvolvimento do mercado de acesso a limitação constante neste dispositivo.

Outrossim, entende-se que a ICVM n. 578/2016 poderia ter promovido maior estímulo ao desenvolvimento do mercado de acesso caso não tivesse restringido a aquisição de cotas dos FIPs aos investidores qualificados⁸⁹³⁻⁸⁹⁴.

Na Audiência Pública SDM n°. 05/2015, a BM&FBovespa (atual B3) argumentou que era salutar que o investimento em cotas de FIPs fosse possível por qualquer tipo de investidor, exceto no caso do FIP – Capital Semente e do FIP – Investimento no Exterior. Segundo a instituição, o amadurecimento da indústria de FIP e as práticas mais robustas de *suitability*⁸⁹⁵ permitiam que as cotas do fundo fossem ofertadas a um público mais amplo. Complementarmente, destacou que o FIP é um veículo de investimento gerido por entidades especializadas e devidamente autorizadas pela CVM, o que já conferiria adequada proteção aos cotistas⁸⁹⁶.

Apesar dos bons argumentos apresentados, a sugestão não foi acolhida pela Autarquia. De acordo com a CVM, os FIPs estão em uma escala mais elevada no que tange à complexidade e ao nível de risco, tendo em vista as particularidades dos ativos que podem ser objeto de seus investimentos (como a baixa liquidez e a difícil precificação das sociedades investidas). Ademais, a Autarquia entendeu que o regime informacional da nova instrução prevê conteúdo e periodicidade de disponibilização de informações adequados ao perfil dos investidores qualificados e não aos demais, justificando, pois, a restrição da norma⁸⁹⁷.

Tal posicionamento, contudo, não parece ser o mais adequado. Diante da *expertise* dos gestores dos fundos e do cálculo de riscos que podem ser realizados por esses profissionais, não há razões que justifiquem a limitação de investimento aos investidores qualificados, seja ela em

⁸⁹³ Cf. Art. 4º, ICVM n°. 578/2016.

⁸⁹⁴ Pitta tece críticas em relação a “limitação dos 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” (PITTA, *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*, 2018, p. 489).

⁸⁹⁵ Cf. ICVM n°. 539/2013. Entende-se por *suitability* o dever de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente.

⁸⁹⁶ Cf. CVM, *Audiência Pública SDM n°. 05/2015 – Processo CVM RJ-2012-10107, 2016*.

⁸⁹⁷ Cf. CVM, *Audiência Pública SDM n°. 05/2015 – Processo CVM RJ-2012-10107, 2016*.

qualquer modalidade de FIP. Trata-se de uma ingerência estatal desproporcional dada a extensão de obrigações que os gestores e administradores de fundos estão sujeitos; se os ativos que serão escolhidos pelos gestores possuem riscos mais elevados, caberia à CVM criar mecanismos de *disclosure* e de *enforcement*, e não simplesmente vetar tais investimentos aos investidores de varejo.

Essa postura do regulador de excessiva proteção ao investidor foi comentada por Williamson quando da análise dos efeitos do *JOBS Act* sobre os *middle-income investors*⁸⁹⁸. Segundo o autor, a *Section 302(b)*, ao excluir as *investment companies* das concessões realizadas pela norma, dificultou o acesso de investidores não sofisticados a diversificação de seus investimentos⁸⁹⁹. Para o autor, essa opção do legislador foi resultado de um debate escasso sobre a temática diante da preocupação de fraudes e potenciais riscos aos investidores, uma vez que seria possível, em substituição à vedação constante na norma, recorrer a outras estratégias regulatórias. Como exemplo, ele sugere que os administradores de fundos poderiam se submeter a normas mais restritivas em relação ao cálculo de sua taxa de administração⁹⁰⁰.

Entende-se que o mesmo raciocínio poderia ser aplicado aos FIPs.

Como forma de ampliar a proteção dos investidores diante de possível atuação maliciosa dos administradores, a CVM poderia definir algumas limitações em relação à taxa de administração dos FIPs que tenham um público-alvo amplo (ou seja, também voltados aos investidores de varejo). A taxa fixa poderia ser limitada, por exemplo, a um determinado percentual, de modo que a remuneração do gestor e do administrador mantenha maior correlação com a performance do fundo. Trata-se de uma estratégia de alinhamento de interesses entre o gestor/administrador do fundo e os investidores que seria capaz de estimular

⁸⁹⁸ Cf. WILLIAMSON, *The JOBS Act and Middle-Income Investors: Why It Doesn't Go Far Enough?*, 2013.
⁸⁹⁹ “The *JOBS Act* was designed to energize the American economy. The legislation loosened restrictions on equity investing, allowing capital to flow to start-ups and making venture capital investing more egalitarian. In its rush to ensure that middle-class investors would be protected, however, Congress may have moved too far. The blanket prohibition on investment funds will not only fail to protect the middle class, but it will prevent average investors from taking advantage of the Act’s benefits. Thus, one of the *JOBS Act*’s greatest promises – enabling middle-class investors access to a new asset class – appears unrealized” (WILLIAMSON, *The JOBS Act and Middle-Income Investors: Why It Doesn't Go Far Enough?*, 2013, p. 2080).

⁹⁰⁰ “The prohibition on investment company activities may have also been motivated by an unstated concern about firms’ incentives and ability to exploit investors. Investment companies often charge a performance fee based on returns, as well as a flat management fee determined as a percentage of their total assets. They may be tempted to increase their assets to raise their flat management fee. An investor may therefore entrust funds to manager with a primary incentive not to invest well, but to gather as many clients as possible. This problem, however, is solvable. Investment companies targeting the crowdsourced space can simply be prevented from taking management fees and forced to rely instead on performance-based investment returns. In this way, the incentives of the retail investors and their hired guns would be better aligned” (WILLIAMSON, *The JOBS Act and Middle-Income Investors: Why It Doesn't Go Far Enough?*, 2013, p. 2080).

uma atuação mais diligente por parte dos responsáveis pelas escolhas dos ativos dos fundos geridos, uma vez que esses somente teriam ganhos relevantes diante do bom resultado de sua gestão.

Adicionalmente, compreende-se que a participação dos investidores de varejo nos FIPs não é relevante somente do ponto de vista do financiamento da atividade empresarial, mas também em relação aos próprios indivíduos que têm preferência em investimento em companhias emergentes com alto potencial de crescimento.

Através dos FIPs, esses sujeitos poderiam diversificar o investimento via aquisição de quotas de fundos⁹⁰¹, delegando a gestão dos ativos a um profissional qualificado para escolher por aquelas sociedades que possuem maior possibilidade de retorno futuro⁹⁰². Recorda-se, inclusive, que investidores de varejo podem, ainda que com certas restrições, acessar ativos disponíveis em plataformas de investimentos coletivos – nesse caso, como a escolha não é feita por um profissional, o investidor se expõe a riscos mais elevados.

Por essas razões, defende-se que a regulação dos FIPs não deveria limitá-los aos investidores qualificados.

Feitas essas considerações, exemplifica-se a relevância dos FIPs para a inserção das pequenas e médias empresas no mercado de capitais através de uma breve síntese da história da Sinqia (antiga Senior Solution), que atua no setor de tecnologia da informação.

Tal companhia tinha como estratégia de expansão e consolidação no setor a criação de uma plataforma completa de soluções através da aquisição de pequenas e médias empresas com diferenciais competitivos em seus serviços. Contudo, como não possuía recursos suficientes para realizar as operações pretendidas, em 2005, ela recorreu a um fundo de *private equity*, o

⁹⁰¹ “*With early-stage companies, in particular, investments often assume a bifurcated return profile. Most companies fail, taking with them the cash contributed by investors; a few other achieve modest returns; and, occasionally, a company will be extremely successful and return multiples of the capital invested. In early-stage investing, perhaps more than any other field, the prudent investor must have a well-diversified set of investments to ensure that the failures are balanced by the superstars. The easiest way to diversify an investment portfolio is to participate in a pooled fund managed by a professional investor. By pooling capital, even an investor with limited resources can gain the benefits of diversification by spreading her capital among several different start-ups*” (WILLIAMSON, *The JOBS Act and Middle-Income Investors: Why It Doesn't Go Far Enough?*, 2013, p. 2076).

⁹⁰² “*Retail participation in SME equities through collective investment vehicles of small investors might be a safer and more appropriate way for retail investors to access the SME market space*” (NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 72). Em outro trecho os autores lecionam: “*The ability and willingness of retail investors to place savings or allocate part of their pension funds in capital markets can be promoted through the use of mutual funds, exchange-traded funds, and retail brokerages specialised in small public equities. Robust consumer financial education would need to accompany the sale of such products, explaining the risks of such instruments and the benefits of diversified savings portfolios*”. (NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 76).

qual realizou aportes financeiros e viabilizou, ao longo de 2005 e 2007, a incorporação de quatro empresas: Netage (sociedade concorrente que ampliou a carteira de clientes da companhia), Pulso (sociedade especializada em canais de atendimento bancário), Intellectual Capital (sociedade no segmento de gestão de recursos) e Impactools (sociedade focada em soluções para seguradoras). O fato de a companhia ter conseguido consolidar sua estratégia de crescimento fez com que, anos depois, em 2013, ela se listasse no Bovespa Mais e realizasse uma oferta pública de, aproximadamente, R\$ 57 milhões, sendo R\$40 milhões correspondentes à oferta primária e, portanto, destinada ao caixa da companhia. Tais recursos permitiram que a Senior continuasse com seu projeto de expansão, realizando a aquisição de novas sociedades. Em 2017, visando ampliar a base acionária e melhorar sua visibilidade no mercado, a Senior migrou para o segmento *premium* da bolsa, o Novo Mercado, e hoje apresenta desempenho positivo no setor em que atua⁹⁰³ (as ações da companhia integram o Índice *Small Caps*).

Apesar de a história de sucesso da companhia estar atrelada a vários fatores (como, por exemplo, contexto de mercado e qualificação dos profissionais envolvidos), não se pode negar a importância das injeções de recursos realizadas pelos fundos de investimento em determinados estágios de sua atividade. Dessa forma, o regulador deve manter-se atento à adequação das normas dos FIPs às demandas do mercado de maneira a facilitar a captação de recurso de sociedade de menor porte e seu acesso ao mercado de valores mobiliários. Inclusive, como abordado, essa é uma orientação presente nos estudos internacionais sobre o desenvolvimento do mercado de acesso, especialmente, nos países emergentes⁹⁰⁴.

5.3.2.2.2 Fundo de Investimento em Ações – Mercado de Acesso

A criação do Fundo de Investimento em Ações – Mercado de Acesso (FMA), atualmente disciplinado pela ICVM n.º. 555/2014, foi proposta pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores, o qual concluiu, segundo consta no Edital de Audiência Pública SDM n.º. 13/2013, que a falta de investidores dispostos a comprar ações emitidas por pequenas e médias empresas era o principal obstáculo para que essas sociedades utilizassem o mercado de ações como fonte de financiamento. As ações dessas companhias apresentam “menor liquidez e, por isso, são menos atraentes para os investidores estrangeiros ou investidores de curto prazo”⁹⁰⁵, sendo os

⁹⁰³ Cf. CVM, *Relações com investidores: da pequena empresa ao mercado de capitais*, 2015, p. 143-151.

⁹⁰⁴ Cf. IOSCO, *SME Financing through Capital Markets*, 2015.

⁹⁰⁵ CVM, *Edital de Audiência Pública SDM n.º. 13/2013*, 2013.

primeiros, como visto, parcela relevante dos investidores que movimentam o mercado acionário brasileiro.

Ademais, o diagnóstico apresentado pelo Grupo de Trabalho – Experiências Internacionais, que deu origem ao Comitê Técnico de Ofertas Menores, demonstrou que, nos outros países pesquisados, existiam veículos de investimentos apropriados para o investimento em companhias menores, os quais incentivavam a atuação de investidores e a diversificação da base acionária, ao passo que não foi identificado algo semelhante no Brasil. Nesse sentido, o objetivo do Comitê Técnico de Ofertas Menores, ao propor a criação do FMA, foi viabilizar uma estrutura adequada à aquisição de ações emitidas por companhias de menor porte⁹⁰⁶.

Os FMAs, assim como os FIPs, participam do processo de transição das companhias entre as fases pré e pós-abertura de capital⁹⁰⁷ e a ICVM n°. 555/2014 determina que o fundo deve participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão⁹⁰⁸. Os fundos se diferenciam, contudo, em alguns aspectos, os quais estão sintetizados abaixo:

Tabela 2: Comparativo entre Fundo de Investimento em Participações (FIP) e Fundo de Investimento em Ações – Mercado de Acesso (FMA)

	FIP	FMA
Disciplina jurídica	ICVM n°. 578/2016	ICVM n°. 555/2014
Forma de constituição	Condomínio fechado	Condomínio aberto ou fechado
Composição da carteira	Ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas	No mínimo, 2/3 do patrimônio em ações de companhias listadas em segmento de negociação de valores mobiliários, voltado ao mercado de acesso, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, por meio de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa. Quando constituídos sob a forma de condomínios fechados, podem investir

⁹⁰⁶ “Cabe destacar que, no caso brasileiro, a proposta de criação dos FMAs formulada pelo CTOM busca se valer de uma série de qualidades da indústria local de fundos de investimento (7ª do mundo em termos de ativos sob gestão), como forma de alavancar a demanda por ativos do Mercado de Acesso: • sua capacidade de captação de recursos; • o fato de todos os veículos de investimento serem regulados; • certeza jurídica; • expertise e experiência de gestão; • resiliência demonstrada por esses veículos, em especial, no período recente de turbulência financeira (2008-2012).” (ANBIMA, *Manifestação – Edital de Audiência Pública SDM n°. 13/2013*, 2014)

⁹⁰⁷ CVM, *Edital de Audiência Pública SDM n°. 13/2013*, 2013.

⁹⁰⁸ Cf. Art. 115, §6º, ICVM n°. 555/2014.

		até 1/3 do seu patrimônio em ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias fechadas.
Público-alvo	Investidor qualificado	Investidor de varejo ou qualificado

O fato de o FMA ser destinado também a investidores de varejo é importante, pois possibilita maior participação de investidores pessoas físicas na indústria de fundos. O acesso ao mercado de capitais por essa via pode criar um círculo virtuoso, no qual o investidor amadurece seus conhecimentos em relação ao mercado de capitais, podendo se interessar por outros ativos disponíveis ou iniciar o investimento direto via aquisição de ações listadas.

Todavia, como abordado no tópico 2.1.1 deste trabalho, há poucas companhias listadas nos segmentos de acesso da bolsa de valores brasileira, o que desestimula a criação de fundos voltados para investimentos em ativos emitidos por companhias de menor porte. Não é à toa que, enquanto a indústria de FIP vem se consolidando⁹⁰⁹, não foi encontrado na plataforma de consulta de fundos disponível no site da CVM sequer um FMA registrado.

Tal fato revela que a iniciativa regulatória de fomentar a base acionária das pequenas e médias empresas via criação de um veículo de investimento voltado a essas companhias mostrou-se frustrada, preferindo os gestores pela modalidade de FIP quando visam destinar a maior parte do patrimônio gerido à aquisição de ações de companhias menores⁹¹⁰.

Por essa razão, reitera-se a recomendação de alteração da ICVM n.º. 578/2016 para possibilitar a distribuição de cotas de FIPs também a investidores de varejo.

5.3.2.2.3 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Como abordado no tópico 2.1, o financiamento da atividade produtiva pode advir de diferentes fontes. No Brasil, a principal instituição responsável pelo financiamento público é o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o qual adquire participações societárias através de sua subsidiária integral (BNDES Participações S.A – BNDESPar) e concede empréstimos com taxas subsidiadas e, portanto, inferiores àquelas praticadas pelos bancos privados.

⁹⁰⁹ Há mais de 900 FIPs registrados na CVM, totalizando aproximadamente R\$270 bilhões sob gestão (dado disponível no sítio eletrônico da CVM).

⁹¹⁰ Também ocorre dos administradores utilizarem a estrutura de FIA para investirem em ações de emissão de companhias abertas de baixa e média capitalização de mercado (*small caps*).

Schapiro explica que a presença do Estado como agente financeiro é marcante na organização econômica do Brasil há longa data e tem suas origens na identificação de falhas apresentadas pelo mercado de capitais e pelo mercado de crédito no âmbito da captação e alocação de recursos na atividade produtiva⁹¹¹.

Na década de 1960 foram realizadas várias reformas estruturais e institucionais através do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), voltado especialmente ao fortalecimento do mercado financeiro do país. Foram promulgadas, dentre outras, (i) a Lei nº. 4.380/1964, que criou os novos programas de seguro social (PIS e PASEP), representando a captação compulsória de poupança privada; (ii) a Lei nº 4.595/1964, que disciplinou a estrutura e o funcionamento do sistema financeiro, criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (Bacen), e extinguiu a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) e a competência do Banco do Brasil para fazer política monetária; e (iii) a Lei nº. 4.728/1965, delimitando as funções das instituições atuantes no sistema financeiro (banco de investimentos, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos, etc.), ficando a disciplina do mercado de capitais a cargo do CMN e a fiscalização sob a competência do Bacen⁹¹². Também na década de 1960, foram criados os chamados Fundos 157 para viabilizar maior financiamento corporativo e fomentar o mercado de capitais⁹¹³. Conforme aponta Yazbek, as alterações visavam, em linhas gerais, permitir uma transição de um modelo baseado no Estado para um modelo financeiro de mercado⁹¹⁴.

No início da década de 1970, as especulações nas bolsas de valores do Rio de Janeiro e de São Paulo acarretaram prejuízos significativos aos investidores, principalmente aos investidores de varejo. Esse cenário reforçou a ideia de aperfeiçoar os mecanismos de proteção aos investidores e de criar uma instituição autônoma responsável pela regulação, fiscalização e punição no âmbito do mercado de capitais. Foi criada, então, a CVM e instituída uma nova

⁹¹¹ SCHAPIRO, *Repensando a relação entre Estado, Direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*, 2010, p. 228.

⁹¹² MATTOS FILHO & PRADO, *Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*, 2012, p. 194.

⁹¹³ “Pelo mecanismo 157, o contribuinte investia parte dos valores devidos à título de imposto de renda nos fundos fiscais (Fundos 157). Estes fundos, por sua vez, aplicavam recursos em empresas que preenchiam os requisitos previstos na legislação, denominadas empresas 157. O mecanismo estabelecia a redução do imposto de renda devido, já materializado como crédito tributário, mediante sua aplicação em um fundo de investimento, sendo tais recursos utilizados para a subscrição de ações em novas emissões. Em resumo, capitalizava-se determinada companhia com os recursos subtraídos do total devido ao governo” (MATTOS FILHO & PRADO, *Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*, 2012, p. 196).

⁹¹⁴ YAZBEK, *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2009.

disciplina jurídica aplicável às sociedades por ações (Leis n.º. 6.385/1976 e 6.404/1976, respectivamente)⁹¹⁵.

Apesar dos esforços perpetrados com as reformas, o mercado financeiro permaneceu incipiente e, nos anos de 1990 e 2000, novas alterações foram implementadas no sentido de promover a desestatização da economia, incentivar o ingresso de competidores estrangeiros no segmento bancário⁹¹⁶, alterar a legislação societária para adequá-la ao cenário internacional (destacam-se as modificações na Lei n.º. 6.404/1976 pela Lei n.º. 10.303/2001) e promover iniciativas de autorregulação no mercado de capitais, como a criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa da bolsa de valores⁹¹⁷.

No entanto, poucas mudanças foram percebidas em torno da atuação do BNDES, o qual desde sua criação em 1952, durante o governo de Getúlio Vargas (período desenvolvimentista), manteve seu papel como principal financiador da atividade produtiva⁹¹⁸.

Os parágrafos a seguir são destinados a breves comentários sobre a atuação do BNDES no mercado de capitais, não sendo analisados outros programas de crédito voltados às pequenas e médias empresas⁹¹⁹.

Em março de 2020, o BNDES possuía aproximadamente R\$61,5 bilhões investidos em companhias listadas na bolsa de valores, R\$3,4 bilhões em participações de companhias não listadas ou de companhias listadas com baixa liquidez e R\$5,4 bilhões em debêntures⁹²⁰. O

⁹¹⁵ Cf. MATTOS FILHO & PRADO, *Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964*, 2012, p. 207-211.

⁹¹⁶ “Particularmente, a internacionalização do segmento procurava responder, via ampliação da competição, a um problema crônico do setor de crédito brasileiro: o alto custo dos *spreads* nas operações de crédito. Apostava-se que a concorrência oferecida pelos bancos estrangeiros, associada ao efeito da demonstração de sua atuação na concessão de financiamentos, disciplinaria os demais atores do sistema bancário nacional, o que, afinal, resultaria em uma diminuição dos custos de captação de recursos. Entre 1996 e 2006, o número de instituições financeiras sob controle estrangeiro foi ampliado de maneira substantiva, passando de 25 para 48” (SCHAPIRO, *Repensando a relação entre Estado, Direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*, 2010, p. 234)

⁹¹⁷ Cf. SCHAPIRO, *Repensando a relação entre Estado, Direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*, 2010, p. 231-236.

⁹¹⁸ “The public banks continue to play a vital role in Brazil, contrary to expectations. Both the government and those supporting the reforms in the 1990s believed the changes would revolutionize the credit market. In particular, they expected the entry of foreign banks to expand credit significantly and broaden access for those normally excluded, such as SMEs and poorer households. They further assumed that the public banking sector would continue to shrink because it was less competitive than private, especially foreign, banks. The results turned out differently than anticipated, however, and public banks continue to play a key role” (SALLING & STUDART, *Finance for Development - Latin America in Comparative Perspective*, 2006, p. 245 *apud* SCHAPIRO, *Repensando a relação entre Estado, Direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais*, 2010, p. 237).

⁹¹⁹ Como, por exemplo, as duas linhas de financiamentos, criadas em 2019: BNDES Crédito Pequenas Empresas e BNDES Crédito Direto Médias Empresas.

⁹²⁰ BNDES, *Carteira da BNDESPar*, 2020.

investimento do BNDES não se limita às grandes companhias, embora essas tenham participação expressiva na carteira da BNDESPar – mais de 60% está alocado em Petrobrás, Vale S.A e JBS S.A⁹²¹.

Além disso, a Resolução DIR. nº. 3.543/2019 (Política de Atuação em Mercado de Capitais) traz como um dos objetivos do BNDES o “desenvolvimento da cultura de capital de risco no país, do empreendedorismo e de empresas inovadoras”⁹²². Nesse sentido, são relevantes os investimentos realizados nos fundos de *privaty equity*, os quais auxiliam sociedades menores a atingirem estágios mais avançados de desenvolvimento. Também em março de 2020, o BNDES possuía aproximadamente R\$2,1 bilhões em cotas de fundos de investimentos⁹²³.

A Resolução DIR. nº. 3.543/2019 não faz menção ao fomento do mercado de acesso, porém é notável a participação do BNDES em seu desenvolvimento. Isso porque a instituição estimula as companhias de seu portfólio a incorporarem regras de governança corporativa e a ingressarem no mercado de capitais através da listagem na bolsa de valores.

A *Tabela 4* demonstra que, das atuais dezoito companhias listadas no Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, nove receberam investimentos do BNDES, via aquisição de participação acionária, antes de aderirem aos segmentos.

Tabela 4: Participação do BNDES no capital de companhias listadas no mercado de acesso

Companhia	Segmento	Ano de listagem no segmento	Ano do início do investimento do BNDES	% do BNDES no capital da companhia (Março/2020)
NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A	Bovespa Mais	2013	2002	0,00
BIOMM S.A.	Bovespa Mais	2013	2002	9,62
IGUA SANEAMENTO S.A.	Bovespa Mais	2013	2012	11,32
NORTEC QUÍMICA S.A.	Bovespa Mais	2013	2002	20,00
QUALITY SOFTWARE S.A.	Bovespa Mais	2013	2008	25,99
BRQ SOLUCOES EM INFORMÁTICA S.A.	Bovespa Mais	2016	2007	22,98
CTC - CENTRO DE TECNOLOGIA CANAVIEIRA S.A.	Bovespa Mais	2016	2014	18,99

⁹²¹ BNDES, *Carteira da BNDESPar*, 2020.

⁹²² BNDES, *Resolução DIR. nº. 3.543/2019*, 2019.

⁹²³ BNDES, *Carteira da BNDESPar*, 2020.

STARA S.A. INDÚSTRIA DE IMPLEMENTOS AGRÍCOLAS	Bovespa Mais	2017	2015	10,26
PRATICA KLIMAQUIP INDÚSTRIA E COMÉRCIO AS	Bovespa Mais Nível 2	2018	2018	10,01
LIFEMED INDUSTRIAL EQUIP. DE ART. MÉD. HOSPITALARES S.A.	Bovespa Mais	2019	2007	21,44

Fonte: BNDES, *Carteira da BNDESPar, 2020*

Destaca-se, ainda, que, de maneira a ampliar o alcance dos financiamentos de longo prazo voltados às pequenas e médias empresas, a instituição criou o “Programa BNDES apoio às ofertas públicas em mercados de acesso”. A companhia deve preencher alguns requisitos para receber o aporte de recurso, quais sejam: (i) mais de 50% do volume total da oferta pública deve corresponder a uma emissão primária; (ii) no mínimo 10% das ações inicialmente ofertadas devem ser colocadas junto a investidores de varejo (exceto quando se tratar de uma oferta pública de esforços restritos); (iii) a precificação e a distribuição devem ser definidas por meio da coleta de intenções de investimento perante investidores institucionais; e (iv) os coordenadores devem ser contratados com garantia firme de liquidação dos valores mobiliários. A participação da BNDESPar na oferta pública é limitada a, no máximo, 20% das ações referentes à oferta base, não se estendendo à oferta suplementar destinada à estabilização (*greenshoe*) e à oferta adicional destinada à demanda reprimida (*hot issue*)⁹²⁴.

Tal programa, assim como outras iniciativas do BNDES voltadas ao financiamento dos projetos de pequenas e médias empresas, revelam a importância da instituição no desenvolvimento da atividade produtiva. Contudo, sua atuação deve ser cautelosa no sentido de não impedir o desenvolvimento de outras fontes de financiamento de longo prazo, que são igualmente importantes.

Por exemplo, a B3 e a ANBIMA avaliam que as taxas subsidiadas concedidas pelo BNDES ao longo das últimas décadas tornaram menos atrativas outras linhas de financiamento existentes⁹²⁵⁻⁹²⁶. Conforme apresentando pelas instituições, era esperado que a medida em que a economia se desenvolvesse, o BNDES reduziria, gradativamente, sua atuação, a fim de deixar o mercado privado oferecer crédito às sociedades já fortalecidas. No entanto, tal fato não

⁹²⁴ BNDES, *Programa BNDES apoio às ofertas públicas em mercados de acesso, 2020*.

⁹²⁵ ANBIMA & B3, *Agenda ANBIMA e B3 - Mercado de Capitais: caminho para o desenvolvimento, 2019*. No mesmo sentido, cf. HADDAD, *Experiência internacional e desafios para o mercado de capitais brasileiro, 2007*.

⁹²⁶ Rocca & Santos Jr. analisam esse impacto no âmbito do mercado de dívida corporativa, cf. ROCCA & SANTOS JR., *Como universalizar o uso do mercado de capitais pelas empresas do país, 2016*, p. 339.

ocorreu e o BNDES passou a concorrer com bancos privados e continuou a financiar companhias maiores, as quais poderiam ter suas atividades financiadas por outros meios. Sem o incentivo para que o mercado de capitais se desenvolvesse, companhias que não conseguem acessar recursos do BNDES ficaram limitadas em relação à obtenção de capital por outras vias. Nesse contexto, a B3 e a CVM consideram que “sob o pretexto de sanar uma falha de mercado – a ausência de financiamento de longo prazo – amplificou-se justamente a falha, em um círculo vicioso que potencializou a presença do BNDES e inibiu o mercado de capitais”⁹²⁷.

Assim, em paralelo à atuação do BNDES, deve-se buscar o aprimoramento de outras fontes de recursos, como as plataformas de investimento coletivo, os fundos de investimentos e o mercado de acesso, de modo a reduzir a dependência do financiamento da atividade produtiva à atuação estatal.

