

Doutrina & Atualidades

FINANCIAMENTO DE MICRO E PEQUENAS EMPRESAS BRASILEIRAS ATRAVÉS DE OFERTAS PÚBLICAS DE NOTAS PROMISSÓRIAS

AMANDA GOUVÊA TOLEDO BARRETTO

1. Introdução. 2. Parte I: disciplina das ofertas públicas de notas promissórias: 2.1 Lei 6.385/1976 e instrumentos normativos relacionados – 2.2 Regulamentação anterior à Instrução CVM-566/2016: 2.2.1 Instrução CVM-400/2003 – 2.2.2 Instrução CVM-476/2009 – 2.2.3 Instrução CVM-134/1990 e Instrução CVM-155/1991 – 2.3 Instrução CVM-566/2015. 3. Parte II: financiamento das micro e pequenas empresas brasileiras: 3.1 Definição de microempresas e empresas de pequeno porte – 3.2 Formas de financiamento atualmente utilizadas e vantagens do mercado de capitais – 3.3 Financiamento de microempresas e empresas de pequeno porte através de notas promissórias. 4. Conclusão.

Resumo: O artigo aborda o financiamento de microempresas e empresas de pequeno porte no Brasil. Seu objetivo é analisar as ofertas públicas de notas promissórias enquanto alternativa para a obtenção de recursos pelas empresas mencionadas. Foi empregado um método analítico, tendo por objeto normas legais e regulamentares bem como obras bibliográficas e relatórios de pesquisa. Na esfera normativa foram estudadas em especial as instruções da Comissão de Valores Mobiliários/CVM que disciplinam as ofertas públicas e as notas promissórias enquanto valores mobiliários, compreendendo as alterações em seu regime jurídico decorrentes da Instrução CVM-566/2015. As obras bibliográficas possibilitaram a compreensão do ambiente legal e regulatório, bem como da conjuntura econômica. Verificou-se que, quando obtidos, os recursos externos para financiamento das microempresas e empresas de pequeno porte decorrem preponderantemente de ope-

rações bancárias. As operações no mercado de capitais, embora apresentem diversas vantagens, ainda respondem por uma parcela pequena destes recursos. Observou-se que as alterações promovidas pela Instrução CVM-566/2015 aumentaram a utilidade das notas promissórias para os fins em questão. Concluiu-se que as notas promissórias ofertadas publicamente representam alternativa adequada para o financiamento de microempresas e empresas de pequeno porte no Brasil. Também se verificou que o novo regime instituído pela CVM para os referidos instrumentos abre espaço para o crescimento e o desenvolvimento desta modalidade de operação. Observou-se, contudo, a necessidade de atuação suplementar da CVM no sentido de informar e conscientizar as micro e pequenas empresas e o público investidor, viabilizando, assim, o uso das notas promissórias ofertadas publicamente para financiamento.

Palavras-chave: *Commercial papers*; Empresas de pequeno porte; Mercado de capitais; Microempresas; Notas promissórias; Oferta pública; Valores mobiliários.

1. Introdução

No contexto brasileiro verifica-se que a maior parte das empresas, ao necessitar de capital para cumprir suas metas de crescimento, recorre a recursos de seus sócios ou ao financiamento bancário, contraindo empréstimos de prazo mais curto do que o que elas efetivamente precisam; a um custo bem maior; e com características que, em geral, não se adaptam perfeitamente às suas necessidades.

Nesse sentido, o mercado de capitais surge como uma ótima alternativa para o financiamento das empresas brasileiras, por possibilitar a obtenção de recursos moldados sob medida de acordo com as características buscadas, bem como de maior liquidez. No caso das pequenas e médias empresas, em que o acesso ao capital junto a instituições financeiras é naturalmente mais complicado do que ocorre em geral, devido ao maior grau de risco que os empréstimos representam, o mercado de capitais mostra-se uma opção ainda mais interessante.

Tendo isso em vista, a Comissão de Valores Mobiliários/CVM editou a Instrução CVM-566, de 31.7.2015, que disciplina as ofertas públicas de notas promissórias. A permissão expressa da realização das referidas ofertas por sociedades limitadas e a possibilidade da utilização de notas promissórias como instrumentos de financiamento de longo prazo abriram caminho para uma expansão consistente destes instrumentos de dívida enquanto alternativa para o financiamento – e o conseqüente crescimento – das microempresas e empresas de pequeno porte brasileiras.

