

**LÓREN CRISTINE RIBEIRO DIAS**

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

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

Orientador: Professor Doutor José Marcelo Martins Proença

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

São Paulo  
2020

**LÓREN CRISTINE RIBEIRO DIAS**

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

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

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

São Paulo  
2020

## FOLHA DE APROVAÇÃO

Nome: Lóren Cristine Ribeiro Dias

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

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

Departamento de Direito Comercial

APROVADA EM: \_\_\_\_\_

BANCA EXAMINADORA:

PROF(A). DR(A).: \_\_\_\_\_

INSTITUIÇÃO: \_\_\_\_\_ ASSINATURA: \_\_\_\_\_

PROF(A). DR(A).: \_\_\_\_\_

INSTITUIÇÃO: \_\_\_\_\_ ASSINATURA: \_\_\_\_\_

PROF(A). DR(A).: \_\_\_\_\_

INSTITUIÇÃO: \_\_\_\_\_ ASSINATURA: \_\_\_\_\_

PROF(A). DR(A).: \_\_\_\_\_

INSTITUIÇÃO: \_\_\_\_\_ ASSINATURA: \_\_\_\_\_

## DEDICATÓRIA

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

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

# ÍNDICE

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

## LISTA DE TERMOS E ABREVIATURAS

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

## **RESUMO**

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

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

## **ABSTRACT**

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

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



## INTRODUÇÃO

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

Sabe-se da dificuldade de empresas menores em obter recursos a custos mais atrativos junto a financiadores, os quais, em grande parte, são representados por grandes instituições financeiras ligadas a uma estrutura de concentração de poder e de recursos que marcou, e ainda marca, a economia e a sociedade brasileiras, como forma de fomentar suas atividades e promover seu desenvolvimento de maneira sustentável<sup>1</sup>. Assim, faz-se imprescindível discutir o papel do Direito na promoção do acesso de PME aos investidores no mercado de valores mobiliários e se, de fato, esse mercado tal como é hoje se mostra apto a isso.

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

---

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

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

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

#### 4. CONCLUSÕES

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

Entretanto, as pesquisas e as análises dos contextos socioeconômico histórico e atual direcionaram o trabalho à não desejada conclusão de que esse mercado, tal qual hoje se configura e é estruturado, não é acessível e sustentável às PME sem que elas tenham a necessidade de integrarem um grupo econômico ou sob controle comum ou que tenham de atender aos padrões mínimos que os investidores institucionais, profissionais ou qualificados – os maiores investidores –, exigem, isto é, tenham de deixar de ser uma PME, ao menos em relação aos critérios quantitativos comumente utilizados para se conceituar uma PME, tais como aqueles apresentados no Primeiro Capítulo<sup>222</sup>.

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

O que se tinha como ideia de interpretação “ao avesso” do aparato normativo já existente, com alterações determinadas que fossem consideradas necessárias para atender a essa finalidade, foi mitigado pela grande preocupação desses agentes econômicos e políticos em buscar estímulos externos<sup>223</sup> em detrimento de questionamentos internos, de uma mudança que começasse internamente ao sistema, por meio da crítica às suas próprias premissas, estruturas e instituições. Desde as discussões no Congresso brasileiro do texto-base da Lei das Sociedades por Ações, como visto no Segundo Capítulo do presente trabalho, a preocupação com o direcionamento da

---

<sup>222</sup> Vide nota 109 supra.

<sup>223</sup> Tais como estímulos tributários a investidores e a determinados valores mobiliários.

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

Como se nota, o mercado de valores mobiliários brasileiro é baseado em um conceito econômico de eficiência alocativa, ou seja, os recursos disponíveis são direcionados a quem os confere maior valor. Assim, para o mercado, as grandes empresas, pelo poder de fazer frente à concorrência internacional e o grande – embora não específico – alcance de suas atividades, conseguiriam atender às premissas dessa eficiência alocativa, quais sejam, a maximização de utilidade do bem-estar individual e o bem-estar de todos os indivíduos que compõem uma sociedade<sup>224</sup>.

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

No entanto, mesmo nessa evolução, os objetivos do mercado de alocação de recursos da forma mais eficiente possível<sup>225</sup>, de distribuição dos resultados e de assegurar um fluxo informacional que permite aos indivíduos determinar suas escolhas, continuam sendo o cerne e devem ser atendidos de alguma forma. E, mesmo nesse cenário, questionamentos quanto à possibilidade de estruturação de um mercado de acesso voltado às PME é razoável, embora, diante de todo o aqui exposto, ainda pareça encontrar resistência.

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

---

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

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

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

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

Em relação aos investidores, ainda que o trabalho tenha mostrado o potencial de pessoas físicas como agentes superavitários, inclusive podendo direcionar recursos a investimentos em PME, a falta de conhecimento econômico em relação ao funcionamento do mercado de valores mobiliários e às diversas opções de investimento ainda é um grande obstáculo. De fato, pensar que, no curto prazo, esses potenciais investidores poderiam investir diretamente<sup>226</sup> em ações de companhias menores, que, embora mais simples, ainda apresentam aspectos estruturais que demandam maiores conhecimentos em finanças e governança, parece-nos uma utopia.

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

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

---

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

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

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

---

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

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

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

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

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

## BIBLIOGRAFIA

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_. *Monopolies and underdevelopment*. Edward Elgar, 2015.

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

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

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

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

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

\_\_\_\_\_. *The Price of Inequality: how today’s divided Society endangers our future*. 1<sup>st</sup> ed. W.W. Norton & Company.

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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