5.3.2.3 *Investidores pessoas físicas*

Um estudo da *WFE* sobre a influência da participação de pessoas físicas no mercado acionário demonstrou que o comportamento peculiar desses investidores pode causar distorções e volatilidade nos preços, mas que, por outro lado, pode aumentar a liquidez e a resiliência do mercado⁹²⁸.

Em regra, investidores sofisticados realizam transações com base em estudos aprofundados que incluem análise de múltiplos das companhias investidas e avaliações dos cenários micro e macroeconômicos, ao passo que investidores pessoas físicas apresentam, em maior intensidade⁹²⁹, desvios cognitivos em suas escolhas e investem influenciados por outros fatores, geralmente atrelados a sentimentos, como a ansiedade, o pessimismo ou o otimismo. Ademais, é comum que investidores pessoas físicas sigam tendências de mercado⁹³⁰ e reajam

⁹²⁷ ANBIMA & B3, *Agenda ANBIMA e B3 - Mercado de Capitais: caminho para o desenvolvimento*, 2019.

⁹²⁸ WFE, *Enhancing retail participation in emerging markets*, 2017.

⁹²⁹ “[...] os investidores sofisticados e analistas profissionais de investimento também sofrem enviesamentos e aplicam heurísticas na tentativa de simplificar seu processo decisório, ainda que de modo e em intensidade diversa daquele como que os investidores comuns fazem. Talvez o mais sintomático exemplo dos desvios cognitivos que acometem esses *experts* do mercado diz respeito ao excesso de confiança. Esse tipo de investidor costuma confiar excessivamente em suas habilidades (principalmente após uma sequência de *performances* bem-sucedidas), principalmente no tocante ao desenvolvimento dos modelos econômico que nortearão suas decisões de investimento, relutando fortemente em alterá-los, ainda que diante de evidências claras de sua inadequação, as quais tenderão naturalmente a subestimar, atribuindo resultados negativos a elementos externos e imprevisíveis” (PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 145).

⁹³⁰ “Uma das explicações para esse tipo de comportamento reside justamente na racionalidade limitada dos indivíduos: diante de cenários decisórios complexos e marcados por incertezas, os indivíduos que dispõem de menos informações ou menos capacidade cognitiva para processar e compreender as

bruscamente às boas e às más notícias, nem sempre verdadeiras. Por essas razões, economistas tendem a enxergar os investidores pessoas físicas de forma distinta dos investidores sofisticados. Em particular, enquanto os últimos são concebidos como investidores informados, as pessoas físicas são designadas pela expressão “*noise traders*”⁹³¹.

Embora o comportamento das pessoas físicas pareça, à primeira vista, impactar negativamente o mercado de valores mobiliários, estudos apontam que investidores de varejo são necessários ao seu funcionamento⁹³². Isso porque as pessoas físicas geram ocasiões de investimento ou desinvestimento para os investidores sofisticados⁹³³ e imprimem liquidez ao mercado de capitais, especialmente em momentos de instabilidade⁹³⁴, pois possuem diferentes níveis de aversão ao risco e diferentes horizontes de investimento.

As vantagens do aumento dos níveis de participação dos investidores de varejo não se restringem aos efeitos positivos no mercado. Ele também gera impactos sociais, porquanto o

informações disponíveis tendem a seguir os comportamentos observados quando da tomada de decisão, mesmo que uma decisão melhor fosse viável. Esse comportamento pode explicar alguns modismos no âmbito do mercado de valores mobiliários, levando a oscilações de preços em determinados valores mobiliários desassociados dos fundamentos econômicos” (PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 140).

⁹³¹ Cf. KANIEL, SAAR, & TITMAN, *Individual investor trading and stock returns*, 2008. “*Noise traders trade on the basis of what they falsely believe to be special information or misinterpret useful information concerning the future price or payoffs of a risky asset. Noise traders make investment and trading decisions based on incorrect perceptions or analyses of the market, perhaps creating opportunities for more sophisticated investors and traders. In many models of markets, noise traders are often assumed to have no useful information or at least react inappropriately to useful information concerning a security’s fundamentals*” (TEALL, *Financial trading and investing*, 2012, p. 118).

⁹³² “*Noise traders are useful, perhaps even necessary, for markets to function. Without noise traders, markets would be informationally efficient. Prices would always fully reflect information (to the extent market frictions are absent). Even with asymmetric information access, informed traders can fully reveal their superior information through their trading activities, and prices would reflect this information and ultimately eliminate the motivation for information-based trading. That is, as Black (1986) argued, without noise traders, dealers would widen their spreads to avoid losing profits to informed traders such that no trades would ever be executed. However, noise traders do impose on other traders the risk that prices might move unpredictably, irrationally, and without reference to relevant information. In some instances, this risk imposed by noise traders might discourage arbitrageurs from acting to exploit price deviations from fundamental values. Prices can deviate significantly from rational valuations, and can remain different for long periods*” (TEALL, *Financial trading and investing*, 2012, p. 119)

⁹³³ TEALL, *Financial trading and investing*, 2012, p. 118.

⁹³⁴ “*Academic research finds that retail investors, who trade frequently and generally engage in contrarian trading strategies, supply levels of liquidity that institutional buy-and-hold investors might fail to provide. During periods of market instability individual investors may provide liquidity to the market, by taking the opposite side of institutional investors’ positions. This results from the fact that retail investors tend to sell when prices are increasing (suggesting the rest of the market is buying), and buy (or refrain from selling) when stock prices are declining. Additionally, research has found that retail investors submit proportionally more limit orders than institutional investors, in this way contributing to the overall quality and resilience of the limit order book. The presence of retail participants may also counterbalance the effect of a concentration of institutional investors, which is found to reduce stock market liquidity*” (WFE, *Enhancing retail participation in emerging markets*, 2017). Cf. KANIEL, SAAR, & TITMAN, *Individual investor trading and stock returns*, 2008; BARROT, KANIEL & SRAER, *Are retail traders compensated for providing liquidity?*, 2016; ALDERIGHI, *A note on how to enhance liquidity in emerging markets by leveraging on trading participants*, 2017.

bom fluxo de recursos entre poupadores e tomadores, além de permitir a migração de ativos para companhias produtivas, provoca crescimento e desenvolvimento econômico por meio da democratização das finanças⁹³⁵.

A inserção da pessoa física no mercado de capitais (via aquisição direta ou indireta de ações) é importante também para o desenvolvimento pessoal do indivíduo, pois, ao menos em tese, a atuação neste segmento permite-lhe alcançar suas metas financeiras por meio da rentabilidade e da diversificação de seus investimentos⁹³⁶.

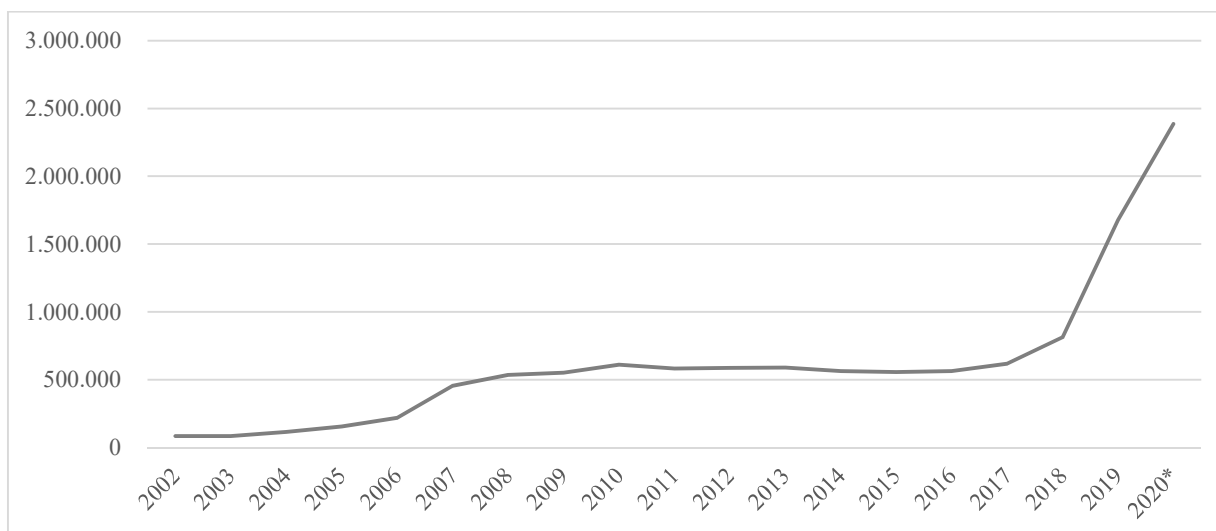
Apesar das vantagens mencionadas e do aumento expressivo da participação de pessoas físicas no mercado de capitais verificado em 2019 (aumento de mais de 100% em relação ao ano anterior) e mantido em 2020 (conforme *Gráfico 8*), ainda há um reduzido número de pessoas físicas no mercado brasileiro. Enquanto a população brasileira ultrapassa 211,7 milhões de pessoas⁹³⁷, um pouco mais de 2 milhões investem diretamente no mercado de bolsa ou no mercado de balcão, o que corresponde a menos de 1% da população.

⁹³⁵ “From a social perspective, having individuals directly invested in the stock market may contribute to a greater democratisation of finance. Well-functioning exchanges contribute positively to broader economic growth and development. They do this by mobilising savings towards productive enterprises. To the extent that individual citizens can participate in this, they tap into the country’s growth story. In addition to the positive economic benefits, this may also provide the exchange with a certain social licence to operate. The exchange is viewed, not as something remote from ordinary citizens, but rather as contributing positively to individuals’ ability to realise their aspirations. By enabling broad-based wealth creation through financial inclusion, the exchange achieves a potentially higher degree of public legitimacy and relevance” (WFE, *Enhancing retail participation in emerging markets*, 2017). No mesmo sentido: “Enhancing participation in the capital market would also have beneficial effects for the overall economy. Capital is allocated more efficiently when channelled through the capital market. When stored on a deposit account at a bank or invested in real estate, capital is not used in a productive way, i.e. not effectively facilitating economic growth or (in the case of real estate investment) a socially productive outcome” (RINGE & RUOF, *A Regulatory Sandbox for Robo Advice*, 2018, p. 15).

⁹³⁶ “[...] altas taxas de poupança não são suficientes para garantir que os investimentos sejam realizados e, conseqüentemente, se atinja o desejado desenvolvimento econômico. Tão importante quanto a existência de poupança, é a presença de mecanismos que propiciem o encontro dos poupadores com os tomadores de recursos, esses últimos responsáveis pela realização dos investimentos” (NODA, *Acesso eletrônico e tendências para a intermediação no mercado de valores mobiliários*, 2010, p. 12).

⁹³⁷ IBGE, *População do Brasil*, 2020.

Gráfico 7: Total de CPFs de investidores por agente de custódia



Fonte: B3, Histórico pessoas físicas, 2020 (*Posição de Abril/2020)

Os números acima consideram o número de CPF cadastrados em cada agente de custódia, o que significa que um mesmo investidor pode ser contabilizado mais de uma vez caso invista por mais de uma corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários⁹³⁸. Além disso, os dados consideram todos os ativos passíveis de negociação na B3. Certamente, se fossem considerados somente os investidores que compram ou vendem ações, os números seriam bem menores.

Há vários fatores que justificam a baixa participação das pessoas físicas no mercado acionário brasileiro, como, por exemplo: (i) os custos de negociação: investimentos em renda fixa, como a Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e a Letra de Crédito Agrícola (LCA), apresentam custos reduzidos em função da isenção do Imposto de Renda e da ausência de taxas de administração e de custódia; (ii) a aversão ao risco: outras modalidades de investimentos, como Certificado de Depósito Bancário (CDB), LCI e LCA, têm proteção do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), reduzindo o risco do investimento⁹³⁹; (iii) a falta de reservas financeiras que poderiam ser expostas a modalidades mais arriscadas de investimento e sujeitas a perdas irreparáveis: o Brasil é marcado por alta concentração de renda⁹⁴⁰ e, portanto, pequena parcela

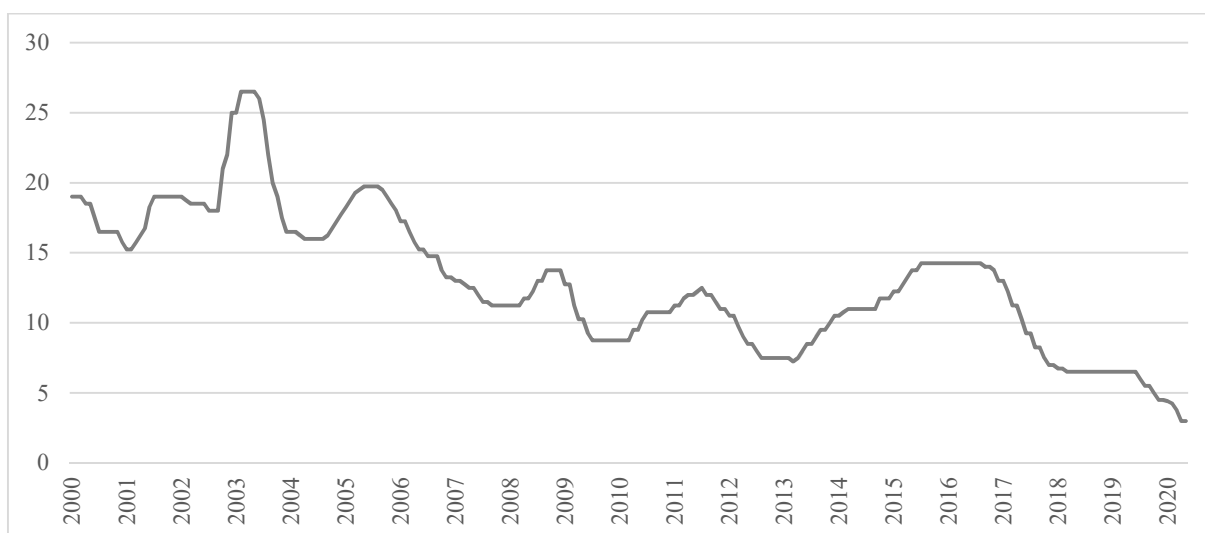
⁹³⁸ B3, *Histórico de pessoas físicas*, 2020.

⁹³⁹ A proteção do FGC está limitada a R\$250 mil por CPF ou CNPJ em cada instituição financeira ou conglomerado financeiro emissor.

⁹⁴⁰ “Em 2017, os 10% da população com os maiores rendimentos detinham 43,3% da massa de rendimentos do país, enquanto a parcela dos 10% com os menores rendimentos detinha 0,7% desta massa. As pessoas que faziam parte do 1% da população brasileira com os maiores rendimentos recebiam, em média, R\$ 27.213, em 2017. Esse valor é 36,1 vezes maior que o rendimento médio dos 50% da população com os menores rendimentos (R\$754).” (IBGE, *Publicação PNADC Rendimento de todas as fontes 2017*, 2018).

da população possui recursos suficientes para custear os direitos fundamentais e alocar o excedente em investimento de riscos mais elevados, como é o caso das modalidades de investimentos em renda variável⁹⁴¹; e (iv) o histórico de altas taxas de juros praticadas no país (*Gráfico 8*) e o consequente retorno em investimentos de renda fixa (*Gráficos 9, 10 e 11*).

Gráfico 8: Evolução da taxa básica de juros – Selic (%)



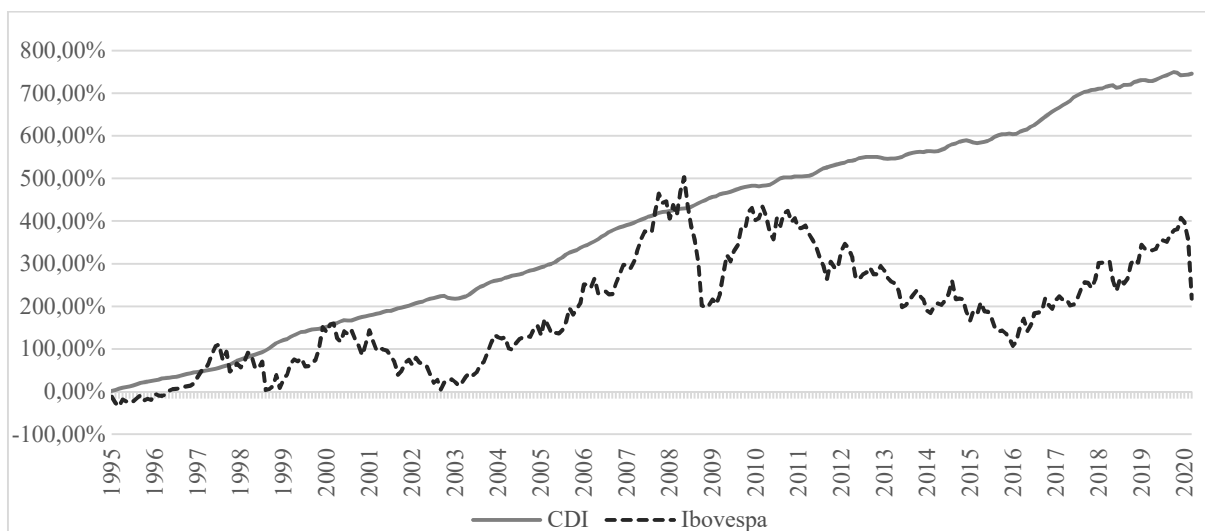
Fonte: BACEN, Histórico das taxas de juros, 2020

A título exemplificativo, o *Gráfico 9* demonstra que um investimento em Certificado de Depósito Interbancário (CDI), iniciado em janeiro de 1995, apresentaria um retorno acumulado real muito superior ao retorno proporcionado por um mesmo investimento no Índice da Bolsa de São Paulo (Ibovespa) (a remuneração no CDI seria de, aproximadamente, 745%, enquanto no Ibovespa seria em torno de 218%).

⁹⁴¹

Garcia e Liu ao analisarem os fatores macroeconômicos determinantes do desenvolvimento do mercado de ações e concluíram que: “[...] *the saving rate also plays an important role in determining market capitalization. One of the reasons that most Latin American countries have a smaller stock market than East Asian countries is their low saving rate. To promote stock market development, Latin American countries can encourage savings and investment by appropriate policies*” (GARCIA & LIU, *Macroeconomic determinants of stock market development*, 1999, p. 55).

Gráfico 9: Retorno real acumulado de um investimento iniciado em Janeiro/1995

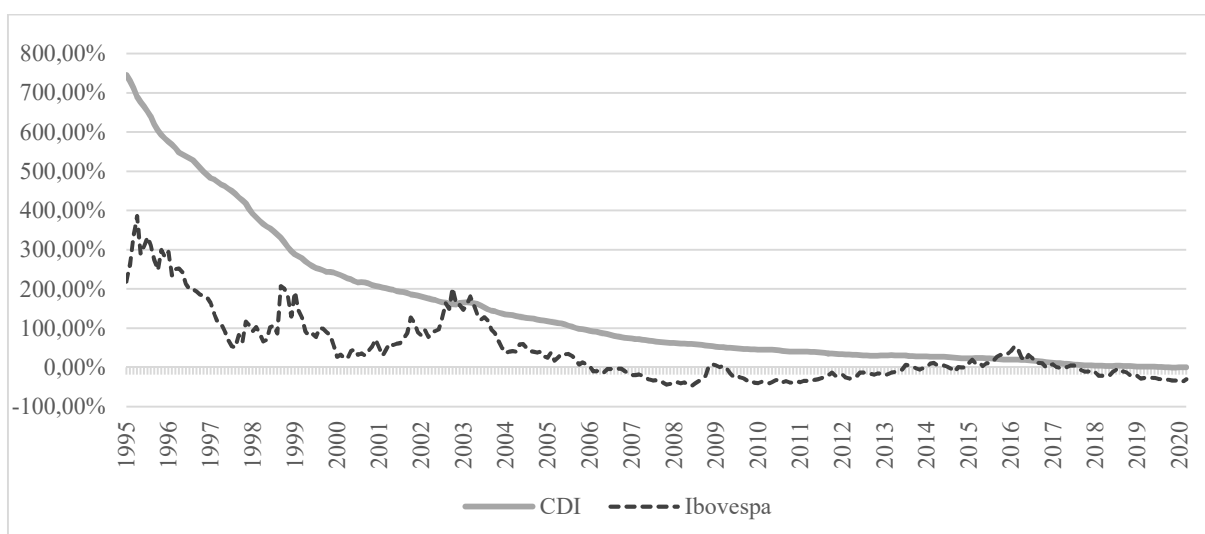


Fonte: IPEA, 2020

O Gráfico 10 demonstra a comparação do retorno acumulado real em CDI e em Ibovespa tendo como base diferentes datas iniciais do investimento (por exemplo: um investimento iniciado em janeiro de 2000, apresentaria um retorno de, aproximadamente, 200% em CDI e 50% em Ibovespa até março de 2020; já um investimento iniciado em janeiro de 2008, apresentaria um retorno de, aproximadamente, 62% em CDI e - 41% em Ibovespa, o que significa que o investidor, nesse último caso, teria perdido parcela relevante do valor investido).

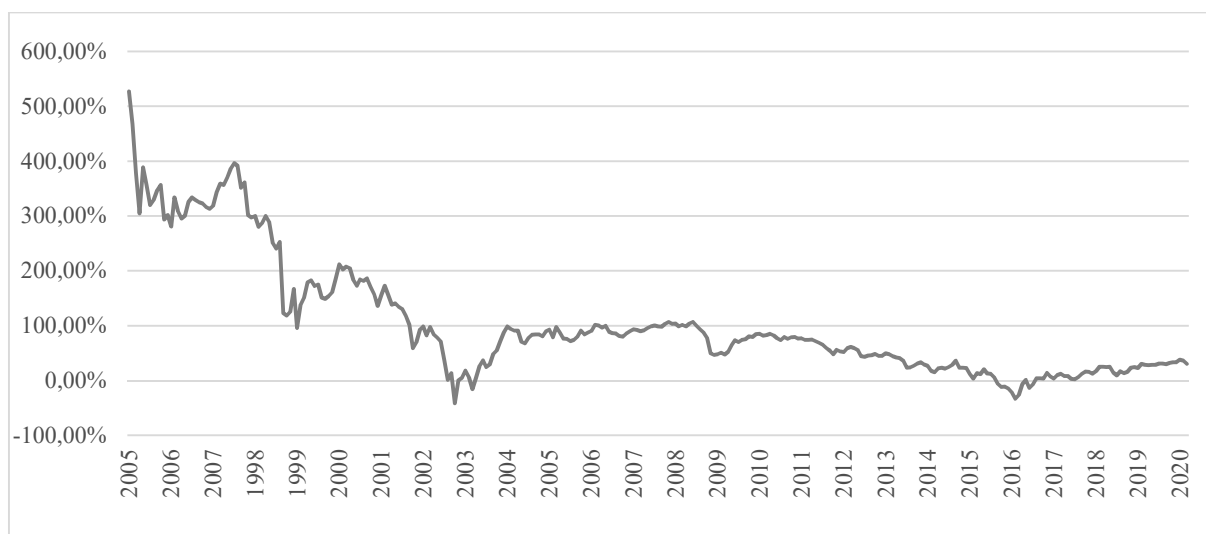
O Gráfico 11 consolida esses retornos e demonstra que em raros momentos o investimento em Ibovespa concederia um retorno acumulado real superior ao CDI.

Gráfico 10: Retorno real acumulado entre o início do investimento e Março/2020



Fonte: IPEA, 2020

Gráfico 11: Diferença entre retorno acumulado real em CDI e em Ibovespa entre o início do investimento e Março/2020



Fonte: IPEA, 2020

Dentre as modalidades de investimentos em renda fixa que atraem investidores pessoas físicas estão os títulos do Tesouro Direto, os quais apresentaram taxas de retorno significativas.

Rocca & Santos Jr. explicam que “a elevada taxa real de juros oferecida por títulos públicos é historicamente o principal fator de inibição do mercado de capitais brasileiro, ao atrair a preferência dos investidores e elevar o custo de capital das empresas”⁹⁴². Os autores consideram que os patamares dessa taxa promoveram um “um intenso, continuado e convincente processo de ‘deseducação financeira’”, cujo efeito foi o desinteresse dos investidores pelos ativos de renda variável⁹⁴³⁻⁹⁴⁴.

A falta de cultura de investimento em ações e o direcionamento de recursos para outras modalidades de investimento de renda fixa impactaram o desenvolvimento do mercado

⁹⁴² ROCCA & SANTOS JR., *Como universalizar o uso do mercado de capitais pelas empresas do país*, 2016, p. 302.

⁹⁴³ ROCCA & SANTOS JR., *Como universalizar o uso do mercado de capitais pelas empresas do país*, 2016, p. 302.

⁹⁴⁴ “Em princípio, a decisão dos investidores para aplicar seus recursos no mercado de ações vai depender da comparação entre as expectativas de retorno e risco do investimento nesses ativos e com as alternativas existentes, ou seja, com o seu custo de oportunidade. Na prática, trata-se de verificar em que medida a expectativa de ganho com ações é suficiente para cobrir os riscos, em relação aos títulos de dívida pública, que representam o ativo “livre de risco de crédito” do mercado doméstico. Esses papéis oferecem também a modalidade indexada à SELIC, que elimina também o risco de mercado” ROCCA & SANTOS JR., *Como universalizar o uso do mercado de capitais pelas empresas do país*, 2016, p. 322).

acionário no Brasil e ampliou as barreiras para acesso de companhias menores a essa fonte de financiamento⁹⁴⁵.

Rocca & Santos Jr. também afirmam que “uma característica comum nos exemplos bem sucedidos [de mercados de acesso] é a forte presença de investidores pessoas físicas”⁹⁴⁶. Harwood & Konidaris explicam que os investidores de mercados de acesso tendem a ser locais e varejistas; locais porque possuem acesso facilitado a informações das companhias investidas se comparado aos investidores estrangeiros, e varejistas por não se submeterem às pressões de liquidez e de retorno que os investidores institucionais se sujeitam⁹⁴⁷⁻⁹⁴⁸.

Há dúvidas, porém, se o mercado de acesso se desenvolve conforme ocorre o aumento de participação dos investidores pessoas físicas, ou se o número de pessoas físicas participando do mercado aumenta conforme o mercado de acesso se desenvolve. De todo modo, é um consenso que a participação das pessoas físicas no mercado de capitais, seja através da aquisição direta de ações ou da aquisição de cotas de fundos de investimentos, deve ser estimulada nos mercados emergentes⁹⁴⁹⁻⁹⁵⁰.

A promoção de programas de alfabetização e conscientização financeira da população é comumente apontada como uma das formas de aumentar os níveis de participação das pessoas físicas no mercado de capitais⁹⁵¹.

Em geral, o homem médio não se insere no mercado de capitais porque não o compreende; os termos são extremamente técnicos e os procedimentos de acesso, bem como os riscos atrelados ao investimento, não são facilmente entendidos⁹⁵². Ademais, ao ingressarem no mercado sem ter o adequado conhecimento para tal, as pessoas físicas acabam expondo seu

⁹⁴⁵ Cf. NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 77; GÓES, *Obstáculos ao financiamento de pequenas e medias empresas por meio do mercado de ações no Brasil*, 2018, p. 72.

⁹⁴⁶ ROCCA & SANTOS JR., *Como universalizar o uso do mercado de capitais pelas empresas do país*, 2016, p. 328.

⁹⁴⁷ HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 22.

⁹⁴⁸ Cf. WFE, *Active retail traders are important to keep liquidity relatively high in Thai small-cap stocks*, 2020 (sobre a predominância do investidor de varejo na *Stock Exchange of Thailand – SET*).

⁹⁴⁹ Cf. OLIVER WYMAN & WFE, *Enhancing liquidity in emerging market exchanges*, 2016.

⁹⁵⁰ Em maio de 2002, a Bovespa criou o programa a “Bovespa vai até você”, assumindo um compromisso institucional de popularizar o mercado de ações (foram realizados eventos em fábricas, shopping centers, praias, escolas e universidades, de modo a atingir públicos dispersos) e disseminar o conhecimento em torno do funcionamento do mercado de capitais. O programa teve alguns resultados positivos, mas foi descontinuado. Para uma visão mais geral do programa, cf. BOVESPA, *A Bolsa na estrada: a história da campanha para popularizar o mercado de ações*, 2004.