O objetivo deste artigo é analisar a utilização de notas promissórias ofertadas

publicamente como meio de financiamento para micro e pequenas empresas. Neste sentido, serão abordadas as normas que disciplinaram ou disciplinam as ofertas públicas de valores mobiliários, com ênfase para a Lei 6.385, de 7.12.1976, a Resolução CMN-1.723, de 27.6.1990, a Instrução CVM-400, de 29.12.2003, e a Instrução CVM-476, de 16.1.2009.

Também serão detalhadas as normas que disciplinaram ou disciplinam as notas promissórias especificamente: Instrução CVM-134, de 1.11.1990, Instrução CVM-155, de 7.8.1991, e Instrução CVM-566/2015. Por fim, serão estudadas as formas de financiamento atualmente utilizadas pelas microempresas e empresas de pequeno porte brasileiras.

Com base nas análises realizadas, verificaremos se a utilização de notas promissórias ofertadas publicamente mostra-se uma alternativa interessante para a obtenção de recursos pelas micro e pequenas empresas do Brasil. Adicionalmente, proporemos eventuais providências para o desenvolvimento do mercado ora abordado.

2. Parte I: disciplina das ofertas públicas de notas promissórias

2.1 Lei 6.385/1976 e instrumentos normativos relacionados

A Lei 6.385/1976¹ estabelece, atualmente, as diretrizes gerais para o funcionamento do mercado de valores mobiliários no Brasil, incluindo a emissão e a distribuição de valores mobiliários, bem como a negociação e a intermediação neste mercado, conforme mencionado em seu art. 1º. Dois aspectos da referida lei merecem atenção no contexto

1. As referências feitas a normas legais e regulamentares neste artigo, exceto quando houver manifestação expressa em sentido contrário, dizem respeito às suas versões atualmente vigentes.

deste artigo: a criação da CVM, ao lado da atribuição de competências a esta entidade, e a classificação das notas promissórias como valores mobiliários.

De acordo com A. O. Mattos Filho, a criação da CVM foi resultado de um longo processo intensificado em 1964, com a tomada do poder pelos militares. À época, o Governo Federal identificava uma lacuna em relação ao oferecimento de recursos de longo prazo, até então realizado exclusivamente pelo Banco do Brasil e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. Tais recursos passaram a ser considerados essenciais para o fortalecimento da grande indústria nacional; e ganhou destaque o mercado de ações, já há muito observado – de relance – como uma alternativa para fazer frente às necessidades de financiamento empresarial.²

O Governo Federal, então, elaborou um plano de ação que objetivava intervir e impulsionar o desenvolvimento econômico. Foi editada a Lei 4.728, de 14.7.1965, primeiro diploma legal a disciplinar de maneira específica o mercado de valores mobiliários.

O art. 1º da Lei 4.728/1965 determinava que os mercados financeiro e de capitais seriam disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional/CMN e fiscalizados pelo Banco Central do Brasil/BACEN, então chamado *Banco Central da República do Brasil*. O art. 3º atribuía ao BACEN autorizar a constituição e fiscalizar o funcionamento das Bolsas de Valores; das sociedades corretoras membros das Bolsas de Valores; das sociedades de investimento; e das entidades que tivessem por objeto a subscrição, para revenda e distribuição, de títulos ou valores mobiliários; manter registro e fiscalizar as operações das entidades que efetuassem a captação de poupança popular no mercado de capitais – inclusive por meio de distribuição de títulos ou valores mobiliários; registrar

títulos e valores mobiliários para efeitos de sua negociação nas Bolsas de Valores; registrar as emissões de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais; fiscalizar a observância de diversas disposições legais e regulamentares relacionadas ao mercado de capitais; manter e divulgar estatísticas relacionadas a este mercado; e fiscalizar eventual uso de informação privilegiada.

Nos primeiros anos após a edição da Lei 4.728/1965 não se observou um desenvolvimento expressivo do mercado de valores mobiliários ou uma atuação intensa do BACEN nesse ambiente. O crescimento acentuado da negociação com valores mobiliários teve lugar a partir de 1969,³ gerou, porém, uma bolha especulativa que, em 1971, culminou em colapso na Bolsa de Valores,⁴ causando sérios prejuízos aos investidores. Diante disso, a estrutura que existia passou a ser considerada insuficiente para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.⁵ Os governantes, então, focaram seus esforços em reconquistar a confiança dos cidadãos no mercado de capitais,⁶ enxergada como fator essencial de atração da poupança popular.⁷

Como consequência, foi editada a Lei 6.385/1976,⁸ que criou a CVM, órgão regu-

3. A. O. Mattos Filho, *Direito dos Valores Mobiliários*, cit., vol. 1, t. 1, p. 170.

4. A. Pacheco *et al.*, “CVM: limites de sua Competência”, in M. R. Penteado (coord.), *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, p. 33.