⁹⁵¹ “Financial literacy is important for improving not just levels of retail activity but also the quality of activity” (WFE, *Enhancing retail participation in emerging markets*, 2017).

⁹⁵² Cf. ALDERIGHI, *A note on how to enhance liquidity in emerging markets by leveraging on trading participants*, 2017

patrimônio a riscos em maior escala, podendo incorrer em perdas excessivas e irreparáveis. É o que ocorre, por exemplo, quando o investidor segue modismos de mercado, como aconteceu, em 2013, com a derrocada das ações das OGX e o consequente prejuízo de inúmeros investidores. Quando isso ocorre, é provável que o investidor se retire do mercado de valores mobiliários por prazo indeterminado, mantendo-se em segmentos ultraconservadores como a caderneta de poupança. Dessa forma, não basta o ingresso da pessoa física no mercado; é necessário que essas pessoas acessem o mercado com um mínimo de conhecimento sobre ele, especialmente no que diz respeito aos riscos a que estarão expostos⁹⁵³.

Não é recente a constatação de que são necessárias iniciativas de educação financeira para mitigar situações como a relatada acima.

A B3, através de seu segmento B3 Educação, promove iniciativas voltadas a conscientização financeira. Além de elaborar cartilhas educativas e vídeos interativos, os quais ficam disponíveis em seu site, a companhia integra o Comitê Consultivo de Educação, ao lado da CVM e de outras entidades públicas e privadas, destinado a promover e apoiar projetos educacionais focados na melhoria dos padrões de educação financeira da população brasileira. Adicionalmente, a B3 compõe o Comitê Nacional de Educação Financeira (CONEF) e desenvolve, em conjunto com a Associação de Educação Financeira do Brasil (AEF-Brasil), ações para inserção da temática nas escolas e na base nacional comum curricular⁹⁵⁴.

Além de medidas voltadas a educação financeira, há outras ações capazes de estimular a participação do investidor de varejo. Por exemplo, um relatório da *WFE* destaca a redução dos custos de transação, uma vez que os custos mais elevados representam um desincentivo na medida em que impactam a rentabilidade do investimento; embora isso seja verdade para os investidores em geral, tal fato é mais evidente para os investidores de varejo, pois, diferente dos investidores sofisticados, é improvável que eles consigam negociar alguns custos atrelados ao investimento (como a taxa de corretagem). A *WFE* sugere, então, que medidas de redução de taxas sejam estimuladas para este público específico (seguindo essa recomendação, em 2019, a B3 anunciou redução das taxas para os investidores pessoas físicas⁹⁵⁵).

⁹⁵³ Sobre a importância da educação na proteção do investidor, cf. MOLONEY, *How to protect investor*, 2010, p. 374-402.

⁹⁵⁴ B3, *Conheça a atuação educacional da Bolsa*, 2019; cf. Estratégia Nacional de Educação Financeira (ENEF).

⁹⁵⁵ “Com as mudanças, a taxa mensal de manutenção de conta, que hoje chega a cerca de R\$110 ao ano, será zerada permitindo que as corretoras ampliem a base de clientes pessoa física. A tarifa cobrada na negociação de ações na B3 também cai cerca de 10% para as pessoas físicas em geral. Além disso, clientes que tiverem até R\$20 mil de saldo em custódia numa mesma corretora serão isentos das demais taxas de manutenção de conta, como as cobranças sobre o pagamento de proventos e valor em custódia. Esse conjunto de medidas atinge cerca de 65% da base de investidores pessoa física que hoje têm saldo

O alcance da divulgação das ofertas públicas de ações também pode ser importante para o aumento da participação das pessoas físicas. Nesse sentido, importa refletir sobre o “período de silêncio”, previsto no art. 48, inciso IV, da ICVM n.º. 400/2003. Conforme apontado por Pitta, as limitações de manifestações públicas durante a oferta por parte dos envolvidos, bem como a premissa de que o prospecto deve ser a única fonte de informação de uma oferta pública, não estão alinhadas com o atual contexto de revolução tecnológica, o qual permite mecanismos mais eficientes de disseminação de informações (como, por exemplo, o alcance das redes sociais)⁹⁵⁶. O autor considera que o período de silêncio deve ser flexibilizado “para favorecer a disseminação ordenada das informações” e para reduzir “a assimetria entre o tratamento dado aos investidores institucionais, que têm a oportunidade de participar de *roadshows* e receber as informações diretamente do ofertante, e aquele conferido a pequenos gestores de recursos e investidores de varejo”⁹⁵⁷, os quais estão limitados às informações dos prospectos, os quais são extensos e, em regra, desestimulam a leitura cautelosa por parte dos investidores. Dessa forma, concessões em torno da divulgação das ofertas públicas devem ser propostas⁹⁵⁸ de modo a maximizar o alcance das ofertas realizadas pelas pequenas e médias empresas⁹⁵⁹.

Por fim, a participação da pessoa física no mercado acionário pode ser influenciada por alterações nas normas tributárias (especialmente, em relação ao Imposto de Renda sobre o ganho de capital e sua assimetria entre diferentes instrumentos financeiros), pela diversidade de produtos de investimento⁹⁶⁰ e pela ascensão de novas tecnologias (e.g. *robo advisors*⁹⁶¹)⁹⁶².

Independentemente da estratégia utilizada para o aumento da participação de investidores pessoas físicas, nota-se que essa discussão vem geralmente acompanhada do debate em torno da necessidade de aumentar a regulação para protegê-los e essa questão ganha ainda maior relevo quando as pessoas físicas investem em pequenas e médias empresas, as quais, por sua natureza, tendem a apresentar riscos mais elevados⁹⁶³. Como mencionado, a

em contas de renda variável na B3” (B3, *Em mais um passo para estimular o desenvolvimento do mercado brasileiro, a B3 reduz tarifas no mercado de ações*, 2019).

⁹⁵⁶ Cf. PITTA, *O período de silêncio deve ser excluído das ofertas públicas?*, 2020.

⁹⁵⁷ Cf. PITTA, *O período de silêncio deve ser excluído das ofertas públicas?*, 2020.

⁹⁵⁸ Para uma visão contrária à flexibilização do período de silêncio nas ofertas públicas: cf. CAVALCANTI, *O período de silêncio deve ser excluído das ofertas públicas?*, 2020.

⁹⁵⁹ A flexibilização dos mecanismos de divulgação de ofertas públicas realizadas via plataformas de investimento coletivo foi proposta na Audiência Pública SDM n.º. 02/2020 (cf. art. 11, §1º).

⁹⁶⁰ Cf. IOSCO, *Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets*, 2007.

⁹⁶¹ Cf. RINGE & RUOF, *A regulatory sandbox for robo advice*, 2018, p. 13-15.

⁹⁶² Cf. OLIVER WYMAN & WFE, *Enhancing liquidity in emerging market exchanges*, 2016.

⁹⁶³ “While promotion of SME listed shares to retail investors might be a way to enhance market liquidity, appropriate safeguards would need to be put in place for their protection. Although active retail investor participation could provide much sought-for liquidity for small listed shares, risks of inappropriate sales practice and abuses may occur, highlighting the need for safeguards particularly given potential damage

extensão da regulação deve ser proporcional aos benefícios alcançados por ela. Desse modo, a intervenção do Estado no mercado de capitais deve ser tal que tutele os investidores e, ao mesmo tempo, não engesse o mercado a ponto de evitar o ingresso de companhias menores a essa fonte de financiamento. Ao longo deste trabalho foram apresentadas algumas propostas no sentido de flexibilizar as regras aplicáveis as pequenas e médias empresas, bem como as razões pelas quais se entende que não haverá prejuízo em relação a proteção dos investidores.

5.4 *Instituições intermediárias (underwriters)*

A distribuição pública de valores mobiliários, seja ela realizada nos termos da ICVM nº. 400/2003 ou da ICVM nº. 476/2009, somente pode ser efetuada, salvo exceções⁹⁶⁴, com a intermediação de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários⁹⁶⁵.

O sistema de distribuição de valores mobiliários é concebido, conforme aponta Tannous, “como a estrutura no âmbito da qual ocorrem os processos de emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários”⁹⁶⁶ e engloba: (i) os intermediários que efetivamente distribuem valores mobiliários; (ii) aqueles que atuam no âmbito da chamada intermediação secundária, como, por exemplo, as corretoras e os agentes autônomos; e (iii) os ambientes nos quais ocorrem as operações de compra e venda dos ativos. O presente tópico limita-se às instituições intermediárias na distribuição (ou colocação) de valores mobiliários.

A intermediação característica do sistema de distribuição não se confunde com as atividades de intermediação bancária. Enquanto na primeira a instituição atua necessariamente como interveniente entre agentes econômicos, na segunda, ela age como contraparte da operação⁹⁶⁷. Para evitar confusões atreladas à semelhança dos termos, serão utilizadas as expressões *underwriter* e *underwriting* para designar, respectivamente, as instituições

to confidence in markets. The right balance needs to be achieved between maintaining retail participation alongside wholesale and institutional investors in the SME equity space and appropriate investor protection mechanisms for retail investors.” (NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 72).

⁹⁶⁴ Cf. Art. 4º, ICVM nº. 400/2003.

⁹⁶⁵ Cf. Art. 15, Lei nº. 6.385/1976.

⁹⁶⁶ TANNOUS, *Artigos 15, 16, 17 & 18*, 2015, p. 344. O autor leciona ainda: “Em outras palavras, o sistema de distribuição visa a possibilitar tanto a captação de recursos por emissores de valores mobiliários quanto a negociação de valores mobiliários, estimulando o fluxo financeiro entre poupadores e tomadores, bem como a liquidez necessária para o funcionamento adequado do mercado de capitais” (TANNOUS, *Artigos 15, 16, 17 & 18*, 2015, p. 346).

⁹⁶⁷ TANNOUS, *Artigos 15, 16, 17 & 18*, 2015, p. 345.

intermediárias e a atividade de distribuição de valores mobiliários. Tais expressões estão consagradas na prática do mercado de capitais e integram o vocábulo financeiro e jurídico⁹⁶⁸.

De modo geral, as funções do *underwriter* são: (i) aproximar tomadores (companhia emissora) e poupadores (investidores), por meio da capilaridade de sua rede de distribuição; e (ii) assessorar o emissor em todas as etapas da colocação de valores mobiliários junto ao público investidor, que inclui, por exemplo, o estudo de viabilidade econômica da oferta pública, a elaboração da estrutura da operação, a realização de diligências sobre as informações da companhia emissora (*due diligence*), a convocação das assembleias necessárias para realização da emissão, a elaboração do prospecto da oferta, a apresentação da distribuição ao mercado (*road show*) e a coordenação dos procedimentos de registro e comunicação junto à CVM e à entidade administradora do mercado no qual ela será admitida (no caso, a B3, uma vez que ela detém o monopólio do mercado).

Segundo Eizirik et al., os *underwriters* são contratados⁹⁶⁹, pois, além de ser uma exigência legal, as companhias, em regra, não possuem capacidade e experiência profissional para captar recursos diretamente na poupança popular⁹⁷⁰. Ademais, os riscos inerentes à colocação dos valores mobiliários objetos da emissão podem ser compartilhados com o contratado⁹⁷¹.

Os autores destacam que são três os principais riscos envolvidos na distribuição pública de valores mobiliários: (i) risco de espera (*waiting risk*), uma vez que entre o momento em que a companhia decide captar recursos via oferta pública e a data de efetiva colocação dos valores mobiliários junto ao público investidor é possível que as condições do mercado sejam afetadas por questões internas ou externas à companhia, as quais podem dificultar ou impedir a concretização da operação nos termos inicialmente elaborados; (ii) risco proveniente da fixação do preço de lançamento dos títulos (*pricing risk*), o qual vincula-se à complexidade da definição do preço que será atribuído aos títulos que serão ofertados no mercado (a determinação de um

⁹⁶⁸ EIZIRIK, *Underwriting de valores mobiliários*, 1992, p. 28.

⁹⁶⁹ “O contrato de *underwriting* caracteriza-se como um ajuste bilateral, não solene, comutativo e de trato sucessivo. É bilateral porque gera obrigações para a companhia emissora e para o *underwriter*. Não solene, por inexistir qualquer formalidade específica para a concretização. É um contrato comutativo, na medida em que as prestações dos contratantes são de antemão conhecidas e compensam-se umas com as outras, cabendo ao *underwriter* receber as comissões negociadas e, em contrapartida, realizar as prestações certas e determinadas pactuadas com o ofertante. Constitui ainda um contrato de trato sucessivo, uma vez que as prestações são executadas em etapas, de modo contínuo, até o encerramento do período de distribuição dos valores mobiliários” (EIZIRIK et. al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 170).

⁹⁷⁰ “Os *underwriters*, ao contrário da companhia emissora, possuem o chamado ‘poder de colocação’ (*placing power*) que lhes garante *expertise* na distribuição dos valores mobiliários, haja vista a estrutura profissional de que dispõem” (EIZIRIK et. al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 165).

⁹⁷¹ EIZIRIK et. al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 163.

preço muito baixo pode fazer com que a companhia aporte volume financeiro inferior ao que teria condições, enquanto, por outro lado, preço muito alto pode inviabilizar a captação pretendida); e (iii) risco de distribuição pública dos títulos (*marketing risk*), decorrente dos obstáculos existentes em relação à venda dos valores mobiliários colocados no mercado⁹⁷².

A depender da modalidade de distribuição pública de valores mobiliários entabulada entre o *underwriter* e a companhia emissora, esses riscos se manifestam em menor ou maior extensão para as partes envolvidas.

Na distribuição sob o regime de garantia firme, o *underwriter* obriga-se a subscrever ou adquirir a totalidade dos valores mobiliários objeto da distribuição, pagando de imediato à companhia o valor correspondente e colocando os valores mobiliários disponíveis ao público investidor somente em momento posterior à subscrição por ele realizada. Logo, nessa modalidade de contrato, o *underwriter* “torna-se titular dos valores mobiliários, não podendo devolvê-los à companhia emissora, ou deles receber qualquer compensação, na hipótese de insucesso da colocação pública”⁹⁷³. Trata-se, pois, de uma obrigação de resultado estabelecida entre a companhia emissora e o *underwriter*, “na medida em que existe, para o credor da prestação a certeza de que todos os títulos serão colocados ou subscritos”⁹⁷⁴. Por esses motivos, no regime de garantia firme, o *underwriter* assume o risco total da oferta pública por ele coordenada⁹⁷⁵. Segundo Choi & Pritchard, “*the underwriters’ commitment to purchase the entire offering may also signal the investment bankers’ confidence in the issuer*”⁹⁷⁶.

Já na distribuição sob o regime de melhores esforços (sem garantia de subscrição ou *best effort*), o *underwriter* compromete-se somente a atuar com seus “melhores esforços” para que os valores mobiliários sejam distribuídos ao público. Nesta modalidade, caso não sejam encontrados investidores suficientes para subscrever a integralidade dos valores mobiliários disponibilizados na oferta, não haverá, para o *underwriter*, a obrigação de adquirir a parcela remanescente. Trata-se, assim, de uma obrigação de meio, não havendo comprometimento com

⁹⁷² EIZIRIK et. al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 164-165.

⁹⁷³ EIZIRIK et. al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 166.

⁹⁷⁴ EIZIRIK et. al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 172.

⁹⁷⁵ Wolfe, Cooperman & Ferris destacaram os riscos decorrentes de uma mudança nas condições do mercado: “*Underwriters in firm-commitment offerings are concerned that changing market conditions will create adverse price movements on and/or after the offering date, causing the market value of a security to fall below the offering price and resulting in an undersubscribed offering. Consequently, in addition to the loss suffered from possibly having to sell the shares at a discount, the investment banker bears an opportunity loss from committing funds to the offering for longer than originally intended*” (WOLFE, COOPERMAN & FERRIS, *An analysis of the underwriter selection process for initial public offerings*, 1994, p.79).

⁹⁷⁶ CHOI & PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2015, p. 397.

o resultado da operação⁹⁷⁷. Logo, nessa modalidade, os riscos em que incorre o *underwriter* são mitigados, ao passo que a companhia emissora e os investidores⁹⁷⁸ assumem riscos maiores se comparado àqueles existentes quando a oferta é realizada por meio do regime de colocação com garantia firme.

Tannous defende a existência de uma terceira modalidade: distribuição sob o regime de garantia de sobras (residual ou *stand by*), na qual o *underwriter* compromete-se a adquirir a parcela remanescente após a distribuição dos valores mobiliários junto ao público investidor⁹⁷⁹. Contudo, para Eizirik et al., “o *underwriting* ‘residual’ constitui, em verdade, uma espécie de *underwriting* com garantia firme”, residindo a diferença somente no momento em que ocorre a subscrição por parte do *underwriter* (antes ou depois da distribuição dos valores mobiliários ao mercado)⁹⁸⁰.

É possível que a companhia emissora e o *underwriter* firmem um contrato de distribuição combinando duas modalidades de colocação, por exemplo, com garantia firme em relação a uma parte da emissão e com melhores esforços em relação à outra. Ademais, é possível, nos termos do art. 34, da ICVM n.º. 400/2003, a constituição de consórcio entre *underwriters*, a fim de distribuir os riscos decorrentes da oferta⁹⁸¹.

Além de aproximar a companhia e os investidores e assessorar o emissor, o *underwriter* também possui a função de tutelar os interesses dos investidores e o adequado funcionamento do mercado de capitais, pois lhe compete conceder aos investidores tratamento equitativo e revisar as informações disponibilizadas pela companhia ofertante, bem como certificar-se de

⁹⁷⁷ EIZIRIK et. al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 172.

⁹⁷⁸ “Investor face greater risk in a best effort offering. First, because the investment bank is not putting its own money on the line, the investors have less confidence in the securities’ valuation. Investment banks in a firm commitment offering, by contrast, have a strong incentive to ensure that the offering is priced correctly, or even under-priced, lest they be left holding the securities. Second, the issuer may not sell out the entire issue in a best effort offering. If the offering is intended to fund the development of a new product, or the entry into a new market, obtaining only a fraction of the expected offering proceeds may jeopardize the business plan” (CHOI & PRITCHARD, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, 2015, p. 397).

⁹⁷⁹ TANNOUS, *Artigos 15, 16, 17 & 18*, 2015, p. 352.

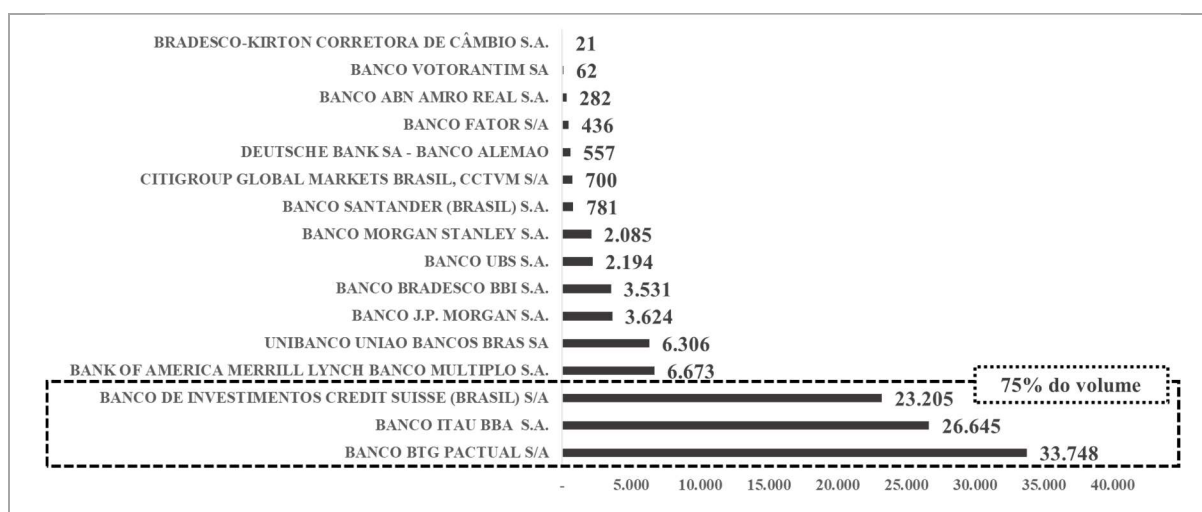
⁹⁸⁰ EIZIRIK et. al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 167.

⁹⁸¹ “A formação de consórcio, em termos econômicos, justifica-se quando a colocação pública envolve montante expressivo de valores mobiliários, cuja distribuição, por uma única instituição financeira, poderia representar risco excessivo para o *underwriting*” (EIZIRIK et. al., *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*, 2011, p. 168). PITTA afirma que “A formação de consórcio de instituições intermediárias ocorre em praticamente todas as ofertas públicas de distribuição e confere maior capilaridade à oferta, pois possibilita que os valores mobiliários que são objeto dessa sejam ofertados para uma maior gama de investidores que [compõem] a base de clientes de distintas instituições financeiras” (PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 230).

sua veracidade e precisão⁹⁸². Logo, no exercício de suas funções, os *underwriters* devem agir com cautela e diligência, devendo assegurar o tratamento isonômico aos investidores alvos. Em caso de irregularidades na oferta, devem suspender a distribuição e comunicar o fato imediatamente à CVM, sob pena de responsabilização.

Embora o art. 15, inciso I, da Lei n.º. 6.385/1976, não tenha restringido a realização da oferta pública de valores mobiliários às instituições financeiras⁹⁸³, no contexto do mercado brasileiro comumente são os bancos de investimentos que realizam a colocação de valores mobiliários⁹⁸⁴ havendo pouca atuação das demais instituições. O *Gráfico 12* a seguir confirma que a atividade de distribuição de valores mobiliários no país é bastante concentrada em poucas instituições⁹⁸⁵.

*Gráfico 12: IPOs (ICVM n.º. 400/2003)
Período: 2005 – Out./2019, volume por instituição líder*



Fonte: MFCap/FGV, 2019.

Por sua vez, o *Gráfico 13* demonstra que 71% das ofertas realizadas no período entre 2005 e 2019 captaram volumes superiores a R\$500 milhões (sugerindo que há maior obstáculos à realização de ofertas com volumes financeiros menores).

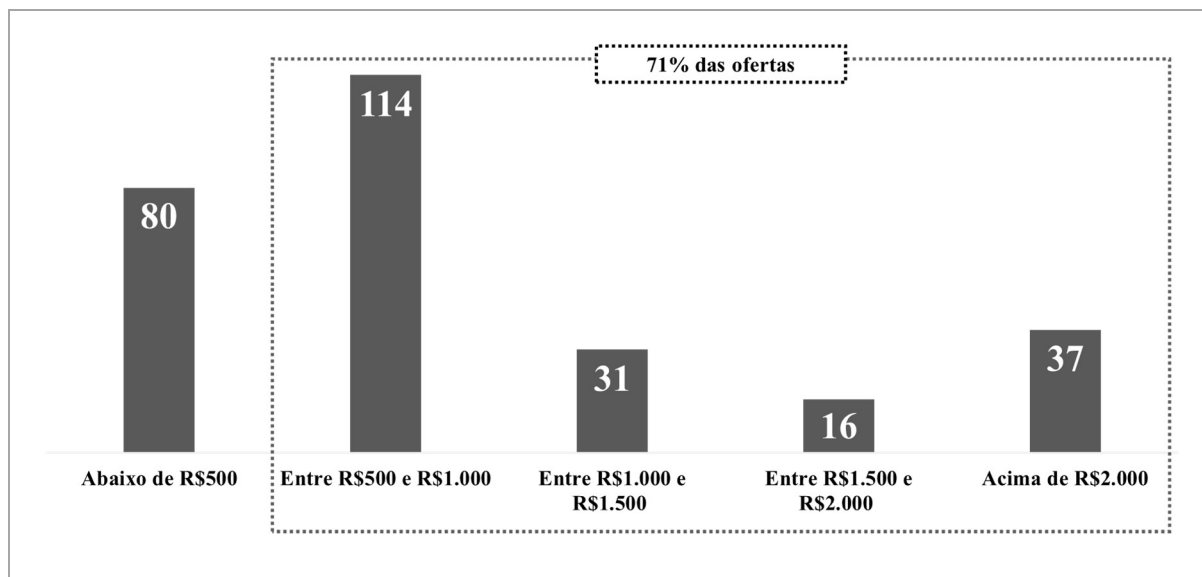
⁹⁸² Cf. 56, ICVM n.º. 400/2009. Sobre a extensão de responsabilidade dos *underwriters*, cf. MELLO, JUNQUEIRA & BERCITO. *A responsabilidade civil das instituições financeiras em ofertas públicas de valores mobiliários: Due Diligence Defense na prática*, 2014.

⁹⁸³ Cf. Art. 15, Lei n.º. 6.385/1976.

⁹⁸⁴ TANNOUS, *Artigos 15, 16, 17 & 18*, 2015, p. 350.

⁹⁸⁵ Realidade semelhante já foi observada nos EUA, cf. AFTERMAN, *SEC Regulation of public companies*, 1995, p. 31-33; COX, HILLMAN & LANGEVOORT, *Securities regulation: cases and materials*, 2013, p. 116.

Gráfico 13: IPOs e Follow-ons (ICVM n.º. 400/2003)
 Período: 2005 – 2019, faixas de volume das ofertas (em milhões de reais) e número de ofertas



Fonte: MFCap/FGV, 2020 (Adaptada).

Comumente, a remuneração dos *undewriters* é calculada na forma de um percentual sobre a oferta pública que está sendo coordenada, logo, quanto maior o volume financeiro da distribuição, maior será a remuneração recebida pelo *underwriter* a título de prestação de serviço à companhia emissora⁹⁸⁶⁻⁹⁸⁷. É verdade que quanto maior o volume financeiro da oferta pública, mais complexos tendem a ser os procedimentos envolvidos na atividade do *underwriter*. Todavia, há alguns procedimentos e atos que devem ser realizados em toda colocação de valores mobiliários junto ao mercado e, portanto, independem do volume financeiro ofertado. Isso faz com que os *underwriters* tenham um ganho de escala nas ofertas maiores e justifica, em parte, a preferência deles por ofertas com volumes financeiros mais significativos, as quais, como visto, tendem a ser economicamente mais vantajosas. Com efeito, as companhias menores, que tendem a realizar ofertas menores, enfrentam mais esse obstáculo para ingressarem no mercado de capitais, pois além de encararem dificuldades para encontrar

⁹⁸⁶ Sobre as formas de remuneração do *underwriter*, cf. COX, HILLMAN & LANGEVOORT, *Securities regulation: cases and materials*, 2013, p. 126.

⁹⁸⁷ Conforme apontam MATTOS FILHO et al., há vários fatores que influenciam a comissão designadas aos coordenadores da oferta, como “o porte e a complexidade da companhia, o volume de recursos envolvido na oferta, a natureza da operação (e.g. se primária ou secundária), a forma com que se dá a colocação (melhores esforços ou com garantia firme), a quantidade de instituições que compõem o consórcio e assim por diante” (MATTOS FILHO et al., *Custos para acessar o mercado de ações no Brasil*, 2020).

instituições qualificadas e interessadas na colocação pública de suas ações⁹⁸⁸, elas se submetem a um custo mais elevado para tal, conforme aponta um estudo realizado pelo MFCap/FGV.

O mesmo estudo também revelou que as comissões pagas aos coordenadores das ofertas representam os principais custos para a realização de uma oferta de valores mobiliários (no mínimo dois terços das despesas totais, segundo dados coletados dos prospectos de ofertas realizadas no período entre 2017 e 2020)⁹⁸⁹.

Dessa forma, os custos atrelados à contratação de *underwriter* para a realização da oferta constitui mais uma barreira ao desenvolvimento do mercado de acesso no Brasil, sendo necessário refletir sobre possíveis alternativas à tradicional intermediação imposta pelos regramentos vigentes.

É de se destacar que a Lei n.º 6.385/1976 dispõe que a CVM pode dispensar a atuação de intermediários financeiros em ofertas públicas⁹⁹⁰ e, portanto, as exigências expressas nas ICVM n.º 400/2003 e 476/2009, em torno da participação desses agentes, constituem opções regulatórias, as quais são plenamente passíveis de revisão, especialmente em relação às companhias de menor porte, as quais merecem tratamento distinto para que tenham oportunidade de se financiarem e se desenvolverem.

Nesse sentido, ganham relevância as propostas da B3 encaminhadas à CVM, no âmbito das discussões do GTMK/IMK acerca da criação de um novo agente econômico na estrutura do mercado de acesso brasileiro, qual seja: o assessor⁹⁹¹ (figura semelhante ao *Nomad* existente no *AIM* e em outros mercados de acesso). A proposta tem como principal objetivo aumentar a quantidade e a concorrência de prestadores de serviço e, conseqüentemente, tornar os preços mais competitivos.

A proposta formulada pela B3 sugere que as distribuições públicas de valores mobiliários de pequenas e médias empresas possam ser realizadas pelas instituições financeiras

⁹⁸⁸ Cf. WOLFE, COOPERMAN & FERRIS, *An analysis of the underwriter selection process for initial public offerings*, 1994; PANDES & ROBINSON, *Is Effective Junior Equity Market Regulation Possible?*, 2014.

⁹⁸⁹ MATTOS FILHO et al., *Custos para acessar o mercado de ações no Brasil*, 2020.

⁹⁹⁰ Cf. Art. 19, §5º, Lei n.º 6.385/1976.

⁹⁹¹ As minutas das propostas foram disponibilizadas pela B3 em virtude do Estágio Doutoral realizado na companhia entre janeiro e abril de 2019.

No relatório publicado pela CVM sobre o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa no Brasil, foi sugerido: “Estabelecer a figura do assessor financeiro voltado às emissões de PMEs, sabidamente menores do que a média dos lançamentos que hoje atraem grandes intermediários, seja aproveitando o arcabouço normativo vigente ou estudando a criação de novas regras. Entendemos que eventuais aperfeiçoamentos normativos devem ter como princípio a ampliação da competição entre os prestadores de serviços” (CVM, *O mercado de dívida comportativa no Brasil: uma análise dos seus desafios e propostas para o seu desenvolvimento*, 2019). O termo apropriado seria somente *assessor*, já que o agente seria responsável por várias funções, extrapolando os aspectos meramente financeiros.

(como já é previsto) ou por outras pessoas jurídicas que comprovem experiências conexas à atividade de intermediação, como, por exemplo, os gestores de fundos de investimentos, os assessores de operações de fusões e aquisições, as empresas de auditoria e de consultoria financeira, dentre outras.

Concorda-se com a proposta apresentada, todavia, no contexto da presente pesquisa, recomenda-se uma distinção acerca do âmbito de atuação do assessor conforme o mercado no qual os valores mobiliários serão admitidos à negociação (mercado de bolsa ou mercado de PME em crescimento).

Conforme minuta apresentada pela B3 (que não abrange a criação de um mercado de PME em crescimento), o assessor não deveria ficar atrelado às companhias assessoradas por prazo indeterminado (como ocorre no *AIM*), uma vez que o ônus excessivo (representado por essa continuidade indefinida na prestação do serviço) poderia desestimular o surgimento de agentes econômicos interessados em realizar a função de assessor; a efetividade da norma acabaria prejudicada por fatores de ordem econômica⁹⁹². Visando, então, estabelecer um prazo que fosse suficiente para permitir a adaptação da companhia às novas regras, mas que, ao mesmo tempo, não onerasse demasiadamente a atividade daqueles agentes e dos emissores, foi sugerido que o vínculo entre o assessor e a companhia assessorada fosse de um ano, contado da listagem da companhia no segmento de acesso da bolsa. Apesar de compreender a posição da B3 e a preocupação em torno do aspecto econômico, considera-se que a vinculação entre o assessor e a companhia assessorada deve ser mantida por dezoito meses, de modo a garantir que o emissor irá cumprir com todos os requisitos de *compliance* e *disclosure* no ano-calendário subsequente à sua admissão.

Por sua vez, no âmbito do mercado de PME em crescimento é necessária análise mais conservadora. A criação de tal mercado somente faz sentido se ele permitir flexibilizações em relação ao mercado de bolsa, constituindo-se, pois, em uma alternativa intermediária entre as plataformas de investimento coletivo e os segmentos de acesso existentes (Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2). Tais concessões significam, em certa medida, maior exposição do investidor, a qual deve ser equilibrada. Nesse sentido, é recomendável que, de forma semelhante ao adotado em outros mercados de acesso, a atuação dos assessores englobe o acompanhamento da companhia durante todo o período em que ela for admitida à negociação, de maneira a

⁹⁹² As minutas foram disponibilizadas durante o período de Estágio Doutoral na B3 entre janeiro e abril de 2019.

umentar o *enforcement* e garantir que a companhia mantenha as condições para se manter listada⁹⁹³.

Em relação às preocupações em torno dos incentivos econômicos para a atuação desses agentes, deve-se verificar quais foram as ações praticadas em outros mercados de acesso que impulsionaram o credenciamento de várias instituições como assessoras.

De início, importa a discussão em torno da extensão da responsabilidade do assessor diante de informações equivocadas disponibilizadas pelas companhias assessoradas. Entende-se que se o assessor tiver praticados todos os atos de forma diligente, não há porque estender a ele a responsabilidade pelos danos causados aos investidores. Assim, ele deve agir para que todas as informações relevantes sejam fornecidas de forma clara e correta aos investidores, todavia, em certos contextos, como uma eventual omissão da companhia, não deve haver responsabilidade para aquele que a assessora; em outras palavras, se o assessor agiu de boa-fé e tomou todas as medidas em prol da transparência, não há porque imputar-lhe responsabilidade.

Outrossim, foi verificado que os *underwriters* possuem importante função como *gatekeepers* do mercado. Deve-se avaliar como esse papel seria desempenhado pelos assessores, pois deve-se pensar em um regime capaz salvaguardar a integridade do mercado e simultaneamente viabilizar o financiamento das atividades realizadas pelas companhias de menor porte. Dessa forma, a CVM deve criar normas que sejam capazes de tutelar o funcionamento adequado do mercado de PME em crescimento, sem, contudo, desincentivar a atuação de instituições como assessoras de pequenas e médias empresas.

⁹⁹³ “Even if disclosure content is not significantly reduced, as is true for most SME exchanges, there are still many challenges to investing in SMEs, because of their often-riskier nature, less extensive corporate experience, and typically larger information asymmetry between issuers and investors. Bridging this information gap is critical for an SME exchange’s success. Building the exchange so that issuers find their footing, while providing adequate information and protection to investors, is key. Using nominated or authorized advisors is an important way to help bridge these information gaps. These are institutions that are regulated by the SME exchange and serve two main roles, both of which help investors decide whether a company is a good one in which to invest. The advisors: • Assist companies in the various steps to an offering and oversee that the SME complies with ongoing listing requirements after the listing. Advisors assist SMEs, many of which are unprepared, to meet listing, disclosure, and governance requirements. They help prepare and approve the information documents. • Assist investors by providing a stamp of approval for an SME’s suitability to access the market. Advisors need to support successful companies to preserve their reputations and livelihood. Their support for a company is an indicator to investors that a company is a good investment” (HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 27). Ainda que a B3 continue com o *enforcement*, pensa-se que a atividade contínua do assessor seria importante, visto que a atuação da bolsa tende a ser *ex post* (ou seja, diante do não cumprimento), enquanto a do assessor poderia ser *ex ante* (atuação proativa a favor do cumprimento).

Ainda, em razão da importância dos assessores, principalmente no que diz respeito à manutenção da integridade e da idoneidade do mercado de PME em crescimento, esses agentes devem ser autorizados a exercer suas funções, mediante a verificação de uma série de requisitos. Segundo a minuta apresentada pela B3, esses requisitos constariam de um regulamento elaborado pela própria instituição. Recomenda-se, porém, que os requisitos para autorização, bem como as disposições acerca dos deveres e das responsabilidades desses agentes, sejam elencados por uma norma editada pela CVM, de maneira similar ao que ocorre em relação aos agentes autônomos, analistas, consultores, gestores e administradores de fundos de investimento, os quais têm suas atividades regidas por instruções da Autarquia⁹⁹⁴⁻⁹⁹⁵.

Os assessores, no intuito de trazer credibilidade ao mercado de acesso, devem ser altamente seletivos em relação a quais companhias darão suporte. Para garantir essa seleção criteriosa, é necessário que o assessor continue responsável por garantir o *compliance* da companhia mesmo após sua abertura de capital, vinculando, pois, sua reputação ao sucesso das companhias que assessora.

De maneira a tutelar potenciais investidores e as próprias companhias que almejam a listagem no mercado, a CVM deve regular minuciosamente a atividade de assessor, inclusive prevendo hipóteses de descredenciamento compulsório junto à Autarquia. Nesse sentido, além da perda do credenciamento em decorrência da prática de ato ilícito, seria recomendável a punição quando verificado que algumas companhias assessoradas, pela mesma instituição, não obtiveram sucesso. Talvez a imposição de tal regra incentive os assessores a prestarem consultorias somente àqueles emissores que de fato preenchem os requisitos para acessar o mercado de capitais e nele se manter. Por outro lado, as companhias teriam certa garantia de que os assessores envidarão esforços para que a admissão ao segmento seja bem sucedida. Os critérios para o descredenciamento nessa modalidade devem ser objetivos, de modo a trazer segurança aos participantes do mercado. Dessa forma, importante refletir sobre o número de companhias assessoradas que poderiam demonstrar a falta de eficiência do assessor, bem como o conceito de “sucesso”.

⁹⁹⁴ Cf. Agentes autônomos: ICVM n.º. 497/2011; Analistas e consultores de valores mobiliários: ICVM n.º. 598/2018; Gestores e administradores de fundos de investimento: ICVM n.º. 558/2015.

⁹⁹⁵ Como analisado no tópico 4.3.1 deste trabalho, no AIM, o credenciamento do *Nomad* ocorre pela *LSE*, instituição que também determina os requisitos mínimos para autorização e as regras e limites de atuação dos assessores (as quais estão dispostas no “*AIM Rules for Nominated Advisers*”). Embora defenda-se a possibilidade de a CVM delegar a certificação para uma entidade autorreguladora (como ocorre, por exemplo, com a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD) em relação aos agentes autônomos), compreende-se que as normas gerais devem constar em instrução elaborada pela CVM (à semelhança da ICVM n.º. 497/2011, que disciplina as atividades dos agentes autônomos).

Não obstante a figura do assessor não seja adotada de forma unânime⁹⁹⁶ nos mercados de acesso, percebe-se que nos países em que esse modelo foi adotado, resultados positivos foram alcançados. Claramente há algumas questões importantes que precisam ser analisadas de forma detida, inclusive em termos econômicos⁹⁹⁷, porém apresenta-se como uma resposta a um dos obstáculos identificados para a revitalização do mercado de acesso no Brasil.

5.5 Formadores de mercado (*market makers*)

Os formadores de mercado (conhecidos no direito norte-americano e europeu como *market makers* ou *designed liquidity providers – DLP*) são pessoas jurídicas (e.g. bancos e corretoras), registradas junto à uma entidade administradora do mercado organizado (atualmente, a B3), que são detentoras de um volume significativo de ações, que lhes permitem operar (comprar e vender) dentro de uma faixa de preço considerada justa. Seu papel, em regra, é manter um fluxo regular e contínuo de ordens durante o pregão⁹⁹⁸, de modo a aumentar o volume de transações, tornar as operações mais rápidas e/ou estabilizar o preço do ativo ao reduzir flutuações abruptas do papel.

Os formadores de mercado devem realizar suas ofertas de compra e de venda nos termos da ICVM n.º. 384/2003 e do Regulamento da B3 (ou de outra entidade administradora de mercado organizado, caso venha a existir). Eles podem atuar de maneira autônoma ou serem

⁹⁹⁶ “Some exchanges do not like the advisory model because it implies reducing the exchange’s responsibility to vet companies that come to market: the advisor assesses a company’s readiness and suitability to list. Once the exchange steps in and certifies the advisor’s selection, the exchange takes on the role, and reputational risk of the stamp of approval. This is the case for TSXV, which does not have an advisor model because it believes that the exchange should do the final vetting of an SME’s suitability to list. TSXV wants to have the final say in quality control over what is listed, particularly for early-stage companies. TSXV has a sponsorship model and provides intermediaries with standards for due diligence for bringing a company to market. The exchange puts a lot of weight on the sponsor’s opinion but does their own vetting. This practice is in response to quality and reputational issues that arose in the 1990s that put the viability of the junior market in Canada at stake” (HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 28). Esse argumento não seria válido no contexto da proposta formulada já que a companhia estará sujeita ao registro simplificado, estando, portanto, sujeita a análise da entidade administradora do mercado que mantém convênio com a CVM para a análise prévia dos documentos.

⁹⁹⁷ Destacam-se duas questões relevantes: 1) Quais seriam os meios para incentivar a atuação desses agentes e, ao mesmo tempo, tornar os custos viáveis às pequenas e médias empresas? 2) Estudos demonstram que a reputação dos *underwriters* impacta o sucesso da oferta (Cf. FANG, *Investment bank Reputation and the price and quality of underwriting services*, 2005; COX, HILLMAN, & LANGEVOORT, *Securities regulation: cases and materials*, 2013). No contexto dos demais mercados de acesso analisados, as colocações realizadas pelos *Nomad* são bem sucedidas e atraem um volume relevante de investidores, incluindo pessoas físicas. No contexto do mercado brasileiro, as ofertas realizadas por assessores teriam apelo junto aos investidores?

⁹⁹⁸ CARVALHO, RIBEIRO & CORREIA, *Market makers: o impacto da introdução de agentes de liquidez no mercado acionário brasileiro*, 2018.

contratados pela companhia emissora dos ativos, por controladoras, controladas ou coligadas à emissora, ou, ainda, por qualquer outro detentor de valor mobiliário que possua interesse em formar mercado para os seus papéis⁹⁹⁹.

A atuação do formador de mercado não é exclusiva, o que significa que cada *market maker* pode formar mercado para diferentes papéis simultaneamente. Apesar de na prática ser incomum, também é possível que diferentes agentes atuem em relação a um mesmo papel (o que, inclusive, fomenta a concorrência e beneficia a formação de preço).

O formador de mercado se diferencia do investidor comum, pois esse último opera no mercado com duas finalidades: (i) alcançar uma remuneração por meio da valorização do ativo ou do recebimento de dividendos; e/ou (ii) proteger outros investimentos através de operações de *hedge*¹⁰⁰⁰. O formador de mercado, por sua vez, busca uma compensação financeira resultante da diferença entre as operação de compra e de venda de ativos de um mesmo emissor¹⁰⁰¹ (*spread*); por exemplo, um formador de mercado pode realizar uma oferta de compra da ação X a R\$10 (*bid price*) e, posteriormente, lançar uma oferta de venda por R\$10,03 (*ask price*); nesse exemplo, sua compensação seria de R\$0,03 por ação negociada.

A oferta realizada pelo formador de mercado compõe o livro de negócios (o que mantém a transparência das negociações), mas sua identidade é oculta, de modo que não é possível distinguir um investidor comum de um formador de mercado.

A despeito das vantagens da atuação dos *market makers*, ela não está isenta de críticas. A principal delas está relacionada com a alteração da dinâmica do mercado e a possibilidade de manipulação de preços¹⁰⁰². Todavia, conforme art. 6º, da ICVM nº. 384/2003, os formadores de mercado não podem “exercer sua atividade de forma a criar, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários, ou incorrer em

⁹⁹⁹ Cf. Art. 7º, ICVM nº. 384/2003.

¹⁰⁰⁰ PERLIN, *Os efeitos da introdução de agentes de liquidez no mercado acionário brasileiro*, 2013, p. 283.

¹⁰⁰¹ PERLIN, *Os efeitos da introdução de agentes de liquidez no mercado acionário brasileiro*, 2013, p. 283.

¹⁰⁰² “[...] enquanto o formador de mercado aumenta a liquidez dos ativos, ele também insere um efeito particular dentro da dinâmica de preços, chamado efeito inventário. Por exemplo, dado o fato de que o formador de mercado deve manter preços competitivos de oferta de compra e venda durando todo o dia, uma sucessão de ordens de venda por parte dos investidores fará com que o formador de mercado acumule um inventário positivo do ativo. O formador de mercado não possui interesse em especular sobre o preço futuro do ativo que ele transaciona pois, naturalmente, este não é seu negócio. Justifica-se então a aversão ao risco que o formador de mercado tem em relação ao seu inventário. No momento em que o formador de mercado tiver uma posição de inventário indesejada, ele modificará os preços de mercado com o intuito de voltar a uma posição de risco confortável. Este efeito é causado puramente pela aversão ao risco do agente de liquidez e a maneira como ele administra os preços de ofertas de compra e venda. Note então que o trabalho (ou inserção) do formador de mercado tem potencial de mudar a dinâmica de como o mercado funciona, e não somente um aumento na liquidez dos papéis” (PERLIN, *Os efeitos da introdução de agentes de liquidez no mercado acionário brasileiro*, 2013, p. 284).

práticas não equitativas”. Ademais, devem atuar observando os parâmetros predefinidos de quantidade mínima, *spread* máximo e percentual de atuação em cada sessão de negociação (essas condições podem ser revistas, com a concordância da B3, diante de comportamento atípico do mercado, decorrente de algum fato econômico que modifique substancialmente o preço do papel)¹⁰⁰³.

Feitas essas breves considerações, cabe indagar se, para as companhias de menor porte, que comumente possuem valores mobiliários com baixa liquidez, seria recomendada a contratação de formadores de mercado.

Perlin, com base em dados disponibilizados pela bolsa de valores (à época BM&FBovespa) e referentes ao período compreendido entre 2005 e 2012, analisou os efeitos da contratação de formadores de mercado na liquidez dos ativos¹⁰⁰⁴. Conforme intuitivamente esperado, a pesquisa demonstrou que a introdução do formador de mercado aumentou significativamente o número de negócios realizados diariamente nos papéis analisados (em média, o aumento foi de 31%)¹⁰⁰⁵. Todavia, quando o autor segmentou os resultados por critérios de liquidez das ações antes da entrada do formador de mercado, foi percebido que os benefícios foram mais significativos para aquelas ações que já possuíam um determinado nível de liquidez (em outras palavras, os benefícios da introdução do formador de mercado foi menor para aquelas ações que apresentavam menor liquidez). Tal conclusão poderia conduzir a uma resposta negativa para a pergunta formulada anteriormente (se a contratação de formadores de mercado seria benéfica às companhias de menor porte).

Contudo, o estudo de Perlin também concluiu que a entrada do formador de mercado tem potencial de aumentar (média de aproximadamente 10%) a autocorrelação dos sinais de transação das ações, que “mede quão provável uma compra/venda será seguida por outra compra/venda”¹⁰⁰⁶. A explicação a esse resultado seria que a atuação do *market maker* atraiu um maior número de investidores institucionais, que possuem uma estratégia peculiar de segmentar ordens grandes em volumes menores, criando assim uma maior autocorrelação nos sinais de transação. Dessa forma, a pesquisa apontou que a entrada do formador de mercado pode trazer como externalidade positiva (para além do aumento da liquidez) o estímulo à

¹⁰⁰³ B3, *Formador de mercado*, 2020.

¹⁰⁰⁴ Cf. PERLIN, *Os efeitos da introdução de agentes de liquidez no mercado acionário brasileiro*, 2013.

¹⁰⁰⁵ Mesmo resultado foi encontrado por CARVALHO, RIBEIRO & CORREIA, os quais analisaram dados mais recentes (no período compreendido entre 2013 e 2017) (Cf. CARVALHO, RIBEIRO & CORREIA, *Market makers: o impacto da introdução de agentes de liquidez no mercado acionário brasileiro*, 2018).

¹⁰⁰⁶ PERLIN, *Os efeitos da introdução de agentes de liquidez no mercado acionário brasileiro*, 2013, p. 292.

participação de investidores institucionais e, portanto, podem favorecer o aumento da base acionária.

Adicionalmente, pesquisas voltadas à análise de *small-caps* listadas em outros mercados revelaram que a contratação de formadores de mercado foi favorável ao incremento da liquidez de seus ativos¹⁰⁰⁷. Anand, Tanggaard & Weaver, por exemplo, concluíram (com base nos dados de companhias listadas na bolsa de valores de Estocolmo) que companhias com maiores *spreads*, menor atividade de mercado e com maior assimetria informacional são mais propensas a contratarem um formador de mercado¹⁰⁰⁸ (como analisado em tópico anterior deste trabalho, companhias de menor porte comumente apresentam tais características).

A baixa liquidez e a pequena base acionária são comumente apontadas como fatores que dificultam a captação de recursos no mercado de valores mobiliários (visto que elevam o custo do capital¹⁰⁰⁹⁻¹⁰¹⁰). Desse modo, a introdução do formador de mercado, pelas razões expostas acima, pode ser uma medida favorável ao desenvolvimento do mercado de acesso¹⁰¹¹.

Tendo em vista os possíveis efeitos positivos decorrentes da atuação do formador de mercado, a B3 concede 100% de desconto em taxas referentes às operações de compra e venda para as ações que possuíram volume financeiro médio diário de negociação inferior a R\$100 milhões no período entre 01/07/2018 e 30/06/2019, conforme Ofício Circular 062/2019-PRE (para as ações que apresentam volumes financeiros superiores, o desconto é de 75%).

A despeito do incentivo acima, seria importante outros estímulos regulatórios à atuação dos formadores de mercado em relação aos ativos emitidos por companhias de menor porte.

De todas as companhias listadas no Bovespa Mais e no Bovespa Mais Nível 2, apenas uma (a Biomm S.A) contratou formador de mercado. Esse fato não causa surpresa, pois as

¹⁰⁰⁷ Cf. VENKATARAMAN & WAISBURD, *The Value of the Designated Market Maker*, 2007; MENKVELD & WANG, *How do designated market makers create value for small-caps?*, 2013.

¹⁰⁰⁸ Cf. ANAND, TANGGAARD, & WEAVER, *Paying for Market Quality*, 2009.

¹⁰⁰⁹ Segundo estudo de AMIHUD & MENDELSON: “a liquidez afeta diretamente a estrutura de capital da empresa, dado que, caso as ações e títulos negociados por uma empresa tenham menor liquidez, o retorno exigido pelos investidores será maior, culminando em um maior custo de capital” (apud CARVALHO, RIBEIRO & CORREIA, *Market makers: o impacto da introdução de agentes de liquidez no mercado acionário brasileiro*, 2018, p. 4).

¹⁰¹⁰ Cf. IOSCO, *Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets*, 2007, p. 32.

¹⁰¹¹ “The lack of SME-specialised ecosystems that can support small offerings on their listing and in the aftermarket impede the fostering of SME equities. For example, the existence of well-functioning market-making systems is critical for the participation of professional and institutional investors in these markets, and without liquidity, institutional investors shift assets away from SMEs into larger capitalisation stocks” (NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 79).

companhias listadas nesses segmentos possuem, em regra, baixo percentual de ações em circulação¹⁰¹².

Diferentemente, no mercado de acesso da Espanha (*Mercado Alternativo Bursátil – MaB*) a nomeação de um provedor de liquidez é obrigatória¹⁰¹³. A imposição desse requisito para os mercados de PME em crescimento pode ser um caminho em direção a melhor liquidez das ações ali negociadas, porém, é necessário avaliar se os custos decorrentes da contratação desses agentes seria desproporcional e se constituiria uma barreira a realização de *IPOs*.

Por fim, destaca-se que a presença do formador de mercado não é a única medida que pode estimular a liquidez das ações de pequenas e médias empresas. A título exemplificativo, seria importante refletir também sobre regras distintas em relação à cobrança de corretagem¹⁰¹⁴ e de negociação dos ativos, como, por exemplo, a realização de leilões, visando à concentração das ordens de compra e de venda em um determinado período do pregão¹⁰¹⁵. Assim, recomenda-se que estudos abrangendo essas temáticas sejam realizados para que companhias de menor porte tenham sucesso na captação de recursos por via do mercado de capitais.

5.6 Analistas de valores mobiliários

A liquidez dos ativos no mercado secundário é fomentada pela disseminação de relatórios de análise¹⁰¹⁶ de valores mobiliários que englobam desde a interpretação de dados

¹⁰¹² Cf. B3, *Empresas listadas*, 2020.

¹⁰¹³ Cf. MaB, *Requisitos y procedimiento de incorporación*).

¹⁰¹⁴ “Outra questão controvertida que (ainda) não tem aplicação direta no mercado brasileiro diz respeito ao modelo de precificação das taxas de corretagem chamado de *asymmetric pricing* ou *maker-taker fee schedule*. Neste modelo, há ambientes de negociação que propiciam rebates de corretagem aos investidores que proveem liquidez, isto é, àqueles que enviam ofertas limitadas e cobram dos que consomem liquidez (enviam ofertas a mercado). Além do benefício do provimento de liquidez, este modelo permite a competição entre bolsas, pois as entrantes no mercado podem praticar políticas agressivas de rebates para atrair um fluxo de ofertas para seu sistema de negociação. Esta competição pode resultar em menores custos de negociação” (COSTA, *High frequency trading (HFT) em câmara lenta: compreender para regular*, 2018, p. 182.

¹⁰¹⁵ “In 2000, the stock exchanges in Paris, Amsterdam, and Brussels merged and the new exchange, Euronext, decided to structure all markets according to the Paris Bourse trading model: an electronic limit order book market. Orders are transmitted from 10:00a.m. through 5:00p.m. to a transparent limit order book that is observable to all market participants. Market orders (or marketable limit orders) are executed automatically against the book according to strict price-time priority. Trading takes place continuously for the more actively traded securities. Less active stocks trade only twice a day via call auctions at 10:30a.m. and 4:30p.m. with no trading in between the auctions” (MENKVELD & WANG, *How do designated market makers create value for small-caps?*, 2013, p. 575).

¹⁰¹⁶ “[...] a expressão ‘relatório de análise’ significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento” (Art. 1º, ICVM n.º. 598/2018).

financeiros das companhias emissoras até as perspectivas futuras em relação à performance da companhia e de seus ativos.

Tais relatórios são elaborados pelos analistas de valores mobiliários, cuja atividade é disciplinada pela ICVM n.º. 598/2018 e sua realização está condicionada ao credenciamento da pessoa física ou jurídica nos termos da norma¹⁰¹⁷. O credenciamento se dá pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), entidade também responsável pela autorregulação desses agentes¹⁰¹⁸.

Tendo em vista os destinatários dos relatórios, os analistas podem ser classificados como “*sell side*” ou “*buy side*”. Os analistas *sell side* comumente atuam em bancos, corretoras de valores mobiliários e elaboram materiais para distribuição perante um público amplo (clientes vinculados à instituição ou terceiros em geral). Os analistas *buy side*, por sua vez, produzem relatórios para um sujeito específico, geralmente um gestor ou um administrador de fundo de investimento que o contrata para tal função.

A cobertura de analistas, seja ela *sell side* ou *buy side*, tem vários efeitos positivos para as companhias listadas, especialmente em relação à diversificação da base acionária e à formação de preço dos ativos.

Segundo Pitta, “os analistas de investimento desempenham papel de maior relevo no mercado de valores mobiliários, pois atuam como verdadeiros filtros informacionais em favor dos demais participantes”¹⁰¹⁹. A importância da atividade exercida por esses profissionais também foi exaltada em um voto proferido pelo ex-Diretor da CVM, Wladimir Castelo Branco Castro: “[...] a utilização pelos investidores dos trabalhos desenvolvidos por esses profissionais pode ser imprescindível já que muitos tomam por base o resultado desses estudos para a tomada adequada de decisões de investimento”¹⁰²⁰.

Em regra, companhias que não possuem a cobertura de analistas apresentam uma capitalização de mercado menor e se sujeitam a custos de captação maior (em comparação com aquelas que são cobertas por analistas). A ausência de relatórios limita a capacidade dos investidores de obter uma perspectiva informada do negócio, tornando o mercado menos

¹⁰¹⁷ Cf. Art. 3º, ICVM n.º. 598/2018.

¹⁰¹⁸ A autorregulação exercida pela APIMEC tem base contratual e, portanto, natureza jurídica voluntária (em contraposição à natureza jurídica da autorregulação praticada pela B3, que tem fundamento o art. 17, da Lei n.º. 6.385/1976, sendo, assim, uma autorregulação de base legal).