5. N. Eizirik, *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1998, p. 2.

6. D. B. dos S. G. Araujo, “Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira”, in D. B. dos S. G. Araujo (org.), *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*, São Paulo, Saraiva, 2015, Capítulo 1, p. 28.

7. L. L. Cantidiano, “Prefácio”, in L. L. Cantidiano e R. Corrêa (orgs.), *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*, São Paulo, Lazuli, 2005, p. 7.

8. No mesmo ano, em 15 de dezembro, foi sancionada a Lei 6.404, que atualizou a disciplina das sociedades por ações.

2. A. O. Mattos Filho, *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. 1, t. 1, Rio de Janeiro, FGV, 2015, pp. 159-161.

lador específico para o mercado de valores mobiliários. Em linha com os princípios da proteção da mobilização da poupança nacional e da proteção da economia popular,⁹ o diploma legal foi motivado pelos propósitos de prevenir novas crises, promover a institucionalização e a cultura do mercado de capitais.¹⁰ A divisão de competências entre o BACEN e a CVM decorreu do reconhecimento do mercado de capitais como segmento autônomo do mercado financeiro, merecedor de regulamentação e fiscalização específicas.¹¹

Na ocasião o legislador optou por não estabelecer uma definição formal de *valores mobiliários*, limitando-se a enumerar os instrumentos que se enquadrariam nesta categoria, com o fim de delimitar a esfera de competência da CVM e estabelecer uma disciplina legal particular.¹² J. E. C. Queiroz acredita que o intuito da autoridade legisladora era conferir a segurança jurídica necessária ao mercado de capitais através de uma lista que compreendesse todas as operações processadas naquele ambiente, evitando, assim, a responsabilidade de fixar os requisitos necessários¹³ para que

9. Mencionados por R. Q. Mosquera, “Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais”, in R. Q. Mosquera (org.), *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo, Dialética, 1999, pp. 263-266.

10. N. Eizirik, *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*, cit., 2ª ed., p. 2.

11. G. C. Barros, “Conceito de ativos financeiros (vs. valores mobiliários) após o Decreto n. 7.897/2013: registro de garantia em *clearing*”, in L. F. de M. e Castro (coord.), *Mercado Financeiro e de Capitais: Regulação e Tributação*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, p. 303.

12. N. Eizirik, *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*, cit., 2ª ed., p. 140.

13. J. E. C. Queiroz, “O conceito de valor mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil”, in R. Q. Mosquera (org.), *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo, Dialética, 1999, p. 133.

um ativo pudesse ser considerado *valor mobiliário*.¹⁴

Assim, o texto original da Lei 6.385/1976, em seu art. 2º, trazia um rol de ativos que, quando emitidos por sociedades anônimas, poderiam ser considerados *valores mobiliários*. A lista contemplava títulos passíveis de distribuição e negociação em mercados regulamentados, os quais poderiam ser diretamente emitidos pelas companhias ou representar direitos sobre os instrumentos de emissão daquelas sociedades.¹⁵ Ressalte-se que as notas promissórias ainda não eram mencionadas.

A CVM surgiu, dessa forma, como autarquia competente para, em linhas gerais, regulamentar as matérias relacionadas aos valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas. O rol de ativos então apresentado era o retrato de um mercado de capitais ex-

14. Tais requisitos são assinalados por J. L. B. Pedreira e A. Lamy Filho, segundo quem os valores mobiliários são títulos emitidos em conjunto com outros que garantem os mesmos direitos e em relação aos quais são fungíveis. Trata-se, portanto, de títulos “de massa”, que não são emitidos isoladamente; seu objetivo último é o recebimento de renda. (“Título IV: Valores Mobiliários. Capítulo I: Natureza e Normas Gerais”, in J. L. B. Pedreira e A. Lamy Filho (coords.), *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 515). De acordo com M. Carvalhosa, os valores mobiliários apresentam a finalidade de servir de investimento aos seus adquirentes, mirando uma potencial liquidez e a dispersão. Neste ponto distanciam-se dos títulos de crédito, destinados a um único investidor. Por meio dos valores mobiliários processa-se uma inversão financeira. O doutrinador sublinha que não é necessária a efetiva realização de múltiplas transações com determinado instrumento, bastando, para sua caracterização como valor mobiliário, a possibilidade de negociá-lo no mercado. Ressalta, ainda, que a negociação de valores mobiliários fora de mercados organizados não os desnatura, conservando eles sua natureza jurídica independentemente do ambiente em que circulem (M. Carvalhosa, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Artigos*