¹⁰¹⁹ PITTA, *O regime de informações das companhias abertas*, 2013, p. 229.

¹⁰²⁰ Cf. Processo Administrativo CVM RJ 2006/4651006/4651.

eficiente (o preço das ações não internaliza informações da companhia) e menos líquido (a assimetria informacional desincentiva a aquisição dos papéis)¹⁰²¹.

Principalmente as companhias menores sofrem os impactos da escassa atividade dos analistas de valores mobiliários.

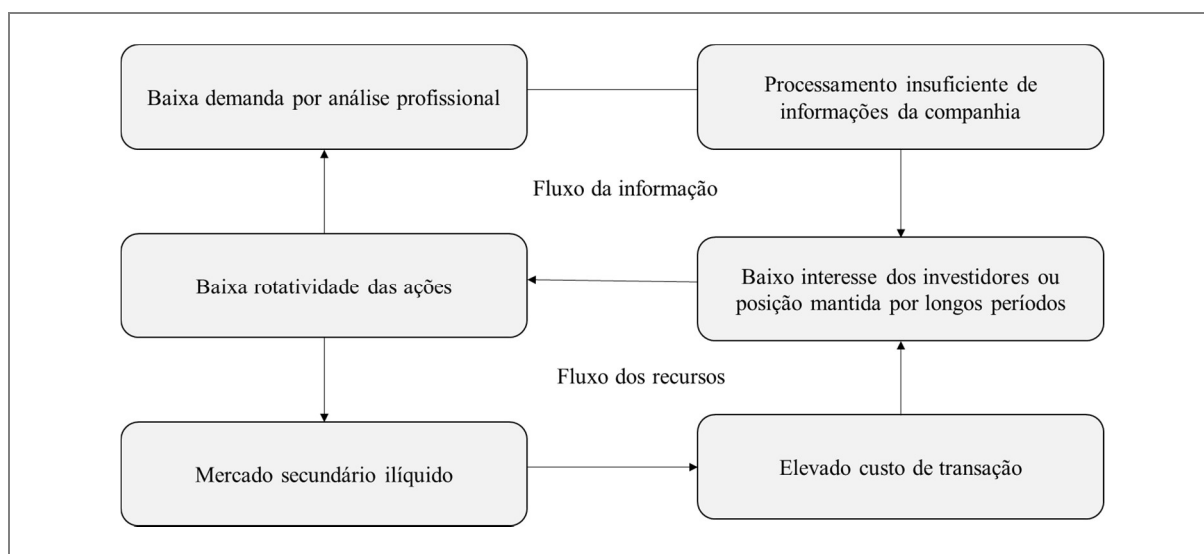
Rasch, ao abordar as razões do declínio dos mercados de acesso na Europa nos anos de 1980, destacou que a ascensão dos investidores institucionais que possuíam estratégias passivas de alocação de recursos aumentou a concentração dos investimentos em ativos de maior liquidez; os gestores atuavam replicando índices de ações, os quais geralmente se limitam apenas às *blue chips* com maior volume de negociação. Desse modo, muitos fundos de investimento restringiam suas participações em poucas companhias e, como consequência, os analistas de investimento também limitavam suas atividades de pesquisa àquelas companhias, sendo os emissores de menor porte ou com baixa liquidez esporadicamente analisados ou até mesmo totalmente negligenciados (dado que os custos para coleta e processamento das informações não seriam compensados¹⁰²²). Essa falta de cobertura reduziu ainda mais a liquidez dos ativos, impactando também a sua atratividade em relação a outros investidores. Rasch considera que esse fato conduziu as ações de pequenas e médias empresas a um duplo "círculo vicioso" de iliquidez (*Figura 8*): de um lado, a baixa demanda por análise reduziu a disponibilidade de informações referentes às companhias menores no mercado, fazendo-as atrair poucos investidores; por outro lado, diante de um mercado ilíquido, os investidores incorrem em maiores custos de transações, os quais impedem que as participações sejam negociadas com frequência. Como efeito, são atraídos, majoritariamente, investidores com estratégias de compra e manutenção da posição no longo prazo, o que reduz ainda mais a liquidez do mercado e a demanda por análise¹⁰²³.

¹⁰²¹ ADVISORY COMMITTEE ON SMALLER PUBLIC COMPANIES, *Final Report*, 2006.

¹⁰²² Cf. HARWOOD & KONIDARIS, *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*, 2015, p. 35.

¹⁰²³ RASCH, *Special Stock Market Segments for Small Company Shares in Europe – What Went Wrong?*, 1994, p. 23.

Figura 8: Ciclo vicioso de iliquidez



Fonte: RASCH, *Special Stock Market Segments for Small Company Shares in Europe – What Went Wrong?*, 1994, p. 23 (adaptado).

Embora a explicação de Rasch esteja no contexto dos anos de 1980, ela é perfeitamente cabível ao contexto atual dos mercados de acesso, visto que, em regra, as ações das companhias listadas nesses mercados também apresentam baixa liquidez e não são cobertas por analistas de investimento¹⁰²⁴.

Com o objetivo de fomentar a visibilidade das companhias de menor porte e estimular a liquidez de suas ações, a *Deutsche Börse* desenvolveu uma ação voltada ao segmento *Scale* (que possui *status* de *SME Growth Market*), qual seja: a divulgação periódica de relatórios de pesquisa para todos os emissores admitidos à negociação naquele mercado, de modo a melhorar a transparência e facilitar a comparabilidade dos valores mobiliários transacionados no segmento.

A instituição contratada para tal função é a *Edison Investment Research* e os relatórios englobam a descrição e avaliação do modelo de negócios de cada companhia, a análise de seus dados financeiros e do ambiente competitivo. O primeiro relatório possui maior extensão (entre oito e dez páginas) e uma atualização de cerca de quatro páginas é publicada duas vezes por ano. A abordagem da pesquisa é independente e não constitui recomendação de compra ou de

¹⁰²⁴

No relatório publicado em 2012, esse fato foi apontado como uma barreira ao acesso de companhias menores ao mercado de capitais europeu, cf. *SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP, Report on Helping on Small and Medium Sized Companies Access Funding*, 2012.

venda de ativos¹⁰²⁵. Os custos para confecção e divulgação desses relatórios são arcados pela *Deutsche Börse* por meio da arrecadação de taxas das companhias listadas (os emissores podem contratar outras análises, mas em nenhuma hipótese essas são substitutivas daquelas encomendadas pela *Deutsche Börse*)¹⁰²⁶.

Quando o segmento *Scale* foi criado, duas instituições eram responsáveis pela elaboração dos relatórios, uma mais focada em dados qualitativos e outra em aspectos quantitativos¹⁰²⁷. Contudo, a bolsa concluiu que as vantagens auferidas com ambas não compensavam os custos envolvidos, passando os relatórios a serem emitidos por uma única instituição.

A emissão de relatórios por mais de um analista de mercado é benéfica, principalmente em razão da possibilidade de diferentes abordagens. Diante dessa constatação, há debates internos sendo realizados na *Deutsche Börse* para viabilizar a publicação de relatórios por diferentes instituições. Uma sugestão consiste na constituição de um *pool* de várias entidades (entre três e cinco) dentre as quais uma seria escolhida pelo emissor. Os custos seriam arcados pela própria companhia analisada, mas a negociação dos custos seria realizada pela *Deutsche Börse*, de maneira a mitigar conflito de interesse entre as partes (analista e companhia analisada). Ademais, as informações disponibilizadas (ao menos em relação a um conteúdo mínimo) e os custos para elaboração e divulgação dos relatórios deveriam ser padronizados entre todos os analistas incluídos no *pool*¹⁰²⁸.

Tal solução parece adequada à realidade do mercado de capitais brasileiro e poderia quebrar o ciclo vicioso mencionado anteriormente ou ao menos aumentar a capilaridade das companhias menores ao mercado.

Outra hipótese que também poderia ser considerada pela CVM e pelas entidades responsáveis pelo credenciamento das pessoas físicas e jurídicas como analistas de valores mobiliários é a isenção de taxa de fiscalização para aqueles profissionais e instituições que se dediquem, majoritariamente, à análise de companhias listadas em segmentos de acesso ao mercado de capitais. Incentivos à estruturação mais eficaz e à atuação mais transparente da área

¹⁰²⁵ DEUTSCHE BÖRSE, *Research Report*, 2019.

¹⁰²⁶ DEUTSCHE BÖRSE, *Scale, the new listing segment*, 2017.

¹⁰²⁷ “The dual approach gives the capital market both qualitative and quantitative research on companies in *Scale* with basic information for different investor groups and requirements. *Deutsche Börse AG* sees this combination of different approaches as an opportunity to provide the German capital market with a full set of independent research reports for the first time and to offer the market different perspectives on companies and their business models” (DEUTSCHE BÖRSE, *Scale, the new listing segment*, 2017).

¹⁰²⁸ A recomendação é baseada na entrevista realizada em novembro de 2019 com Sr. Jasper Lembke, responsável pela listagem dos emissores na *Deutsche Börse*.

de Relações com Investidores (RI) também podem favorecer a atratividade das companhias de menor porte, bem como a sua real valorização (segundo estudo da Deloitte & IBRI, 68% dos RI das companhias abrangidas pela pesquisa acreditam que há uma lacuna entre a percepção de valor da companhia feita pela administração e aquela realizada por analistas e investidores)¹⁰²⁹.

¹⁰²⁹DELOITTE & IBRI, *Jornada da captação: transformação financeira na busca de recursos*, 2017.

CONCLUSÕES PROPOSITIVAS

Como abordado ao longo deste trabalho, a proposta de reestruturação do mercado de acesso brasileiro se dá em três níveis. Em primeiro lugar, foram sugeridas alterações na Lei n.º. 6.404/1976, de modo a permitir maior plasticidade às companhias abertas que estão em estágio inicial de desenvolvimento¹⁰³⁰ (essas propostas estão relacionadas à revisão da ICVM n.º. 480/2009 e à criação da Categoria C de companhia aberta). Em seguida, foram abordadas alterações no regime de ofertas de valores mobiliários (tais alterações consistem na revisão das ICVM n.º. 400/2003 e 476/2009, especialmente em relação à possibilidade de a distribuição ser realizada pelos assessores¹⁰³¹ e a criação de outras modalidades de ofertas isentas de registro, à semelhança da *Regulation A* do Direito Norte-americano). Em terceiro lugar, foram recomendadas alterações nas regras de organização e funcionamento dos mercados organizados¹⁰³², as quais referem-se à modificação da ICVM n.º. 461/2007 e à criação do mercado de PME em crescimento enquanto subcategoria do mercado de balcão organizado. De maneira complementar, também foram debatidos alguns elementos para o aperfeiçoamento do ecossistema dedicado às pequenas e médias empresas. Neste ponto, foram discutidos mecanismos de incentivo à listagem de companhias de menor porte, bem como meios para ampliar a base acionária, aumentar a liquidez dos ativos negociados e estimular a atuação de analistas de investimentos e formadores de mercado. Em síntese, a reestruturação do mercado de acesso engloba uma perspectiva mais abrangente do Direito Brasileiro (aspectos atrelados à lei societária) e uma análise de aspectos mais específicos do mercado de capitais no país (instruções normativas da CVM e aspectos autorregulatórios).

Para compreender as propostas, é necessário perceber que há diferentes estratégias para a regulação de uma atividade econômica relevante, como é o caso do mercado de capitais.

Gilson, Hasmann & Pargendler, no artigo intitulado “*Regulatory dualism as a Development Strategy: Corporate reform in Brazil, the United States, and the European Union*”, destacam as distinções entre quatro estratégias regulatórias, quais sejam: *regulatory diversification*, *regulatory experimentation*¹⁰³³, *regulatory competition* e *regulatory dualism*. Embora as estratégias possam ser utilizadas simultaneamente, os autores ressaltam os efeitos

¹⁰³⁰ Cf. Tópico 3.4.2.3 deste trabalho.

¹⁰³¹ Cf. Tópico 5.4 deste trabalho.

¹⁰³² Cf. Tópico 5.1 deste trabalho.

¹⁰³³ A regulação experimental foi recentemente implementada no âmbito do mercado de capitais brasileiro, cf. ICVM n.º. 626/2020.

da *regulatory dualism* para o desenvolvimento do mercado de capitais nos três países selecionados para pesquisa (Brasil, EUA e Alemanha)¹⁰³⁴.

Conforme definição dos autores, ocorre dualismo regulatório quando são verificadas duas regras simultâneas e distintas incidindo sobre os agentes econômicos, os quais podem optar por aquela que melhor se amolda às suas demandas. Nesse caso, é verificada uma norma preexistente (regime estabelecido), mantida para satisfazer os interesses de atores que já atuam no mercado, e uma nova norma (regime reformista) estabelecida para permitir o ingresso de novos sujeitos¹⁰³⁵.

Tal estratégia se difere da diversificação regulatória (ou assimetria regulatória, recorrendo-se a lição de Schirato¹⁰³⁶), pois nessa os atores regulados são heterogêneos e, conseqüentemente, é eficiente manter dois ou mais regimes de regulação, cada um deles destinado a lidar com as características particulares de cada grupo¹⁰³⁷. Dessa forma, enquanto na *regulatory dualism* existem regras paralelas que podem ser escolhidas pelos regulados, na *regulatory diversification* há, para cada grupo de agentes econômicos, somente um regime regulatório disponível.

Os autores explicam, ainda, que o dualismo regulatório também não se confunde com a concorrência regulatória. Comumente, a competição entre diferentes regimes regulatórios faz com as normas convirjam para a maior eficiência, enquanto, sob o dualismo regulatório, os regimes tendem a permanecer divergentes. Com efeito, a introdução de um regime reformista pode fazer com que o regime estabelecido se torne ainda menos eficiente do que seria se fosse o único existente, uma vez que não são verificados incentivos para alterá-lo. Dessa forma, em contraste à *regulatory competition*, a *regulatory dualism* estabelece uma dinâmica em que a escolha entre dois regimes reduz (em vez de aumentar) a pressão para alterar o regime menos eficiente (regime estabelecido)¹⁰³⁸⁻¹⁰³⁹.

¹⁰³⁴ GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011.

¹⁰³⁵ GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 480.

¹⁰³⁶ Cf. SCHIRATO, *A regulação brasileira do mercado de capitais: restrição da autonomia privada para a satisfação do interesse público*, 2016.

¹⁰³⁷ GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 480.

¹⁰³⁸ GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 480.

¹⁰³⁹ Os autores ainda diferenciam a *regulatory dualism* de outras estratégias regulatórias (*Grandfathering*, *Menus*, *Default rules* e *Grand Bargains*). Cf. GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 521-526.

A utilização da *regulatory dualism* é ressaltada pelos autores como uma possível solução à resistência de determinados grupos econômicos à modificação de um regime vigente. É o que eles chamam de *Olson problem*, em referência ao economista que descreveu essa resistência de forma mais eloquente¹⁰⁴⁰. Na visão dos autores, a implantação de um regime reformista, necessário diante de novos contextos, pode coexistir com a norma precedente, que, devido a pressões políticas e/ou econômicas, não pôde ser modificada.

No âmbito do Direito Brasileiro, o exemplo de dualismo regulatório abordado pelos autores foi a criação, nos anos 2000, dos segmentos diferenciados na Bovespa, os quais, em comparação com a norma preexistente (Lei nº. 6.404/1976), exigem padrões mais elevados de governança corporativa, especialmente no intuito de ampliar os direitos dos acionistas minoritários em relação aos acionistas controladores. Com a reforma proposta pela Bovespa, as companhias admitidas à negociação na bolsa de valores podem optar por aquele segmento que melhor se adequa às suas características, existindo a possibilidade de a companhia aderir ao segmento Básico (preexistente à reforma e sem requisitos adicionais àqueles elencados na lei societária) ou ao Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado (regimes reformados), que apresentam normas graduadas de governança corporativa. O Novo Mercado, em razão dos requisitos mais rigorosos para admissão da companhia, é o segmento *premium* da bolsa de valores¹⁰⁴¹, razão pela qual é foco do estudo apresentado por Gilson, Hasmann & Pargendler.

Os autores demonstram que, apesar da notável necessidade de reformas do mercado de capitais brasileiro para atrair novas companhias e novos investidores, vários agentes econômicos resistiam a uma efetiva reforma da Lei nº. 6.404/1976 voltada a ampliar o nível de governança corporativa das companhias abertas. A solução para neutralizar (ou mitigar) o problema encontrado (*Olson problem*), foi estabelecer, por meio da autorregulação, regimes alternativos àquele existente¹⁰⁴², sendo, assim, criados os níveis diferenciados de listagem

¹⁰⁴⁰ GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 478.

¹⁰⁴¹ “The highest level, the Novo Mercado, imposed a bundle of stricter corporate governance standards aimed at regaining investor confidence in Brazil’s capital markets. The creators of the Novo Mercado saw the added value of this bundle of rights as greater than the sum of its parts—a view which is now widely shared among investors. The Exchange marketed the segment as a brand for superior corporate governance and did not permit firms to opt out of any of its listing requirements. It also correctly perceived that the overall reputational integrity of the segment was critical to its success” (GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 490).

¹⁰⁴² Cf. GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 482-486.

(Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). “*The idea was that a contractual solution would circumvent the persistent legislative capture thwarting legal reform*”¹⁰⁴³.

Os autores se atêm ao estudo desses segmentos e não fazem menção ao Bovespa Mais e ao Bovespa Mais Nível 2. Esse último por razão óbvia, porquanto foi criado posteriormente à publicação do artigo. Lado outro, cogita-se que a omissão do Bovespa Mais ocorreu porque a migração do segmento do mercado de balcão para a bolsa de valores ocorreu somente em 2014, portanto, posteriormente à publicação do artigo em 2011. De todo modo, entende-se que, assim como o Novo Mercado, o Bovespa Mais também é um exemplo de *regulatory dualism*, uma vez que constitui um regime reformado estabelecido de forma paralela ao regime existente. Isso significa que uma companhia, ao solicitar a admissão para negociação de seus valores mobiliários no mercado de bolsa, pode escolher qual segmento pretende aderir, desde que comprove as condições para cumprimento dos requisitos mínimos exigidos por cada um deles.

Igualmente, também é possível conceber o Bovespa Mais Nível 2 como exemplo de *regulatory dualism*.

Em 2005, quando o Bovespa Mais foi criado, imaginou-se que seria importante estabelecer um ambiente de negociação para companhias de menor porte que, após maturação no mercado de capitais, poderiam migrar para os demais segmentos. Dessa forma, na origem, as regras do Bovespa Mais espelhavam, com poucas exceções, aquelas contidas no Regulamento do Novo Mercado. Isso porque o entendimento à época era que a listagem naquele segmento, caracterizado pelo alto padrão de governança corporativa, deveria ser estimulada, uma vez que suas normas correspondiam, ao menos em tese, às expectativas dos investidores. Dentre as características desses segmentos (Novo Mercado e Bovespa Mais), uma tinha especial relevância: a exigência de que todas as ações tivessem direito de voto, de modo a observar o princípio *one share, one vote*, concebido como pilar de governança corporativa¹⁰⁴⁴.

¹⁰⁴³ Cf. GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 486.

¹⁰⁴⁴ “*The Novo Mercado’s prohibition of nonvoting shares had two direct benefits: it reduced the opportunities for abuse by giving minority shareholders the ability to voice their concerns and to attempt to influence corporate action, and—by removing the substantial wedge between voting and cash flow rights in most Brazilian public firms—it limited the controlling shareholders’ incentives for expropriation. A large shareholder could maintain control, but at the cost of maintaining a matching equity investment, which would then serve to better align the interests of controlling and minority shareholders. This meant that, apart from other listing requirements and enforcement measures, the very capital structure of Novo Mercado firms helped deter tunnelling and self-dealing, thus contributing to the segment’s reputation for superior investor protection*” (GILSON, HANSMANN, & PARGENDLER, *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*, 2011, p. 491).

Quase dez anos após a implementação do Bovespa Mais, o mercado sinalizou que era necessário um segmento de acesso para companhias de menor porte que, diferente daquele, autorizasse a listagem de companhias com capital social distribuído entre ações ordinárias e preferenciais, aproximando esse segmento dos requisitos impostos para o Nível 2.

Tendo em vista que a reforma do Bovespa Mais não era aceita por grande parte do mercado (pois significaria uma quebra do princípio *one share, one vote*), foi criado um novo regime paralelo àquele já existente.

Pela breve narrativa, é possível notar que o dualismo regulatório, em relação aos segmentos de acesso da bolsa, pode ser percebido em duas dimensões. O Bovespa Mais foi estabelecido como alternativa aos segmentos Básico e diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo mercado); por sua vez, o Bovespa Mais Nível 2 foi criado em paralelo ao Bovespa Mais. Observe, então, que, no primeiro caso, o Bovespa Mais é concebido como regime reformista, enquanto no segundo, é tido como regime estabelecido.

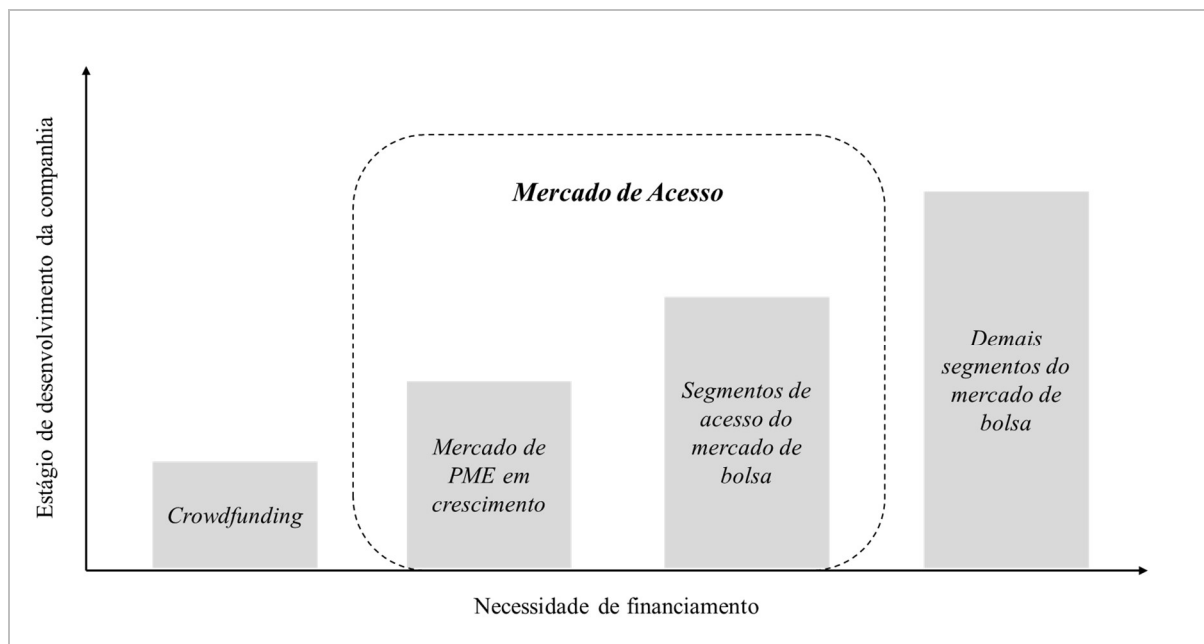
A reestruturação do mercado de acesso proposta neste trabalho baseia-se na possibilidade de se constituir mercados de acesso diversos dos segmentos existentes. Como analisado, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 são constituídos enquanto níveis de listagem no mercado de bolsa administrado pela B3. A proposta é a criação, via instrução da CVM, do “mercado de PME em crescimento”, enquanto subcategoria do mercado de balcão organizado.

A proposta é convergente com a ideia do dualismo regulatório, pois não visa limitar a listagem de companhias de menor porte ao mercado de PME em crescimento, mas oferecer novas possibilidades para que as pequenas e médias empresas tenham maior acesso ao financiamento através do mercado de capitais.

Conforme demonstra a *Figura 9* a seguir, o mercado de PME em crescimento seria uma alternativa intermediária de captação de recursos, tendo como vantagens a possibilidade de funcionar com regras mais permissivas em comparação com o mercado de bolsa e a maior abrangência se comparado ao *crowdfunding*. Desse modo, seria uma forma de dar continuidade à captação de recursos para aquelas sociedades que não são abrangidas pela ICVM nº. 588/2017, mas que também não são maduras o suficiente para o mercado de bolsa. Esses mercados também serviriam para viabilizar a saída dos investidores que realizaram aportes por

meio da plataforma de investimento coletivo e para preparar as companhias para o próximo estágio de captação de recursos¹⁰⁴⁵.

Figura 9: Fontes de financiamento



Enquanto o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 não fazem restrições em relação ao porte das companhias admitidas à negociação, o mercado de PME em crescimento, em razão de suas características, somente admitiria sociedade enquadradas no conceito de pequena e média empresa. Conforme abordado no tópico 1.3 deste trabalho, propõe-se que tal definição considere o valor de mercado da companhia ou o preenchimento de dois fatores em uma lista de três (número de funcionários, patrimônio e receita bruta). Julga-se que essa flexibilização no critério é relevante para abarcar diferentes setores da economia. Também foi ressaltado que o estudo não tem a pretensão de trazer definição em relação aos aspectos quantitativos do conceito, por entender que para tal é necessário um estudo minucioso, que foge ao escopo da pesquisa.

Da mesma forma como já ocorre com o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2, no mercado de PME em crescimento seria mantida a competência da entidade administradora do mercado para definir alguns critérios adicionais para admissão da companhia, como, por

¹⁰⁴⁵ “[...] like venture capitalists, equity crowdfunding investors will also seek an exit for their investment and therefore require well-functioning and liquid equity markets to be used as exit routes for the growth companies they back” (NASSR & WEHINGER, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, 2016, p. 63).

exemplo, limites de *free-float* ou até mesmo valores mínimos de porte (como verificado no *Scale*, mercado de acesso alemão).

Importa destacar que não se propõe que as prerrogativas concedidas às companhias de menor porte (abordadas ao longo das seções anteriores deste trabalho) estejam restritas aquelas admitidas ao mercado de PME em crescimento. Isso significa que, ainda que a companhia opte por aderir o Bovespa Mais ou Bovespa Mais Nível 2 (ou outro segmento criado por outra entidade administradora de mercado de bolsa), ela poderia obter o registro na Categoria C (mediante registro simplificado), de modo que seria abrangida pelas flexibilizações da Lei n.º 6.404/1976, no que tange à alocação de direitos políticos e econômicos, à estrutura decisória, administrativa e de fiscalização, ao regime de destinação de resultados e ao regime informacional (conforme abordado no tópico 3.4.2.3 deste trabalho).

Igualmente, as companhias admitidas no Bovespa Mais ou Bovespa Mais Nível 2 que se enquadrarem no conceito de pequena e média empresa poderiam realizar ofertas com a intermediação de um assessor, nos termos das propostas para alterações da ICVM n.º 476/2009 (conforme tópicos 3.4.1 e 5.4 e Anexo II deste trabalho).

Sendo assim, a proposta de criação do mercado de PME em crescimento visa estabelecer um novo canal de financiamento, alternativo aos existentes, cabendo à companhia escolher por aquele regime mais favorável às suas estratégias de captação de recursos e de desenvolvimento.

Contudo, dado o *status* diferenciado do mercado de PME em crescimento, que sinalizaria aos investidores as particularidades em relação aos riscos atrelados aos ativos negociados naquele ambiente, propõe-se que essas sociedades possam captar recursos mediante a realização de outras modalidades de ofertas públicas isentas de registro, à semelhança daquelas previstas pela *Regulation A* no mercado norte-americano. Desse modo, seria possível instituir uma gradação entre os limites impostos às captações de recursos realizadas via *crowdfunding* e aquelas realizadas por meio do mercado de PME em crescimento, o qual seria mais permissivo, especialmente no que diz respeito ao volume captado e à autorização para negociação em mercados secundários.

Ainda, é recomendável que as ofertas públicas que não se enquadrem nas hipóteses de isenção possam ser realizadas através da apresentação de um prospecto simplificado, conforme tendência no mercado europeu (*EU Growth Prospectus*).

A despeito de tais flexibilizações, compreende-se que a proteção do investidor não seria prejudicada, visto que as ofertas seriam realizadas por meio de um assessor, que acompanharia a companhia durante todo o período em que esta for admitida à negociação naquele mercado.

As propostas para criação de um mercado de PME em crescimento, bem como das novas modalidades de ofertas públicas isentas de registro, baseia-se em dois objetivos principais: por um lado, visa à introdução de um *status* específico para os mercados focados em companhias de menor porte (a criação de uma subcategoria de mercado tem como finalidade aumentar a visibilidade e perfil das plataformas de negociação especificamente dedicadas às pequenas e médias empresas); e, por outro lado, permitir um equilíbrio adequado entre o nível de proteção ao investidor e os encargos administrativos aplicáveis às companhias de menor porte.

Ambas as recomendações constituem possíveis respostas às barreiras existentes para a inserção de pequenas e médias empresas no mercado de capitais brasileiro, preenchendo a lacuna identificada para as companhias de menor porte em relação a captação de recurso em seus diferentes estágios de desenvolvimento.

Diante da proposta, é necessário refletir sobre uma alteração da Lei n.º. 13.043/2014, uma vez que ao conceder os benefícios tributários para aqueles investidores que adquirem ações de pequenas e médias empresas, a norma traz como requisito que as ações sejam “admitidas à negociação em segmento especial, instituído por bolsa de valores”¹⁰⁴⁶. O dispositivo deve ser alterado para também incluir o mercado do PME em crescimento (observa-se que a ICVM n.º. 578/2016, que disciplina os FIPs, e a ICVM n.º. 555/2014, que dispõe sobre os FMAs, já contemplam as propostas, pois quando mencionam segmentos de acesso, fazem referência ao mercado de bolsa e ao mercado de balcão).

Por fim, destaca-se que as sugestões apresentadas não carecem de ser implementadas simultaneamente. É possível a adoção de uma proposta, enquanto outras ainda sejam debatidas e refletivas pelos agentes do mercado. Entende-se, por exemplo, que as flexibilizações da Lei n.º. 6.404/1976, em sua maioria, já foram debatidas de forma minuciosa. Lado outro, a criação de um mercado voltado às pequenas e médias empresas, nos moldes do mercado de PME em crescimento proposto, ainda não foi enfrentado de maneira detida e, por isso, pode requerer amadurecimento entre os participantes do mercado.

De modo recorrente, a CVM tem convocado os participantes (investidores, companhias, entidades administradoras de mercados organizados, escritórios de advocacia, instituições intermediárias etc.) para se manifestarem sobre temas sensíveis do mercado de capitais e se posicionarem diante de possíveis alterações das normas que o regulam. Nesse sentido, considera-se que a realização de uma audiência pública contemplando as propostas

¹⁰⁴⁶ Art. 16, Lei n.º. 13.043/2014.

apresentadas é importante, inclusive, para posteriores adequações às demandas mais urgentes dos participantes.

Ademais, a Lei nº. 13.874/2019, dispõe, em seu art. 5º, que as alterações de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos devem ser precedidas da realização de análise de impacto regulatório, contendo informações e dados sobre seus possíveis efeitos. Nessa esteira, também é essencial a realização de pesquisas empíricas (especialmente focadas na análise econômica) sobre as alterações debatidas ao longo deste trabalho.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Bovespa Mais foi criado em 2005 com o intuito de possibilitar o acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais brasileiro. Quase uma década após sua criação, foi lançado um novo segmento destinado às companhias de menor porte: o Bovespa Mais Nível 2. Todavia, diferentemente do que ocorreu em outros países, notadamente no Reino Unido, os segmentos não foram suficientes para sanar as demandas do mercado, de forma a atrair um número relevante de companhias e se fixar como uma real alternativa de financiamento de longo prazo para as pequenas e médias empresas.

A presente pesquisa analisou alguns gargalos no regime jurídico do mercado de acesso brasileiro e, diante de cada um dos obstáculos identificados, buscou-se formular uma proposta capaz de saná-los ou mitigá-los. Em conjunto, as propostas alteram o modelo de mercado de acesso existente e constituem um ecossistema em prol do financiamento de longo prazo por meio da emissão de ações.

Em breves linhas, foi proposto um arranjo jurídico favorável ao desenvolvimento do mercado de capitais por meio da análise dos mercados norte-americano e europeu (em especial, do *Alternative Investment Market*). Todavia, a lógica *one size fit all* foi refutada, no sentido de que os modelos adotados em outros países não necessariamente acomodam as demandas dos reguladores, investidores e emissores no Brasil. Por conseguinte, embora as sugestões tenham inspirações naqueles mercados, não se propôs o transplante de normas. Ao contrário, buscou-se refletir sobre as estruturas instituídas em outros países para estimular o financiamento de pequenas e médias empresas, de maneira que somente aquelas adequadas à realidade brasileira fossem implementadas e, ainda assim, levando-se em consideração adaptações necessárias ao contexto distinto daqueles mercados analisados.

As propostas foram referentes à flexibilização da Lei n.º. 6.404/1976, às alterações no regime de ofertas públicas de valores mobiliários e às modificações nos mercados organizados. Também abarcaram estímulos à abertura de capital de companhias de menor porte e à atuação dos investidores, analistas de investimentos, formadores de mercado e intermediários, de modo a viabilizar o aprimoramento de um ecossistema dedicado às pequenas e médias empresas.

Além de possibilitar o acesso de companhias menores à fonte de financiamento, o desenvolvimento desse ecossistema também se mostrou relevante, porque contribui para o desenvolvimento da indústria de fundos de investimentos, *venture capital* e *private equity*, pois viabiliza, em melhores condições, o desinvestimento de investidores que realizam aportes em

momentos essenciais para a expansão de negócios realizados pelas pequenas e médias empresas. O mercado de acesso, sob essa ótica, permite a transição entre os estágios de desenvolvimento da empresa, especialmente porque, sem a possibilidade de saída para a realização dos lucros, investidores podem direcionar seus recursos a outras modalidades de investimento, inclusive fora do território brasileiro.

Além disso, de maneira geral, observou-se que o excesso de intervenção Estatal praticada no mercado de capitais tem comprometido a funcionalidade do mercado e gerado externalidades negativas em relação ao financiamento da atividade produtiva desenvolvida por pequenas e médias empresas. Assim, as propostas de reestruturação do mercado de acesso brasileiro estão centradas na desregulamentação, sem que fatores importantes da proteção ao investidor sejam desconsiderados.

Em síntese, as sugestões estão relacionadas à simplificação dos procedimentos e à redução dos custos, diante da constatação de que as sociedades empresárias operam de maneira diferente a depender de diversos fatores, incluindo o seu porte. Dessa forma, as normas devem refletir esse fato, de maneira que os ônus regulatórios sejam suplantados pelos benefícios alcançados por sua observância. As propostas, todavia, não são dependentes entre si, ou seja, é possível a sua implementação gradual conforme as evoluções e maturidade dos debates entre os participantes do mercado. Tem-se ciência de que modificações importantes, como as formuladas, carecem de profundo debate e análise econômica antes de sua implementação, principalmente para evitar efeitos colaterais indesejados.

Reconhece-se que as propostas apresentadas constituem passos em direção ao desenvolvimento do mercado de acesso e que a melhora de índices macroeconômicos, bem como as reformas em outros aspectos não abrangidos pela pesquisa (como é o caso de reformas tributárias), são igualmente relevantes para o aprimoramento do mercado de acesso no Brasil. Ademais, as dificuldades enfrentadas pelas pequenas e médias empresas em relação ao financiamento por meio do mercado de capitais também estão relacionadas à falta de informação sobre o processo de listagem e até mesmo a fatores culturais, como o receio de compartilhar informações ou aceitar o ingresso de novos sócios. Diante desse cenário, reconhece-se, também, que os esforços para aprimoramento do mercado de acesso podem ter efeitos mais expressivos no médio e longo prazo.

Por fim, é notável a importância da pesquisa no atual cenário: se, no início dos estudos, o aprimoramento do mercado de acesso já era concebido como pauta importante para o desenvolvimento da atividade produtiva no país, agora adquiriu maior contorno diante da

pandemia causada pelo novo Coronavírus e das incertezas decorrentes da crise sanitária e econômica. Ainda que os reflexos das mudanças propostas se deem no médio ou longo prazo, é inquestionável a necessidade de manter o tema como prioridade na agenda regulatória do país.

Espera-se, portanto, que as propostas formuladas possam subsidiar as discussões no âmbito dos reguladores e autorreguladores e contribuir para a ampliação do acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais brasileiro.

ANEXO I ¹

	<i>Offering Limit within a 12-month Period</i>	<i>General Solicitation</i>	<i>Issuer Requirements</i>	<i>Investor Requirements</i>	<i>Restrictions on Resale</i>
<i>Section 4(a)(2)</i>	None	None	None	Transaction by an issuer not involving any public offering.	Yes. Restricted securities
<i>Regulation D Rule 506(b)</i>			"Bad actor" disqualifications apply	Unlimited accredited investors. Up to 35 sophisticated but non-accredited investors	
<i>Regulation D Rule 506(c)</i>		Yes		Unlimited accredited investors. Issuer must take reasonable steps to verify that all purchasers are accredited investors	
<i>Regulation D Rule 504</i>	\$5 million	Permitted in limited circumstances	Excludes blank-check and investment companies.	None	Yes. Restricted securities except in limited circumstances
<i>Regulation Crowdfunding</i>	\$1.07 million, the offering must be conducted on an internet platform through a registered intermediary	Permitted with limits on advertising after Form C is filed	Excludes non-US, blank-check, reporting, and investment companies. "Bad actor" disqualifications apply	Investment limitations based on annual income and net worth	12-month resale limitations
<i>Regulation A Tier 1</i>	\$20 million	Permitted; before qualification, testing the waters permitted before and after the offering statement is filed	US or Canadian issuers. Excludes blank-check and investment companies, issuers of certain securities, and certain companies with a Section 12(j) order. "Bad actor" disqualifications apply	None	No
<i>Regulation A Tier 2</i>	\$50 million			Non-accredited investors subject to investment limits	

Fonte: SEC, Overview of Exemptions, 2019 (versão resumida).

¹ Referente à Seção 3.3 deste trabalho. O quadro sintetiza as distinções entre os regimes de isenção de registro de ofertas de valores mobiliário (*exemptions offers*) no âmbito do mercado norte-americano.

ANEXO II ²

	Limitação de volume financeiro captado	Esforço de venda	Requisitos do emissor	Requisitos do investidor	Negociação no mercado secundário
ICVM 476/2009 (Oferta com esforços restritos)	Nenhum, mas a oferta deve ser intermediada por uma instituição integrante do sistema de distribuição. O ofertante não pode realizar outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários dentro do prazo de 4 meses contados da data do encerramento ou do cancelamento da oferta	Proibido	Registro na Categoria A, no caso de emissões de ações, debêntures conversíveis e bônus de subscrição	Permitida a procura de, no máximo, 75 investidores profissionais; a subscrição ou aquisição é restrita a, no máximo, 50 investidores profissionais.	Apenas entre investidores qualificados ou diante das hipóteses expressamente previstas.
PROPOSTA ICVM 476/2009 (Oferta com esforços restritos)	Nenhum, mas a oferta deve ser intermediada por uma instituição integrante do sistema de distribuição ou, no caso de PME, de um assessor.	Permitido	Nenhum (dispensa de registro)	Investidor profissional	Apenas entre investidores qualificados ou diante das hipóteses expressamente previstas
ICVM 588/2017 (<i>Crowdfunding</i>)	R\$5 milhões (por ano-calendário), oferta realizada em plataforma autorizada	Permitido com limitações	Receita bruta anual de, no máximo, R\$10 milhões (dispensa de registro)	Investidor de varejo sujeito a limites	Proibida
ICVM 588/2017 conforme Audiência Pública SDM n. 2/2020 (<i>Crowdfunding</i>)	R\$10 milhões (por ano-calendário), oferta realizada em plataforma autorizada	Permitido de forma mais ampla, se comparado à norma em vigor	Receita bruta anual de, no máximo, R\$30 milhões (dispensa de registro)	Investidor de varejo sujeito a limites, mais amplos, se comparado à norma em vigor	Apenas entre investidores que tenham participado de ofertas do mesmo emissor

² Referente à Seção 3.4.1 deste trabalho. O quadro sintetiza as distinções entre os regimes de ofertas de valores mobiliários da ICVM n.º. 476/2009 e da ICVM n.º. 588/2017.

REFERÊNCIAS

- ACE Governance. (2019). *Extrato da análise internacional e repercussão no mercado brasileiro da expansão da adoção de estruturas com duas ou mais classes de ações com direitos de voto diferenciados (DCS)*. Acesso em 16/12/2019, disponível em <http://www.bmf.com.br/portal/images/newsletter/bmfbovespa/Voto-Plural.pdf>.
- ACS, Z. J. (1992). Small Business Economics: A Global Perspective. *Challenge*, 35(6), p. 38-44.
- ALDERIGHI, (2017). A note on how to enhance liquidity in emerging markets by leveraging on trading participants. *Economics Bulletin*, V. 37(4), p. 2526-2532, acesso em 01/06/2020, disponível em <http://www.accessecon.com/Pubs/EB/2017/Volume37/EB-17-V37-I4-P225.pdf>.
- ADVISORY COMMITTEE ON SMALLER PUBLIC COMPANIES. (2006). *Final Report*. Acesso em 10/10/2019, disponível em <https://www.sec.gov/info/smallbus/acspc/acspc-finalreport.pdf>
- AFTERMAN, A. B. (1995). *SEC Regulation of public companies*. New Jersey: Prentice Hall.
- AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (2013). *Incentivos à abertura de capital em bolsa de valores: relatório final*. Acesso em 20/04/2019, disponível em <http://acervo.ci.fdc.org.br/AcervoDigital/Relat%C3%B3rios%20de%20Pesquisa/Relat%C3%B3rios%20de%20pesquisa%202013/Incentivos%20a%20abertura.pdf>.
- AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL; BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL; BM&FBOVESPA; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS; FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS. (2012). *Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações*. Acesso em 20/04/2019, disponível em <http://www.b3.com.br/data/files/ED/C2/BA/67/4DB6F41054E072F492D828A8/Diagnostico-portugues.pdf>.
- AMERICAS CLEARING SYSTEM (2017). *Manifestação à Consulta Pública – Acesso de outras infraestruturas de mercado financeiro aos serviços de Compensação e Liquidação e de Depósito Centralizado*. Acesso em 12/02/2020, disponível em http://www.atsbr.com/pdfs/ACS_Manifestacao_Consulta_Publica_B3.pdf.
- ASIA SECURITIES INDUSTRY & FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION. *Tokenised Securities: A Roadmap for Market Participants and Regulators*, 2019. Acesso em 27/06/2020, disponível em <https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2019/11/tokenised-securities-a-roadmap-for-market-participants-final.pdf>.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. (2014). *Manifestação: Edital de Audiência Pública SDM nº. 13/2013*. Acesso em 07/07/2019, disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm1313.html.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS; B3. (2019). *Agenda ANBIMA e B3 – Mercado de Capitais: caminho para o desenvolvimento*. Acesso em 01/05/2019, disponível em <http://www.anbima.com.br/data/files/0A/D6/9F/C5/D9A956105B26D856A9A80AC2/Relatorio-Agenda-Mercado-de-Capitais-ANBIMA-B3-Digital.pdf>
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS, *Regulamento de*

- processos da ANCORD*. Acesso em 02/06/2020, disponível em <https://www.ancord.org.br/wp-content/uploads/2019/11/Regulamento-de-Processos-ANCORD-Entidade-Credenciadora.pdf>.
- ANDERSEN, P. K. (2018). *EU Trading Venues: Competition, the financial crisis and MiFID II*. Jurist-og Økonomforbundets Forlag.
- ANAND, A.; TANGGAARD, C.; WEAVER, D. G. (2009). Paying for Market Quality. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44 (6), p. 1427-1457.
- ARAGÃO, A. S. (2002). *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico*. Rio de Janeiro: Forense.
- ARAKAWA, J. M. (2019). Brazil. In: GOLDSCHMIDT, *The initial public offering law review*, p. 7-15. London: The Law Review.
- ARAUJO, D. B. (2015). Mercado de Capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira. In: ARAUJO, D. B. *Regulação brasileira do Mercado de Capitais*, p. 21-42. São Paulo: Saraiva.
- ARDIC, O. P.; MYLENKO, N.; SALTANE, V. (2011). Small and Medium Enterprises: A Cross-Country Analysis with a New Data Set. *World Bank Policy Research Working Paper n.º 5538*. Acesso em 10/11/2019, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1747441>
- ARMOUR, J.; ENRIQUES, L.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R. (2017). The basic governance structure: the interests of shareholders as a class. In: KRAAKMAN, R.; ARMOUR, J.; DAVIES, P.; ENRIQUES, L.; HANSMANN, H.; HERTIG, G.; HOPT, K.; KANDA, H.; PARGENDLER, M.; RINGE, W.; ROCK, E. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, p. 49-78. Oxford: Oxford University Press.
- ARMOUR, J.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R. (2017). Agency problems and legal strategies. In: KRAAKMAN, R.; ARMOUR, J.; DAVIES, P.; ENRIQUES, L.; HANSMANN, H.; HERTIG, G.; HOPT, K.; KANDA, H.; PARGENDLER, M.; RINGE, W.; ROCK, E. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, p. 29-48. Oxford: University Press.
- ARMOUR, J.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R.; PARGENDLER, M. (2017). What is corporate law? In: KRAAKMAN, R.; ARMOUR, J.; DAVIES, P.; ENRIQUES, L.; HANSMANN, H.; HERTIG, G.; HOPT, K.; KANDA, H.; PARGENDLER, M.; RINGE, W.; ROCK, E. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, p. 1-28. Oxford: Oxford University Press.
- ARMOUR, J.; MCCAHERY, J. A. (2007). After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US. *Amsterdam Center for Law & Economics – Working Paper n.º 2006-07*. Acesso em 29/10/2019, disponível em <http://ssrn.com/paper=910205>.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL (2019). *Inside PE: private equity in Brazil*. Acesso em 18/03/2020, disponível em <https://landingpage.abvcap.com.br/l/Pf8083ABF1118>.
- ATS BRASIL (2013). ATS Brasil entra com pedido de criação de nova Bolsa de Valores na CVM. Acesso em 12/02/2020, disponível em http://www.atsbr.com/pdfs/press%20release%20ATS%20CVM%20junho%202013_fi nal.pdf.
- AYYAGARI, M.; DEMIRGUC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. (2011). Small vs. Young Firms across the World: Contribution to Employment, Job Creation, and Growth. *Policy Research Working Paper n.º 5631*. Acesso 09/09/2019, disponível em <http://documents.worldbank.org/curated/en/478851468161354807/pdf/WPS5631.pdf>

- _____. (2014). Who creates jobs in developing countries? *Small Business Economics*, 43(1), p. 75–99.
- B3 (2014). *Regulamento de Listagem do Bovespa Mais*. Acesso em 21/02/2019, disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/.
- _____. (2017). *Regulamento do Novo Mercado*. Acesso em 21/02/2019, disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/.
- _____. (2017). *Relações com investidores: mercados de atuação*. Acesso em 21/02/2019, disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/mercados-de-atuacao.asp?idioma=ptb>.
- _____. (2018). *Manual do Emissor*. Acesso em 10/03/2019, disponível em <http://www.b3.com.br/data/files/5A/23/0A/10/CBAD261031540D26790D8AA8/Manual%20do%20Emissor%20-%2002.05.2018.pdf>.
- _____. (2019). *Abertura de capital: benefícios para pequenas e médias empresas*. Acesso em 28/11/2019, disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/abertura-de-capital/beneficios-para-pequenas-e-medias-empresas/.
- _____. (2019). *Banco de Dados: participações dos investidores no volume financeiro*. Acesso em 13/02/2019, disponível em <http://ri.bmfbovespa.com.br/>.
- _____. (2019). *Conheça a atuação educacional da Bolsa*. Acesso em 13/02/2019, disponível em <http://vemprabolsa.com.br/2017/03/09/conheca-atuacao-educacional-da-bolsa/>
- _____. (2019). *Histórico pessoas físicas*. Acesso em 13/02/2019, disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/historico-pessoas-fisicas/
- _____. (2019). *Ofício 151/2019 – DIE*. Acesso em 21/11/2019, disponível em <http://www.b3.com.br/data/files/6D/44/0B/63/B7BBA6101F929BA6AC094EA8/151.2019%20-%20DIE%20-%20Oferta%20publica%20de%20distribuicao%20de%20acoes%20em%20patamar%20inferior%20a%20R%20500%20MM.pdf>
- _____. (2019). *Segmentos de listagem*. Acesso em 26/11/2019, disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/.
- _____. (2019). *Alteração da Regra para Registro de Ofertas Diretas em Ambiente de Bolsa*. Acesso em 16/12/2019, disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/consulta-publica/rlp-e-novas-regras-para-oferta-direta/.
- _____. (2020). *Formador de mercado*. Acesso em 02/04/2020, disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/formador-de-mercado/como-funciona/sobre-o-formador-de-mercado.htm.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2019). *Histórico das taxas de juros*. Acesso em 13/05/2020, disponível em <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. (2019). *Resolução DIR. nº3.543/2019*. Acesso em 29/05/2020, disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/a69449d2-f128-4eba-8089-f6654c14aa31/politica-mercado-de-capitais-3543-2019.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mWFqQ-0>
- _____. (2020). *Carteira da BNDESPar*. Acesso em 28/05/2020, disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/carteira-acionaria>.

- _____. (2020). *Participações acionárias*. Acesso em 28/05/2020, disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/renda-variavel/desembolsos-do-sistema-bndes-via-renda-variavel/>
- _____. (2020). *Programa BNDES apoio às ofertas públicas em mercados de acesso*. Acesso em 28/05/2020, disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/investimento-direto/programa-bndes-apoio-as-ofertas-publicas-em-mercados-de-acesso/programa-bndes-apoio-as-ofertas-publicas-em-mercados-de-acesso>.
- BANERJEE, R. (2014). SME's financial constraints and growth. *BIS Working Papers* n°. 475. Acesso em 04/02/2020, disponível em <https://www.bis.org/publ/work475.pdf>.
- BAGEHOT, W. (2001). *Lombard Street: A Description of the Money*. London: Henry S. King and Co.
- BANK OF ENGLAND. (1983). *The Unlisted Securities Market*. Acesso em 18/09/2019, disponível em <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/1983/q2/the-unlisted-securities-market>.
- _____. (1985). *The Unlisted Securities Market*. Acesso em 18/09/2019, disponível em <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/1985/the-unlisted-securities-market>.
- BARBOSA, L. G. (2014). Sociedade anônima simplificada. *Revista de Informação Legislativa*, 51(204), p. 289-323.
- BARTOS, J. (2006). *Unitate States Securities Law: a practical guide*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International.
- BAUGUESS, S.; GULLAPALLI, R.; IVANOV, V. (2018). *Capital Raising in the U.S.: An Analysis of the Market for Unregistered Securities Offerings, 2009-2017*. Acesso em 20/11/2019, disponível em https://www.sec.gov/files/DERA%20white%20paper_Regulation%20D_082018.pdf
- BECK, T. (2007). *Financing Constraints of SMEs in Developing Countries: Evidence, Determinants and Solutions*. Acesso em 09/03/2019, disponível em http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/Financing_Constraints_of_SMEs.pdf.
- BECK, T.; LEVINE, R. (2002). Industry growth and capital allocation: does having a market- or bank-based system matter. *NBER Working Paper Series* n°. 8982. Acesso em 05/05/2019, disponível em: <https://www.nber.org/papers/w8982.pdf>
- BECK, T.; DEMIRGUC-KUNT, A.; LEVINE, R. (2005). SMEs, Growth, and Poverty: Cross-Country Evidence. *Journal of Economic Growth*, 10(3), p. 199-229.
- BENNETT, J. (2011). The statutory framework. In. NICHOLLS, T. *A practitioner's guide to the AIM Rules* (p. 85–102). London: Thomson Reuters.
- BENZECRY, L. S. (2006). *A CVM e o conceito de investidor qualificado*. Acesso em 12/06/2019, disponível em *Jornal Valor Econômico*. Caderno Legislação & Tributos. p. E2. Disponível em <http://advocaciaparagestores.com.br/wp-content/uploads/2016/08/A-CVM-e-o-Conceito-de-Investidor-Qualificado-Valor-06-2006.pdf>.
- BERDEJÓ, C. (2015). Going public after the JOBS Act. *Ohio State Law Journal*, 76(1).
- BERKOWITZ, D., RICHARD, J.-F., & PISTOR, K. (2003). The Transplant Effect. *The American Journal of Comparative Law*, 51, p. 163-204.
- BEZERRA, C. (2018). *Projeto de Lei n. 10.736/2018*. Acesso em 16/12/2019, disponível em <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=218306>.
- BNDES. (2019). *Evolução do desembolso do BNDES*. Disponível em <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-desempenho/desembolsos/desembolsos-nos-anos-anteriores>.

- BOYD, J.; SMITH, B. (1996). The Coevolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process. *The World Bank Economic Review*, 10, p. 371-396.
- BRADFORD, C. S. (2001). Securities regulation and small business: Rule 504 and the case for an unconditional exemption. *Journal of Small & Emerging Business Law*, 5, p. 1-47.
- _____. (2004). Does Size Matter? An Economic Analysis of Small Business Exemptions from Regulation. *Journal of Small and Emerging Business Law*, 8, p. 1-37.
- BRAU, J. C.; FAWCETT, S. E. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance*, 61(1), p. 399-436.
- BRICKEY, K. F. (2003). From Enron to Worldcom and beyond: life and crime after Sarbanes-Oxley. *Washington University Law Review*, 81(2).
- BURGHOF, H.P.; HUNGER, A. (2003). *Access to Stock Markets for Small and Medium-Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt*. Acesso em 29/10/2019, disponível em <https://ssrn.com/abstract=497404>.
- BUSCH, D. (2019). The future of the Capital Markets Union after Brexit. *Orizzonti del Diritto Commerciale*. Acesso em 14/02/2020, disponível em <https://repository.uibn.ru.nl/bitstream/handle/2066/198418/198418.pdf>.
- BUSCH, D.; FERRARINI, G. (2017). *Regulation of the EU financial markets: MiFID II e MiFIR*. Oxford: Oxford University Press.
- BUSCH, D.; AVGOULEAS, E.; FERRARINI, G. (2018). *Capital Markets Union in Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- BUSCHINELLI, G. S. (2015). Artigos 19 e 20. In: CORDONIZ, G; PATELLA, L. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n.º. 6.385/76* (p. 379-425). São Paulo: Quartier Latin.
- BUTLER, H. N.; RIBSTEIN, L. E. (2006). *The Sarbanes-Oxley Debacle: What We've Learned; How to Fix It*. Washington: The AEI Press.
- CAGLIO, C.; HANLEY, K. W.; MARIETTA-WESTBERG, J. (2013). Going Public Abroad. *FEDS Working Paper n.º. 2013-68*. Acesso em 26/11/2019, disponível em <https://papers.ssrn.com/abstract=2350821>.
- CALABRÓ, L. F. (2011). *Regulação e autorregulação do Mercado de Bolsa: teoria palco-platéia*. São Paulo: Almedina.
- CALKOEN, W. J. (2012). *The one-tier board in the changing and converging world of Corporate governance: a comparative study of boards in the UK, the US and the Netherlands*. Deventer: Kluwer.
- CAVALCANTI, F. A.; PEREIRA, A. B. (2020). *A Oferta Pública Inicial de Ações – IPO*. In: SIQUEIRA, M.; PEREIRA, A. B; TREIGER, J. M. *Brasil S.A: guia de acesso ao mercado de capitais para companhias brasileiras*, p. 189-205.
- CAMPOS, G. (2013). *Relatório do PL n.º. 4.303/2012*. Acesso em 20/05/2019, disponível em <https://www.camara.leg.br>.
- CARVALHO, A. G. (2002). Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Econômico. *Revista Econômica do Nordeste*, 33(4), p. 694-715.
- _____. (2003). Efeitos da migração para os níveis de Governança da Bovespa. *Revista Econômica do Nordeste, Fortaleza*, 33(4).
- CARVALHO, A. G.; PENNACCHI, G. G. (2012). Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), p. 883-903.
- CARVALHO, G. A.; RIBEIRO, J. E.; CORREIA, L. F. (2018). *Market makers: o impacto da introdução de agentes de liquidez no mercado acionário brasileiro*. IX Congresso Brasileiro de Administração e Contabilidade. Acesso em 08/04/2020, disponível em <http://adcont.net/index.php/adcont/adcont2018/paper/view/3004>.
- CASEY, J.; LANNOO, K. (2009). *The MiFID revolution*. Cambridge: University Press.

- CERS. (2002). Standards for Alternative Trading Systems (CESR/02-086b). Acesso em 13/11/2019, disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/1-02_086b.pdf.
- CFA INSTITUTE. (2011). *The Structure, Regulation, and Transparency of European Equity Markets under MiFID*. Acesso em 06/11/2019, disponível em <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/structure-regulation-transparency-of-european-equity-markets-under-mifid.ashx>
- CHEDIAK, J. F. (2017). Regulação e autorregulação. In. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*, p. 184-218.
- CHIU, H. (2003). Can UK small business obtain growth capital in the public equity markets? An overview og the shortcomings in UK and european securities regulation and considerations for reforms. *Delaware Journal of Corporate Law*, 28, p. 933-977.
- CHOI, S. J.; PRITCHARD, A. (2015). *Securities Regulation: Cases and Analysis*. St. Paul: Foundation Presss.
- CHURCHILL, N. C.; LEWIS, V. L. (1987). The five stages of small business growth. *Harvard Business Review*. Acesso em 19/02/2019, disponível em <https://www.researchgate.net/publication/228315536>.
- CIDADE, M.; CORRADIN, V. (2014). *Fomentando o financiamento privado de longo prazo*. Acesso em 18/02/2019, disponível em https://www.anbima.com.br/data/files/B1/C7/D9/2A/C9C775106582A275862C16A8/Fomentando-o-financiamento-privado-de-longo-prazo_1_.pdf.
- CLAUSEN, N. J., & SØRENSEN, K. E. (2012). Regulating different trading venues: The European experience based on MiFID. In. BIRKMOSE, H. S.; M. NEVILLE, M.; SORENSEN, K. E. *The European Financial Market in Transition*. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International.
- COFFEE JR., J. C. (2002). Racing towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance. *Columbia Law Review*, 102(7), p. 1757–1831.
- _____. (2006). *Gatekeeper: the professions and corporate governance*. Oxford: Oxford University Press.
- COMISSÃO EUROPEIA. (1999). *Comunicação da Comissão – Aplicação de um enquadramento para os mercados financeiros: Plano de Acção*. Acesso em 30/10/2019, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:51999DC0232&from=EN>.
- _____. (2000). *European charter for small enterprises*. Acesso em 08/11/2019, disponível em <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/8a4b353a-5d0c-4345-a40d-fl1b9fcb3198>.
- _____. (2008). *"Think Small First": A Small Business Act for Europe*. Acesso em 08/11/2019, disponível em http://europa.eu/rapid/press-release_IP-08-1003_en.pdf.
- _____. (2009). *Report of the Expert Group. Think Small First: considering SME interests in policy-making*. Acesso em 08/11/2019, disponível em <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/10038/attachments/1/translations>
- _____. (2010). *Comunicação da Comissão – Europa 2020: estratégias para um crescimento inteligente, sustentável e inclusivo (COM(2010) 2020 final)*. Acesso em 09/11/2019, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010DC2020&from=en>
- _____. (2011). *Comunicação da Comissão ao Conselho, ao Parlamento Europeu, ao Comité das Regiões e ao Comité Económico e Social – Plano de ação para melhorar o acesso das PME ao financiamento (COM(2011) 870 final)*. Acesso em 24/09/2019,

- disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=celex%3A52011DC0870>
- _____. (2011). *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social e ao Comité das Regiões – Análise do "Small Business Act" para a Europa (COM(2011) 78 final)*. Acesso em 11/11/2019, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0078&from=EN>
- _____. (2011). *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões – Acto para o Mercado Único (COM(2011) 206 final)*. Acesso em 08/11/2019, disponível em <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2011/PT/1-2011-206-PT-F1-1.Pdf>.
- _____. (2014). *Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento sobre o financiamento a longo prazo da economia europeia*. Acesso em 07/10/2018, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2014:0168:FIN:PT:PDF>.
- _____. (2014). *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões – Um setor financeiro reformado para a Europa*. Acesso em 24/09/2019, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX%3A52014DC0279>.
- _____. (2015). *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões – Plano de ação para a criação de uma união dos mercados de capitais*. Acesso em 23/09/2019, disponível em https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-action-plan_pt.
- _____. (2015). *O que é o Plano de Investimento para a Europa?* Acesso em 23/09/2019, disponível em https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan/what-investment-plan-europe_pt.
- _____. *Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões sobre a revisão intercalar do Plano de Ação para a União dos Mercados de Capitais*. Acesso em 24/09/2019, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52017DC0292>.
- _____. (2018). *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera os Regulamentos (EU) n.º 596/2014 e (EU) 2017/1129 no que diz respeito à promoção da utilização de mercados de PME em crescimento*. Acesso em 19/11/2019, disponível em <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/cc7dbb97-5f4e-11e8-ab9c-01aa75ed71a1/language-pt/format-PDF>.
- _____. (2018). *Public consultation – feedback statement: Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*. Acesso em 19/11/2019, disponível em https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-barriers-listing-smes-feedback-statement_en.pdf.
- _____. (s.d.). *O que é a União dos Mercados de Capitais?* Acesso em 23/09/2019, disponível em https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_pt.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIO (1979). *Nota explicativa n.º 15/1979*. Acesso em 05/06/2020, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota015.pdf>.
- _____. (2015). *Relações com investidores: da pequena empresa ao mercado de capitais*. Acesso em 19/02/2019, disponível em <http://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html>.

- _____. (2016). *Relatório do GT Concorrência sobre autorregulação das entidades administradoras de mercado*. Acesso em 10/12/2019, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2016/20160719/0292.pdf>.
- _____. (2017). *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. Acesso em 06/05/2019, disponível em https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf.
- _____. (2019). *Cartilha Negócios Diretos Intencionais e Ofertas RLP*. Acesso em 11/02/2020, disponível em https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cartilhas/cartilha_negocios_diretos_ofertas_RLP.pdf.
- _____. (2019). *O mercado de dívida corporativa no Brasil: uma análise dos seus desafios e propostas para o seu desenvolvimento*. Acesso em 06/05/2019, disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190411-1.html>.
- _____. (2020) *Edital de Audiência Pública SDM n°. 02/2020*. Acesso em 26/03/2020, disponível em: [cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0220.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0220.html).
- CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA. (2018). *B3 firma acordo com o Cade em investigação no mercado de bolsa de valores*. Acesso em 18/11/2019, disponível em <http://www.cade.gov.br/noticias/b3-firma-acordo-com-o-cade-em-investigacao-no-mercado-de-bolsa-de-valores>.
- CORRÊA, J. S. (2018). Breves apontamentos sobre o financiamento privado da startup. In PARENTONI, L.; GONTIJO, B. M.; LIMA, H. C.. *Direito, Tecnologia e Inovação* (p. 615–631). Belo Horizonte: D'Plácido.
- _____. (2019). *O fim lucrativo da sociedade e o lucro social: interpretação e aplicação no contexto das sociedades anônimas brasileiras*. Universidade de São Paulo: Tese de Doutorado.
- COSTA, I. S. (2018). *High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*. Fundação Getúlio Vargas: Dissertação de Mestrado.
- COX, J. D.; HILLMAN, R. W.; LANGEVOORT, D. C. (2013). *Securities regulation: cases and materials*. New York: Wolters Kluwer Law & Business.
- CRYPTOSECURITIES EXCHANGE, *Democratizing and simplifying access to public capital*. Acesso em 25/06/2020, disponível em <https://cryptosecurities.exchange/>.
- CUMMING, D.; JOHAN, S. (2013). Listing standards and fraud. *Managerial and Decision Economics*, v. 34, p. 451-470.
- DAVIS, N.; STONE, K. (2011). The admission document and the application procedure. In NICHOLLS, T. *A practitioner's guide to the AIM Rules* (p. 103-136). London: Thomson Reuters.
- DAVIS, P. (2003). Institutional investors, financial market efficiency and financial stability. *EIB Papers*, 8(1), p. 77-107.
- DAVIS, S. J.; HALTIWANGER, J.; SCHUH, S. (1996). Small Business and Job Creation: Dissecting the Myth and Reassessing the Facts. *Small Business Economics*, 8(4).
- DELOITTE. (2012). *Custos para abertura de capital no Brasil: uma análise sobre as ofertas entre 2005 e 2011*. Acesso em 21/03/2019, disponível em <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/audit/custos-abertura-capital.pdf>.
- DELOITTE; INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES (2017). *Jornada da captação: transformação na busca de recursos*. Acesso em 11/04/2019, disponível em http://www.ibri.com.br/Upload/Arquivos/novidades/3921_Pesquisa_IBRI_Deloitte_22062017.pdf.

- DEMIRGUÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. (1996). Stock Market Development and Financing Choices. *The World Bank Economic Review*, 10, p. 341–369.
- DEUTSCHE BÖRSE. (2017). *Financing via the stock exchange: Equity and debt capital for small and mid-caps*. Acesso em 22/10/2019, disponível em https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/resource/blob/70914/d799a91f77d63320b0bb09b989a36aab/data/20171221_Brochure-Financing-via-stock-exchange_en.pdf.
- _____. (2017). *Scale, the new listing segment*. Acesso em 10/01/2020, disponível em <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/resource/blob/83118/aa9922c69ef31eb8b603cc85d87fbc8e/data/FAQ-Scale.pdf>.
- _____. (2019). *Deutsche Börse Capital Market Partner Agreement*. Acesso em 21/10/2019, disponível em <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/resource/blob/253520/b136861f1c7209e2bcc384065ddaa569/data/Deutsche-B-rse-Capital-Market-Partner-Agreement.pdf>.
- _____. (2019). *Deutsche Börse Venture Network: further strengthening the ecosystem for growth*. Acesso em 21/10/2019, disponível em <https://www.deutsche-boerse.com/dbgen/our-company/insights-roadmap-2020-en/Deutsche-B-rse-Venture-Network-further-strengthening-the-ecosystem-for-growth-1645848>.
- _____. (2019). *Research Report*. Acesso em 21/10/2019, disponível em <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/going-public/research-report>.
- _____. (2019). *Scale: Equity capital financing for small and medium-sized companies (SME)*. Acesso em 19/10/2019, disponível em <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/market-structure/segments/scale>.
- _____. (s.d.). *Open Market*. Acesso em 21/10/2019, disponível em <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/primary-market/market-structure/legal-markets/open-market>.
- _____. (s.d.). *Scale for equities: Main prerequisites for inclusion and follow-up inclusion obligations*. Acesso em 22/10/2019, disponível em <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/resource/blob/70960/f63ee493442af2abef40b6990e107541/data/Factsheet-Scale-for-equity.pdf>.
- DOTTA, E.; SANTICIOLI, B. (2017). A responsabilidade das plataformas eletrônicas nas ofertas de valores mobiliários do equity crowdfunding. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, 5, p. 121–139.
- DOUKAS, J. A.; HOQUE, H. (2016). Why firms favour the AIM when they can list on main market? *Journal of International Money and Finance*, 60, p. 378–404.
- DUBEUX, J. R. (s.d.). *Registro na CVM não garante o sucesso do investimento: precedente judicial no “Caso Boi Gordo”*. Acesso em 09/09/2019, disponível em https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/entrevistas/Arquivos/AlexandrePinheiro/Registro_na_CVM_nxo_garante_o_sucesso_do_investimento.PDF.
- ECSIP CONSORTIUM. (2013). *Improving the market performance of business information services regarding listed SMEs*. Acesso em 21/11/2019, disponível em https://ec.europa.eu/growth/content/improving-market-performance-business-information-services-regarding-listed-smes-0_en.
- EDMISTON, K. (2007). The Role of Small and Large Businesses in Economic Development. *Federal Reserve Bank of Kansas City*, p. 73–97.
- EGX. (2019). *Fourth Quarter 2019*. Acesso em 12/02/2019, disponível em http://www.egx.com.eg/en/Services_Reports.aspx.

- EIZIRIK, N. (1992). Underwriting de valores mobiliários. Em *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar.
- _____. (2011). *A Lei das S/A comentada – Volume I – Artigos 1 a 120*. São Paulo: Quartier Latin.
- _____. (2011). *A Lei das S/A comentada – Volume II – Artigos 121 a 188*. São Paulo: Quartier Latin.
- _____. (2011). *A Lei das S/A comentada – Volume III – Artigos 189 a 300*. São Paulo: Quartier Latin.
- _____. (2015). A ação "super preferencial" é legal". *Revista de direito da sociedades e dos valores mobiliários*, p. 125–142.
- _____. (2015). *Direito Societário: estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin.
- EIZIRIK, N., GAAL, A. B., PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. (2011). *Mercado de Capitais e Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar.
- ENRIQUES, L. (2016). *EU Prospectus Regulation: some out-of-the-box thinking*. Acesso em 18/11/2019, disponível em <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/05/eu-prospectus-regulation-some-out-box-thinking>.
- _____. (2018). *What should qualify as a 'SME Growth Market'?* Acesso em 18/11/2019, disponível em <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/what-should-qualify-sme-growth-market>.
- ENRIQUES, L.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R.; PARGENDLER, M. (2017). The basic governance structure: minority shareholders and non-shareholder constituencies. In: KRAAKMAN, R.; ARMOUR, J.; DAVIES, P.; ENRIQUES, L.; HANSMANN, H.; HERTIG, G.; HOPT, K.; KANDA, H.; PARGENDLER, M.; RINGE, W.; ROCK, E., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, p. 79–108. Oxford: Oxford University Press.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2020). *Financial Integration and Structure in the Euro Area*. Acesso em 11/05/2020, disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb.fie202003~197074785e.en.pdf>.
- EUROPEAN COMMISSION (2020). *Brexit and Ireland*. Acesso em 11/05/2020, disponível em https://ec.europa.eu/ireland/news/key-eu-policy-areas/brexit_en.
- EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE. (2012). *Action Plan to Improve Access to Finance for SMEs*. Acesso em 12/12/2019, disponível em <https://www.eesc.europa.eu/en/our-work/opinions-information-reports/opinions/action-plan-improve-access-finance-smes>.
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. (2014). *Final Report: ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR (ESMA/2014/1569)*. Acesso em 05/11/2019, disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf.
- _____. (2015). *Final Report: Draft technical standards on the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/1455)*. Acesso em 05/11/2019, disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-esma-1455_-_final_report_mar_ts.pdf.
- EUROPEAN PARLIAMENT. (2019). *Enabling SMEs' access to capital markets*. Acesso em 04/11/2019, disponível em [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2018/630311/EPRS_BRI\(2018\)630311_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2018/630311/EPRS_BRI(2018)630311_EN.pdf).

- FERRARINI, G.; MOLONEY, N. (2012). Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II. *European Business Organization Law Review*, 13, p. 557-597.
- FERRARINI, G.; SAGUATO, P. (2017). Governance and organization of trading venues. In BUSCH, D.; FERRARINI, G. *Regulation of the EU Financial Markets*, p. 285-314. Oxford: Oxford University Press.
- FERREIRA, T. M. (2018). *Oferta pública de distribuição de valores mobiliários: o regime de registro obrigatório e hipóteses de dispensa*. Universidade de São Paulo: Dissertação de Mestrado.
- FILIZZOLA, H. B.; VIEIRA, D. P. (2020). A abertura de capital. In. SIQUEIRA, M.; PEREIRA, A. B.; TREIGER, J. M. *Brasil S.A.: guia de acesso ao mercado de capitais para companhias brasileiras*, p. 47-55.
- FLECKNER, A. M. (2006). Stock Exchanges at the Crossroads. *Fordham Law Review*, 74(5), p. 2541-2620.
- FRANK, H. (1962). The Processing of Small Issues of Securities under Regulation A. *Duke Law Journal*, 1962(507), p. 507-521.
- FREITAS, B. V. (2015). Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). In. FREITAS, B. V.; VERSIANI, F. V. *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*, p. 157-228. São Paulo: Quartier Latin.
- FRIEDMAN, F. B.; GROSE, C. (2006). Promoting Access to Primary Equity Markets: A Legal and Regulatory Approach. *World Bank Policy Research Working Paper n.º. 3892*. Acesso em 02/05/2019, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=913188.
- GARCIA, V. F.; LIU, L. (1999). Macroeconomic determinants of stock market development. *Journal of Applied Economics*, 2(1), p. 29-59.
- GHEZZI, F.; MALBERTI, C. (2008). The Two-Tier Model and the One-Tier Model of Corporate Governance in the Italian Reform of Corporate Law. *European Company and Financial Law Review*, 5(1).
- GILSON, R. J.; HANSMANN, H.; PARGENDLER, M. (2011). Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU. 63(475), p. 475-538.
- GLEIZER, D. L. (2007). O mercado de capitais: lições da experiência internacional. In. BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. *Mercado de Capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*, p. 175-180. Rio de Janeiro: Contra Capa.
- GÓES, G. A. (2018). *Obstáculos ao financiamento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de ações no Brasil*. Fundação Getúlio Vargas: Dissertação de Mestrado.
- GRANIER, C.; REVEST, V.; SAPIO, A. (2019). SMEs and junior stock markets: a comparison between european and japanese markets. *Journal of Innovation Economics & Management*, 29, p. 43-76.
- GREEN, S. (2004). A Look at the Causes, impact and future of the Sarbanes-Oxley Act. *Journal of International Business and Law*, 3(1), p. 33-52.
- GRUPO DE TRABALHO DO MERCADO DE CAPITAIS. (2018). *Balanço de ações de 2018 do GTMK*. Acesso em 30/01/2019, disponível em http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/analises-e-estudos/arquivos/2018/gtmk_book-digital.pdf.
- GUSTIN, M. S.; DIAS, M. T. F. (2010). (Re)Pensando a pesquisa jurídica. Belo Horizonte: Del Rey.
- HADDAD, Experiência internacional e desafios para o mercado de capitais brasileiro, 2007. In. BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. *Mercado de Capitais e crescimento*

- econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*, p. 181-186. Rio de Janeiro: Contra Capa.
- HART, O. (2001). Financial Contracting. *Journal of Economic Literature*, 39(4), p. 1079-1100.
- HARWOOD, A.; KONIDARIS, T. (2015). *SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices*. Acesso em 23/01/2019, disponível em <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/21381>.
- HAYEK, F. A. (1982). *Law, Legislation and Liberty: A new statement of the liberal principles of justice and political economy*. Acesso em 02/05/2019, disponível em <https://edisciplinas.usp.br/mod/resource/view.php?id=2109109>.
- _____. (1983). *Law, legislation an liberty: a new statement of the liberal principles of justice and political economy*. London: Routledge.
- HAZEN, T. L. (2012). Crowdfunding or Fraudfunding: Social Networks and the Securities Laws – Why the specially tailored exemption must be Conditioned on Meaningful Disclosure. *North Carolina Law Review*, p. 1735–1770.
- HE, J. (2019). *Capital formation in support of innovation: meeting SMEs' demand for life-cycle financing*. Acesso em 01/06/2019, disponível em <https://focus.world-exchanges.org/articles/capital-formation-support-innovation-meeting-smes-demand-life-cycle-financing>.
- HEDGE, S.; VARSHNEY, S.; LIN, H. (2008). Competitive Stock Markets: Evidence from Nasdaq Dual Listing. Acesso em 15/11/2019, disponível em <https://www.researchgate.net/publication/265634449>.
- HOUSE OF LORDS. (2012). *MiFID II: Getting it Right for the City and EU Financial Services Industry*. Acesso em 07/11/2019, disponível em <https://publications.parliament.uk/pa/ld201213/ldselect/lducom/28/28.pdf>.
- HUDSON, A. (2013). *Securities Law*. London: Sweet & Maxwell.
- _____. (2013). *The Law and Regulation of Finance*. London: Sweet & Maxwell.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. (2015). *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Acesso em 23/01/2019, disponível em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. (2018). *Publicação PNADC Rendimento de todas as fontes 2017*. Acesso em 13/02/2019, disponível em <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-detalle-de-midia.html?view=mediaibge&catid=2103&id=1901>.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. (2005). *Exchange demutualization in emerging markets*. Acesso em 06/11/2019, disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD200.pdf>.
- _____. (2007). *Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets*. Acesso em 06/11/2019, disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>.
- _____. (2015). *SME Financing throught Capital Markets*. Acesso em 04/05/2019, disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf>.
- IPO TASK FORCE. (2011). *Rebuilding the IPO On-Ramp: Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*. Acesso em 12/10/2019, disponível em https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding_the_ipo_on-ramp.pdf.
- JACKSON JR., R. J. (2018). *The Middle-Market IPO Tax*. Acesso em 02/12/2019, disponível em <https://www.sec.gov/news/speech/jackson-middle-market-ipo-tax>.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), p. 305–360.

- JONG, B.; ARONS, T. (2018). Modernizing the Prospectus Directive. In. BUSCH, D.; AVGOULEAS, E.; FERRARINI, G. (2018). *Capital Markets Union in Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- WARDE JR., W. J.; CASTRO, R. R. M. (2013). O Regime Especial da Sociedade Anônima Simplificada. *Revista Comercialista*, p. 47-57.
- JUNGMANN, C. (2006). The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems: Evidence from the UK and Germany. *European Company and Financial Law Review*, 3(4).
- KANIEL, R.; SAAR, G.; TITMAN, S. (2008). Individual investor trading and stock returns. *The Journal of Finance*, 63(1), p. 273-310.
- KING, R. G.; LEVINE, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, p. 717-737.
- KNYAZEVA, A. (2016). *Regulation A+: What do we know so far?* Acesso em 29/11/2019, disponível em https://www.sec.gov/files/Knyazeva_RegulationA%20.pdf
- KOKKORIS, I.; OLIVARES-CAMINAL, R. (2008). Lessons from the recent Stock Exchange merger activity. *Journal of Competition Law and Economics*, 4(3), p. 837-869.
- KPMG. (2015). *After the jobs act: The impact on private companies*. Acesso em 19/10/2019, disponível em <https://boardleadership.kpmg.us/relevant-topics/articles/2015/after-jobs-act-impact-on-private-companies.html>.
- KUMPAN, C. (2006). Carrot and Stick: The EU's Response to New Securities Trading Systems. *European Company and Financial Law Review*, 3(4), p. 385-407.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. (2008). The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2), p. 285-332.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. (1996). Law and Finance. *NBER Working Paper Series n° 5661*.
- _____. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), p. 1131-1150.
- _____. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), p. 1113-1155.
- _____. (2003). What Works in Securities Laws? *Tuck School of Business Working Paper n° 03-22; AFA 2005 Philadelphia Meetings*. Acesso em 08/03/2019, disponível em <http://ssrn.com/abstract=425880>.
- LANDER, G. P. (2003). *U.S. Securities Regulation: all you need to know about going public, listing, reporting and private placements*. New York: Institutional Investor.
- LEVINE, R. (1991). Stock Markets, Growth, and Tax Policy. *The Journal of Finance*, 46(4), p. 1445-1465.
- _____. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), p. 688-726.
- _____. (1999). Law, Finance, and Economic Growth. *Journal of Financial Intermediation*, 8(1), p. 8-35.
- LEVINE, R.; ZERVOS, S. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth. *The World Bank Economic Review*, 10(2), p. 323-339.
- _____. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 88(3), p. 537-558.
- LEVINE, R.; LOAYZA, N.; BECK, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46, p. 31-77.
- LINSENMAYER, B. D. (2011). US Company considerations. In. NICHOLLS, T. *A practitioner's guide to the AIM Rules*, p. 315-323. London: Thomson Reuters.
- LITVINTSEV, S. G. (2009). *At what do venture capitalists aim?* Acesso em 05/10/2019, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1677633>.

- LONDON STOCK EXCHANGE. (2015). *A Guide to AIM*. Acesso em 17/09/2019, disponível em <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf>.
- _____. (2018). *AIM Rules for Nominated Advisors*. Acesso em 12/09/2019, disponível em <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisors/rules/aim-rules-for-nomads-updated-october-2018.pdf>.
- _____. (2018). *AIM Guide for Entrepreneurs*. Acesso em 02/10/2019, disponível em <http://www2.londonstockexchange.com/AIM-guide-for-entrepreneurs>.
- _____. (s.d.). *Historical AIM Statistics*. Acesso em 12/03/2019, disponível em <https://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/aim.htm>.
- _____. (s.d.). *High Growth Segment*. Acesso em 09/12/2019, disponível em London Stock Exchange: <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/hgs/hgsflyer.pdf>.
- _____. (s.d.). *The AIM Designated Market Rule*. Acesso em 17/09/2019, disponível em <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/rules-regulations/rules-regulations.htm>.
- _____. (s.d.). *AIM Regulatory landscape: who's who*. Acesso em 17/09/2019, disponível em <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/regulatory-landscape/aim-landscape-infographic.pdf>.
- _____. (s.d.). *Listing process*. Acesso em 17/09/2019, disponível em <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/listing/process.htm>.
- LUND, D. S. (2019). Nonvoting shares and efficient Corporate Governance. *Stanford Law Review*, 71, p. 687-745.
- MACEY, J. R.; O'HARA, M. (2005). From markets to venues: Securities regulation in an evolving world. *Stanford Law Review*, 58, p. 563-600.
- MAHONEY, P. G.; RAUTERRBERG, G. (2017). The regulation of trading markets: a survey and evaluation, Law and Economics Research Paper Series 2017-07. Acesso em 01/04/2020, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2955112>.
- MATOS, P. (2017). *Uma avaliação "dual aclass shares" no Brasil: um estudo da reforma do Novo Mercado*. Acesso em 28/02/2018, disponível em <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/market-integrity/dual-class-shares-in-brazil-translation.ashx>.
- MATTOS FILHO, A. O.; PRADO, V. M. (2012). Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, M. L. L. M. P. *Direito e Economia: 30 anos de Brasil*, Tomo 2, Série GVLaw, São Paulo: Saraiva.
- MATTOS FILHO, A. O.; PRADO, V. M.; DUTRA, M. G.; SANTOS, E. F. (2020). *Custos para acessar o mercado de ações no Brasil*. Acesso em 16/04/2020, disponível em <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/custos-para-acessar-o-mercado-de-acoes-no-brasil-10042020>.
- _____. (2020). *Mercado de capitais e política: a CVM precisa de agenda no Senado*. Acesso em 18/09/2020, disponível em https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/mercado-de-capitais-e-politica-a-cvm-precisa-de-agenda-no-senado-17092020?utm_campaign=jota_info__ultimas_noticias_-_destaques_170920.
- MB ASSOCIADOS. (2000). *Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. Acesso em 01/03/2019, disponível em http://www.b3.com.br/data/files/7E/46/D9/08/88337610515A8076AC094EA8/Mercado%20de%20Capitais_Contexto%20NM%20_MB%20Associados%20-%20Junho%202000_.pdf.

- MENDOZA, J. M. (2008). Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 3(2).
- MENDOZA, J. M.; VERMEULEN, E. P. (2012). Towards a new financial market segment for high tech companies in Europe. In. BIRKMOSE, H. S.; NEVILLE, M.; SORENSEN, K. E. *The European Financial Market in transition*, p. 383–420. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International.
- MENKVELD, A. J.; WANG, T. (2013). How do designated market makers create value for small-caps? *Journal of Financial Markets*, 16, p. 571-603.
- MILHAUPT, C. J.; PISTOR, K. (2008). *Law and capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*. Chicago: The University of Chicago Press.
- MOLONEY, N. (2010). *How to protect investor*. Cambridge: Cambridge University Press.
- _____. (2014). *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Oxford: Oxford University Press.
- MOORE, P. G. (1981). The Wilson Committee Review of the Functioning of Financial Institutions: Some Statistical Aspects. *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)*, p. 32–65.
- MOTTA, C. (2008). Princípios da proteção negocial e jurídica para empreendedores em Tecnologia. In. LUCCA, N. D.; SIMÃO FILHO, A. *Direito & Internet: aspectos jurídicos relevantes*, p. 205–254. São Paulo: Quartier Latin.
- _____. (2020). *O Formulário de Referência*. In. SIQUEIRA, M.; PEREIRA, A. B.; TREIGER, J. M. *Brasil S.A: guia de acesso ao mercado de capitais para companhias brasileiras*, p. 155-169.
- MYER, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), p. 575–592.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. (1984). Corporate Finance and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), p. 187–221.
- NABARRO, Wagner (2016). *O mercado de capitais no território brasileiro: ascensão da BM&FBovespa e centralidade financeira de São Paulo*. Universidade de São Paulo: Dissertação de Mestrado.
- NASSR, I. K.; WEHINGER, G. (2016). Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs. *OECD Journal: Financial Market Trends*, v. 2015/1.
- NEGRA, F. D. (2019). *MiFID and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rules*. Oxford: Hart.
- NELSON, P. (2008). *Capital Markets Law and Compliance: The implications of MiFID*. Cambridge University Press.
- NEVILLE, M. (2013). The role of boards of SMEs. In. BIRKMOSE, H. S.; NEVILLE, M.; SORENSEN, K. E. *Boards of directors in European companies: reshaping and harmonising their organisation and duties*, p. 179–218. Alphen aan den Rijn: Kluwer.
- NICHOLLS, T. (2011). The role of the Solicitor. In. NICHOLLS, T. *A practitioner's guide to the AIM Rules*, p. 63–83. London: Thomson Reuters.
- NODA, M. (2010). *Acesso eletrônico e tendências para a intermediação no mercado de valores mobiliários*. Universidade de São Paulo: Dissertação de Mestrado.
- _____. (2015). *Fragmentação do Mercado Secundário: desafios para a regulamentação no Brasil*. Universidade de São Paulo: Tese de Doutorado.
- NOVAES, A. (2007). Mercado de Capitais: lições da experiência internacional. In. BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. *Mercado de Capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*, p. 33–112. Rio de Janeiro: Contra Capa.
- NSE EMERGE. (s.d.). *Investment opportunities in emerging companies*. Acesso em 17/12/2019, disponível em https://www.nseindia.com/emerge/sme_brochure.pdf.

- NÚCLEO DE ESTUDOS EM MERCADO E INVESTIMENTOS. (2019). 6º Encontro ABRASCA de Direito das Companhias Abertas. *Perplexidades do mercado de valores mobiliários*. São Paulo.
- ORDEM DOS ADVOGADOS DO BRASIL DO RIO DE JANEIRO. (2020). *Abertura de capitais no Brasil ou no exterior: motivos e perspectivas jurídicas*. Acesso em 19/09/2020, disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=cmreliGsSl8>.
- OBAMA, B. (2012). *Remarks by the President at JOBS Act Bill Signing*. Acesso em 11/10/2019, disponível em <https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing>.
- OLIVER WYMAN; WORLD FEDERATION OF EXCHANGE (2016). *Enhancing liquidity in emerging market exchanges*. Acesso em 01/06/2020, disponível em <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2016/oct/enhancing-liquidity-in-emerging-market-exchanges.html>.
- ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (s.d). *Transformando Nosso Mundo: A Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável*. Acesso em 15/06/2020, disponível em <https://nacoesunidas.org/pos2015/agenda2030/>.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. (2007). Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion. Acesso em 07/12/2019, disponível em <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>.
- _____. (2015). *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*. Acesso em 25/09/2019, disponível em <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>.
- _____. (2015). *Opportunities and constraints of market-Based financing*. Acesso em 02/04/2019, disponível em <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/Opportunities-and-Constraints-of-Market-based-Financing-for-SMEs.pdf>.
- _____. (2016) *Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation*. Acesso em 12/12/2019, disponível em <https://www.oecd.org/daf/ca/BFO-2016-Ch4-Stock-Exchanges.pdf>.
- _____. (2016). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: an OECD scoreboard*. Acesso em 02/04/2019, disponível em https://read.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/financing-smes-and-entrepreneurs-2016_fin_sme_ent-2016-en#page1.
- _____. (2019). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2019: an OECD scoreboard*. Acesso em 19/09/2019, disponível em <https://www.oecd.org/cfe/smes/financing-smes-and-entrepreneurs-23065265.htm>.
- OGUS, A. I. (2005). Regulatory paternalism: When is it justified? In HOPT, K. J.; WYMEERSCH, E.; KANDA, H.; BAUM, H. *Corporate Governance in Context* (p. 303–320). Oxford: Oxford University Press.
- OLIVEIRA, F. A. (1989). *Poder de regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. Universidade de São Paulo: Tese de Doutorado.
- OXERA CONSULTING LTD. (2012). *Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?* Acesso em 10/12/2019, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Oxera-report-180612-Portuguese-version.pdf.
- _____. (2019). *The design of equity trading markets in Europe: An economic analysis of price formation and market data services*. Acesso em 12/11/2019, disponível em <https://fese.eu/app/uploads/2019/03/190321-The-design-of-equity-trading-markets-in-Europe-full-report.pdf>

- PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. (1995). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *NBER Working Paper n° 5367*. Acesso em 03/05/2019, disponível em <https://www.nber.org/papers/w5367>.
- PAGANO, M.; RANDL, O.; ROELL, A. A.; ZECHNER, J. (2001). What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions. *European Economic Review*, 45, p. 770–782.
- PAMBOUKDJIAN, L. (2006). *Iniciativas de integração e consolidação de bolsas: a experiência europeia e norte-americana e os efeitos na América Latina*. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo: Dissertação de Mestrado.
- PANDES, J. A.; ROBINSON, M. J. (2014). Is Effective Junior Equity Market Regulation Possible? *Financial Analysts Journal*, v. 70(4).
- PARENTE, N. J. (2016). *Tratado de Direito Empresarial VI: Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais.
- PARENTONI, L.; FÉRES, M. A. (2016). Sociedade anônima fechada em perspectiva, *Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários* (p. 37–64). São Paulo: Almedina.
- PARLAMENTO EUROPEU. (2016). *Resolução do Parlamento Europeu sobre balanço e desafios da regulamentação da UE em matéria de serviços financeiros*. Acesso em 24/09/2019, disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?qid=1569341812853&uri=CELEX:52016IP0006>.
- _____. (2019). *Promoção da utilização dos mercados de PME em crescimento*. Acesso em 05/11/2019, disponível em http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2019-0439_PT.pdf.
- PERRONE, A. (2018). Small and Medium Enterprises Growth Markets. In. BUSCH, D.; AVGOULEAS, E.; FERRARINI, G. (2018). *Capital Markets Union in Europe* (p. 433-454). Oxford: Oxford University Press.
- PEKMEZOVIC, A.; WALKER, G. (2016). The global significance of crowdfunding: solving the SME funding problem and democratizing access to capital. *William & Mary Business Law Review*, 7(2), p. 347-458.
- PINTO, A. C. (1984). *Efeitos da regulamentação econômica: o caso dos investidores institucionais*. Fundação Getúlio Vargas: Tese de Doutorado.
- PITTA, A. G. (2013). A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida pela regência supletiva pela Lei das Sociedades por Ações. In. AZEVEDO, L. A.; CASTRO, R. R. *Sociedade limitada contemporânea* (p. 515-530). São Paulo: Quartier Latin.
- _____. (2013). *O regime de informações das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin.
- _____. (2015). Artigo 21. In. CORDONIZ, G.; PATELLA, L. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n° 6.385/76* (p. 427-478). São Paulo: Quartier Latin.
- _____. (2018). *A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Quartier Latin.
- _____. (2018). *Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários: as alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias*. São Paulo: Quartier Latin.
- PITTA, A.G.; CAVALCANTI, F. A. (2020). O período de silêncio deve ser excluído das ofertas públicas. *Revista Capital Aberto*. Acesso em 14/05/2020, disponível em https://capitalaberto.com.br/secoes/antitese/o-periodo-de-silencio-deve-ser-excluido-das-ofertas-publicas/?utm_campaign=newsletter_-_27042020&utm_medium=email&utm_source=RD+Station

- PLASTOW, K.; GALLERY, G.; GALLERY, N. (2012). An analysis of the corporate governance practices of smaller listed Australian companies, *Corporate Ownership & Control*, V. 10(1), p. 233-252.
- POLLNER, G.; ISING, E.; HAMLETTE, T. (2018). *JOBS Act 3.0*. Acesso em 02/12/2019, disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/08/06/jobs-act-3-0/>.
- PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. (2009). Adesão aos Novos Mercados da Bovespa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, 7(1), p. 107-136.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS BRASIL; B3. (2016). *O Bovespa Mais: Como abrir o capital da sua empresa de maneira gradual: um check-up para sua empresa*. Acesso em 11/03/2019, disponível em <http://vemprabolsa.com.br/wp-content/uploads/2016/05/PwC-O-Bovespa-Mais-Como-abrir-o-capital-da-sua-empresa-de-maneira-gradual-um-check-up-para-sua-empresa-Handbook.pdf>.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS BRASIL (2019). *O IPO como alternativa para impulsionar o financiamento da sua empresa: informações sobre custos de abrir capital e operar como companhia aberta no Brasil e nos EUA*. Acesso em 11/12/2019, disponível em <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividades/financeiro/2019/custo-de-um-ipo-19.pdf>.
- QUESADA, B. (2020). Voto plural longe do consenso, *Revista Capital Aberto*. Acesso em 18/02/2020, disponível em <https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagem/voto-plural-longo-do-consenso/>.
- QUOTED COMPANIES ALLIANCE. (2018). *Which corporate governance codes do AIM companies apply?* Acesso em 17/09/2019, disponível em <https://www.theqca.com/news/briefs/175536/whichcorporate-governance-codes-do-aim-companies-apply-.thtml>.
- RAGIL, R. R. (2018). Retrato da evolução regulatória do equity crowdfunding no Brasil. In: PARENTONI, L.; GONTIJO, B. M.; LIMA, H. C. *Direito, Tecnologia e Inovação* (p. 831–860). Belo Horizonte: D'Plácido.
- RAPOPORT, M. (2012). *Tallying the Lobbying Behind the JOBS Act*. Acesso em 14/10/2019, disponível em <https://blogs.wsj.com/washwire/2012/05/25/tallying-the-lobbying-behind-the-jobs-act/>.
- RASCH, S. (1994). Special Stock Market Segments for Small Company Shares in Europe - What Went Wrong? *Centre for European Economic Research (ZEW): Discussion Paper n.º. 94-13*.
- REVEST, V.; SAPIO, A. (2016). *The creation function of a junior trading venue: An empirical test on the Alternative Investment Market*. Acesso em 19/09/2019, disponível em <https://gdrnanterre2017.sciencesconf.org/141766/document>.
- RIBEIRO, M. C.; AGUSTINHO, E. O. (2011). Os investidores institucionais e o desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil. In: WALD, A.; GONÇALVES, F.; CASTRO, M. A. S. *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima* (p. 375–400). São Paulo: Quartier Latin.
- RINGE, W.-G. (2015). Capital Markets Union for Europe: a political message to the UK. *Legal Research Paper Series*, n.º. 26/2015. Acesso em 06/10/2019, disponível em <http://ssrn.com/abstract=2575654>.
- _____. (2018). The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market. *Legal Research Papers Series* n.º. 10/2017. Acesso em 08/10/2019, disponível em <https://ssrn.com/abstract=2902715>.
- _____. (2019). The politics of Capital Markets Union. *ECGI Law Working Paper* n.º. 469/2019. Acesso em 08/11/2019, disponível em http://ssrn.com/abstract_id=3433322.

- RINGE; W.-G; RUOF, C. (2018). A regulatory sandbox for robo advice. *European Banking Institute Working Paper Series n° 26/2018*. Acesso em 25/05/2020, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3188828>.
- ROCCA, C. A.; SANTOS JR., L. M. (2016). Como universalizar o uso do mercado de capitais pelas empresas do país, 2016, In. VELLOSO, J. P. R. (coordenador). *Superando o drama brasileiro – Brasil – 2022: Bicentenário da Independência*, p. 299-366. Acesso em 22/05/2020, disponível em https://www.inae.org.br/wp-content/uploads/2016/06/superando_drama_brasileiro_web.pdf.
- ROE, B. J. (2012). IPO On-Ramp: The Emerging Growth Company. *Business Law Today*. Acesso em 12/10/2019, disponível em <https://www.jstor.org/stable/10.2307/businesslawtoday.2012.05.05>.
- _____. (2015). Will Regulation A+ Find Its Niche? Some Opportunities to Explore. *Business Law Today*. Acesso em 20/10/2019, disponível em <https://www.jstor.org/stable/10.2307/businesslawtoday.2015.12.03>.
- ROMANO, R. (2001). The need for competition in international securities regulation. *Theoretical Inquiries in Law*, 2(387), p. 387-562.
- _____. (2005). The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. *The Yale Law Journal*, 114(7), p. 1521-1611.
- ROSMAN, L. A.; FERNANDES, P. W. (2016). Financiamento da companhia e estrutura de capital. In. BOTREL, S.; BARBOSA, H. *Finanças Corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos* (p. 231–251). São Paulo: Atlas.
- ROSS, G. J. (2015). *Small Business Capital Raises: Legal, Practical, and Market Factors*. Acesso em 20/10/2019, disponível em <https://www.jstor.org/stable/10.2307/businesslawtoday.2015.12.02>
- RUBIN, J. W. (2012). *The JOBS Act: An Overview: What Every Business Lawyer Should Know*. Acesso em 10/10/2019, disponível em <https://www.jstor.org/stable/10.2307/businesslawtoday.2012.05.02>.
- SADDI, J. (2013). Regulação no mercado financeiro: justificativas para intervenção ou autorregulação? In. GORGA, E.; PELA, J. K. *Estudos avançados de Direito Empresarial: contratos, direito societário e bancário* (p. 131-150). Rio de Janeiro: Elsevier.
- SALDANHA, N. V.; MALUF, L. R. (2017). Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. In. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, *Direito do Mercado de Valores Mobiliários* (p. 787–847).
- SANTOS, A. D. (2015). Artigo 1. In. CORDONIZ, G.; PATELLA, L. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n°. 6.385/76* (p. 25-45). São Paulo: Quartier Latin.
- SARGENT, M. A. (1990). The New Regulation D: Desregulation, Federalism and the Dynamics of Regulatory Reform. *Washington University Law Review*, 68(2), p. 225-303.
- SCHAPIRO, M. G. (2009). *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na Economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. Universidade de São Paulo: Tese de Doutorado.
- SCHAPIRO, M. G. (2010). Repensando a relação entre Estado, Direito e desenvolvimento: os limites do paradigma Rule of Law e a relevância das alternativas institucionais. *Revista Direito GV São Paulo*, p. 213–252.
- SCHAPIRO, M. L. (2012). *Carta de Mary L. Chapiro encaminhada a Tim Johnson e Richard C. Shelby*. Acesso em 10/11/2019, disponível em https://www.aicpa.org/Advocacy/Issues/DownloadableDocuments/404b/3-13-12_SEC_Chm_Schapiro_Letter_to_Johnson.pdf.

- SCHIRATO, V. R. (2016). A regulação brasileira do mercado de capitais: restrição da autonomia privada para a satisfação do interesse público. *Revista de Direito Público da Economia*. Acesso em 11/05/2019, disponível em <http://www.bidforum.com.br/PDI0006.aspx?pdiCntd=38663>.
- SCHUMPETER, J. (1949). *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*. Acesso em 29/04/2019, disponível em <https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.187354/page/n1>.
- SCHWARTZ, J. (2014). The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation. *The Journal of Corporation Law*, 39(2), p. 347–394.
- SCOTT, M.; BRUCE, R. (1987). Five Stages of Growth in Small Business. *Long Range Planning*, 20(3), p. 45–52.
- SEBRAE. (2018). *Perfis das microempresas e empresas de pequeno porte*. Acesso em 01/03/2019, disponível em <http://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/UFs/RO/Anexos/Perfil%20das%20ME%20e%20EPP%20-%2004%202018.pdf>.
- SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP (2012). *Report on Helping on Small and Medium Sized Companies Access Funding*. Acesso em 13/12/2019, disponível em <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-smsg-59.pdf>.
- ŠESSTANOVIĆ, A. (2015). SME Stock Exchanges: Should they have a greater role? *Effectus Working Paper Series*. Acesso em 20/11/2019, disponível em https://effectus.com.hr/wp-content/uploads/2019/04/3_Dedicated_Exchanges.pdf.
- SHEAR, E. (2011). An overview of the AIM Rules. In. NICHOLLS, T. *A practitioner's guide to the AIM Rules* (p. 7-31). London: Thomson Reuters.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1996). A Survey of Corporate Governance. *Working Paper 5554*. Acesso em 10/11/2019, disponível em <https://www.nber.org/papers/w5554.pdf>.
- SILVA, M. P. (2016). *Contribuições ao processo de inserção das PMES no Mercado de Capitais brasileiro*. Univesidade de São Paulo: Tese de Doutorado.
- SILVA, W. E. (2017). *Empréstimos do BNDES e a restrição financeira das empresas brasileiras de capital aberto*. Universidade de São Paulo: Tese de Doutorado.
- SMITH, K. (2017). The Agency Costs of Equal Treatment Clauses. *The Yale Journal Forum*, p. 543–570.
- SPAMANN, H. (2010). The "Antidirector Rights Index" Revisited. *The Review of Financial Studies*, 23(2), p. 467–686.
- STEINBERG, M. I. (1996). *Understanding Securities Law*. New York: Matthew Bender.
- STUTTARD, M. (2011). AIM. In. NICHOLLS, T. *A practitioner's guide to the AIM Rules* (p. 1-6). London: Thomson Reuters.
- SZTAJN, R. (2004). Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 135.
- TANNOUS, T. S. (2015). Artigos 15, 16, 17 & 18. In. CORDONIZ, G.; PATELLA, L. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n.º. 6.385/1976* (p. 339-378). São Paulo: Quartier Latin.
- _____. (2017). *Regras de proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro: interpretação e efetividade*. Universidade de São Paulo: Tese de Doutorado.
- TEALL, J. L. (2012). *Financial trading and investing*. Academic Press.
- TEITZ, M. B. (1987). Planning for Local Economic Development: The Role of Small Business. *The Town Planning Review*, 58(1), p. 5-18.
- TEIXEIRA, M. P.; SANKIEVICZ, A.; SALGADO, L. B. (2019). *Nota descritiva da Medida Provisória n.º. 881/2019*. Acesso em 16/10/2019, disponível em <https://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/estudos-e-notas->

- tecnicas/publicacoes-da-consultoria-legislativa/notas-descritivas-sobre-medidas-provisorias/2019/nota-descritiva-da-medida-provisoria-no-881-de-2019-dos-consultores-legislativos-marcos-pines.
- TEIXEIRA, N. (2007). O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios. In. BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. *Mercado de Capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*, p. 113-160. Rio de Janeiro: Contra Capa.
- THE COMMITTEE OF WISE MEN. (2001). *Final Report on the regulation of European Securities Markets*. Acesso em 07/11/2019, disponível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf.
- THOMAS, J. (2019). Redefining Accredited Investor: That's One Small Step for the SEC, One Giant Leap for Our Economy. *Mich. Bus. & Entrepreneurial L. Rev.* (Forthcoming). Acesso em 26/05/2020, disponível em <https://ssrn.com/abstract=3452062>.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), p. 1–19.
- TORONTO STOCK EXCHANGE. (2019). *Capital Pool Company (CPC) Program*. Acesso em 18/11/2019, disponível em <https://www.tsx.com/listings/listing-with-us/listing-guides/ways-to-list/capital-pool-company-cpc-program>.
- _____. (2020). *Current Market Statistics: Currently Available CPCs*. Acesso em 26/05/2020, disponível em <https://www.tsx.com/listings/current-market-statistics>.
- TOSTA DE SÁ, T. (2016). Mercado de capitais, desenvolvimento e privatizações. In. VELLOSO, J. P. R. (coordenador). *Superando o drama brasileiro – Brasil – 2022: Bicentenário da Independência*, p. 281-293.
- TRUBEK, D. M. (1972). Max Weber on Law and the Rise of Capitalism. *Faculty Scholarship Series 4001*. Acesso em 02/05/2019, disponível em https://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4001.
- U.S CONGRESS. (2018). *S. 488 [JOBS and Investor Confidence Act of 2018]*. Acesso em 02/12/2019, disponível em <https://docs.house.gov/billsthisweek/20180716/S488.pdf>.
- U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. (2008). *Release n. 33-8876; 34-56994; 39-2451; File N. S7-15-07: Smaller reporting company regulatory relief and simplification*. Acesso em 15/10/2019, disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/2007/33-8876.pdf>.
- _____. (2008). *Changeover to the SEC's New Smaller Reporting Company by Small Business Issuers and Non-Accelerated Filer Companies: A Small Entity Compliance Guide*. Acesso em 15/10/2019, disponível em <https://www.sec.gov/info/smallbus/sec/smrepcosysguid.pdf>.
- _____. (2015). *Release n. 33-9741; 34-74578; 39-2501; File n. S7-11-13: Amendments for Small and Additional Issues Exemptions under the Securities Act (Regulation A)*. Acesso em 15/10/2019, disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9741.pdf>.
- _____. (2015). *Release n. 33-9974; 34-76324; File n. S7-09-13: Crowdfunding*. Acesso em 15/10/2019, disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>.
- _____. (2016). *Release n. 33-10238; 34-79161; File n. S7-22-15: Exemptions to Facilitate Intrastate and Regional Securities Offerings*. Acesso em 15/10/2019, disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/2016/33-10238.pdf>.
- _____. (2017). *Investor Bulletin: Crowdfunding Investment Limits Increase*. Acesso em 01/11/2019, disponível em https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_crowdfundingincrease.
- _____. (2018). *Release n. 33-10513: Smaller reporting company definition*. Acesso em 15/10/2019, disponível em <https://www.sec.gov/rules/final/2018/33-10513.pdf>.

- _____. (2019). *Release n. 34-85814; File n. S7-06-19: Amendments to the Accelerated Filer and Large Accelerated Filer Definitions*. Acesso em 28/11/2019, disponível em <https://www.sec.gov/rules/proposed/2019/34-85814.pdf>.
- _____. (2019). *Overview of Exemptions*. Acesso em 21/10/2019, disponível em <https://www.sec.gov/smallbusiness/exemptofferings/exemptofferingschart>.
- _____. (2019). *Report to the Commission: Regulation Crowdfunding*. Acesso em 29/10/2019, disponível em https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019_0.pdf.
- _____. (2019). *Release n. 33-10734; 34-87784; File n. S7-25-19: Amending the "Accredited Investor" Definition*. Acesso em 26/05/2020, disponível em <https://www.sec.gov/rules/proposed/2019/33-10734.pdf>.
- _____. (2020). *Regulation A lookback study and offering limit review analysis*. Acesso em 26/05/2020, disponível em <https://www.sec.gov/files/regulationa-2020.pdf>.
- VEIGA, M. G. (2013). Venture capital, sociedades anônimas e inovação: as falhas do direito societário brasileiro. *Revista Comercialista*, p. 17-22.
- VEIGA, M. G.; OIOLI, E. F. (2013). As sociedades limitadas e o Mercado de Capitais. In. AZEVEDO, L. A.; CASTRO, R. R. *Sociedade limitada contemporânea* (p. 627-664). São Paulo: Quartier Latin.
- VEIL, R.; DI NOIA, C. (2017). SME Growth Markets. In. BUSCH, D.; FERRARINI, G. *Regulation of the EU Financial Markets* (p. 345-362). Oxford: Oxford University Press.
- VENKATARAMAN, K.; WAISBURD, A. C. (2007) The Value of the Designated Market Maker. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 42, n. 3, p. 735–758.
- VICTER, R. M. (2017). Ações preferenciais e problemas de agência: análise do caso das ações superpreferenciais da Azul. *Revista do BNDES*, p. 159-178.
- VISMARA, S.; PALEARI, S.; RITTER, J. (2012). *Europe's Second Markets for Small Companies*. Acesso em 23/11/2019, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1957140>.
- VOSSSEN, R. W. (1998). *Combining small and large firm advantages in innovation: Theory and examples*. Acesso em 13/03/2019, disponível em https://www.researchgate.net/publication/4868776_Combining_Small_and_Large_Firm_Advantages_in_Innovation_Theory_and_Examples.
- WAKEFIELD, J. (2011). The Broker and the trading rules. In. NICHOLLS, T. *A practitioner's guide to the AIM Rules* (p. 267-290). London: Thomson Reuters.
- WEHINGER, G. (2012). *Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing, and SME financing*. Acesso em 19/09/2019, disponível em <https://www.researchgate.net/publication/265242067>.
- _____. (2014). SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Volume. 2013/2. Acesso em 19/09/2019, disponível em <https://www.oecd.org/finance/SMEs-Credit-Crunch-Financing-Difficulties.pdf>.
- WELLISCH, J. S. (2015). Artigo 8. In. CODORNIZ, G.; PATELLA, L. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n.º. 6.385/1976* (p. 161–176). São Paulo: Quartier Latin.
- WORLD ECONOMIC FORUM. *The future of financial infrastructure: An ambitious look at how blockchain can reshape financial services*, 2016, p. 120-127. Acesso em 27/06/2020, disponível em http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_future_of_financial_infrastructure.pdf.
- WORLD FEDERATION EXCHANGES. (2017). *SME Financing and Equity Markets*. Acesso em 29/03/2019, disponível em <https://focus.world-exchanges.org/articles/wfe-publishes-report-sme-financing-equity-markets>.
- _____. (2017). *Enhancing retail participation in emerging markets*. Acesso em 29/03/2019, disponível em <https://www.world->

- exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/WFE%20Enhancing%20E
merging%20Market%20Retail%20Trading%20Report%20-
%203%20August%202017.pdf.
- _____. (2018). *WFE SME Markets – Key Datapoints*. Acesso em 14/02/2019, disponível em <https://www.world-exchanges.org/news/articles/world-federation-exchanges-publishes-report-global-sme-markets>.
- _____. (2018). *An overview of WFE SME Markets*. Acesso em 23/01/2019, disponível em <https://www.world-exchanges.org/news/articles/world-federation-exchanges-publishes-report-global-sme-markets>.
- _____. (2020). *Active retail traders are important to keep liquidity relatively high in Thai small-cap stocks*. Acesso em 01/06/2020, disponível em <https://focus.world-exchanges.org/statistics/articles/active-retail-traders-are-important-keep-liquidity-relatively-high-thai-small-cap-stocks>.
- _____. (s.d.). *WFE Annual Statistics Guide*. Acesso em 14/02/2019, disponível em <http://w.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics#ASG>.
- WILLIAMSON, J. J. (2013). The JOBS Act and Middle-Income Investors: Why It Doesn't Go Far Enough. *The Yale Law Journal*, 122, p. 2069-2080.
- WOLFE, G. A; COOPERMAN, E. S.; FERRIS, S. P. (1994). An analysis of the underwriter selection process for initial public offerings. *The Journal of Financial Research*, v. XVII (1), p. 77-90.
- WYMEERSCH, E.; HOPT, K. J.; FERRARINI, G. (2012). *Financial Regulation and Supervision: A post-crisis analysis*. Oxford: Oxford University Press.
- XAVIER, M. F. (2016). *Forum shopping*, fenômeno jurídico do cenário pós-Guerra Fria. *Revista de Informação Legislativa*, v. 53(210), p. 181-201. Acesso em 30/06/2020, disponível em <https://www12.senado.leg.br/rii>.
- YAZBEK, O. (2009). *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Elsevier.
- _____. (2016). Em busca de um regime para os private placements no Brasil - ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos. In: BOTREL, S.; BARBOSA, H. *Finanças Corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos* (p. 173-192). São Paulo: Atlas.
- ZEIDAN, R. M.; LEONEL, S.; NETO, A.; COZZI, A. O. (2014). *Incentivos à abertura de capital em bolsas de valores: relatório final*. Acesso em 23/01/2019, disponível em <https://www.fdc.org.br/conhecimento/publicacoes/artigo-29641>.
- ZEIDEL, M. J. (2016). *The JOBS Act: Did It Accomplish Its Goals?* Acesso em 20/10/2019, disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/07/18/the-jobs-act-did-it-accomplish-its-goals/>.