15. N. Eizirik et al., *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 3ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2011, p. 53.

tremamente centrado nas ações e nos títulos de dívida corporativa – especialmente debêntures – de companhias abertas.¹⁶

Como lembra O. Yazbek, a noção de valores mobiliários inicialmente trazida pela Lei 6.385/1976 englobava os instrumentos que poderiam ser emitidos em massa, possibilitando acesso à poupança popular.¹⁷ A. O. Mattos Filho acredita que a orientação adotada deveu-se em parte à resistência do BACEN à criação de uma nova entidade que assumiria parte de suas funções. Incluíram-se, dessa forma, no art. 2º apenas aqueles instrumentos que estariam, indiscutivelmente, englobados na noção de valores mobiliários, os quais seriam obrigatoriamente emitidos por sociedades anônimas. O BACEN continuaria a deter competência sobre a zona cinzenta dos valores mobiliários remanescentes, bem como sobre os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira (exceto as debêntures), os quais eram expressamente excluídos do rol de valores mobiliários – e, conseqüentemente, do campo de atuação da CVM – pelo parágrafo único do art. 2º da Lei 6.385/1976.¹⁸

De modo a possibilitar um eventual alargamento da esfera de atuação da CVM, o inciso III do art. 2º da lei conferia competência residual ao CMN para categorizar como valores mobiliários títulos que não fossem ali abordados inicialmente; para tanto permanecia o requisito de que os instrumentos fossem emitidos por sociedades

anônimas. Utilizando-se desta atribuição, o CMN editou a Resolução CMN-1.723/1990, a qual passou a considerar como valor mobiliário, para os efeitos da Lei 6.385/1976, a nota promissória. O art. 3º da Resolução CMN-1.723/1990 autorizava a CVM a emitir regras complementares sobre o assunto. Foi neste contexto que surgiu a Instrução CVM-134/1990, a qual consistiu na primeira instrução a respeito das notas promissórias enquanto valores mobiliários. Seguiu-se a ela a Instrução CVM-155/1991.¹⁹

Com o passar do tempo o BACEN distanciou-se do mercado de valores mobiliários, dedicando-se enfaticamente às suas atribuições enquanto autoridade monetária. Por outro lado, o CMN passou a atuar com bastante frequência para incluir novos instrumentos na esfera de competência da CVM.²⁰ Isso se deveu à crescente importância adquirida pela autarquia, a qual decorria das inúmeras alterações no cenário econômico e mostrava-se incompatível com a noção restrita de *valores mobiliários* até então adotada. Fazia-se necessária uma definição legal de *valores mobiliários* para, de um lado, garantir que o CMN não incluísse equivocadamente na esfera de atuação da CVM instrumentos que não apresentassem natureza de valores mobiliários e, de outro, delimitar de maneira definitiva a competência do BACEN nesse campo.²¹

Dentre as alterações econômicas mencionadas merece destaque o surgimento dos chamados contratos de *boi gordo*, que tinham por objeto a aquisição, para engorda, dos animais em questão e extinguíam-se com a entrega dos valores originados da venda

16. J. E. C. Queiroz, “Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais”, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 41/1-5, São Paulo, julho-setembro/2008, p. 2 (a paginação da versão eletrônica difere daquela da versão impressa).

17. O. Yazbek, *Regulamentação do Mercado Financeiro e de Capitais*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 83.

18. A. O. Mattos Filho, *Direito dos Valores Mobiliários*, cit., vol. 1, t. 1, pp. 160-171.

19. Os instrumentos normativos mencionados neste parágrafo serão analisados de forma detalhada em itens específicos abaixo.

20. A. O. Mattos Filho, *Direito dos Valores Mobiliários*, cit., vol. 1, t. 1, p. 161.

21. A. O. Mattos Filho, “O conceito de valor mobiliário”, *RAE – Revista de Administração de Empresas* 25/38, n. 2, abril-junho/1985.

dos bois ou com a entrega física daqueles. O surgimento desses contratos evidenciou a importância da proteção dos investidores diante de novos instrumentos financeiros,²² deixando claro que não havia mais espaço para tamanha incerteza.

Foi editada, então, a Medida Provisória 1.637, de 8.1.1998, cujo art. 1º determinava que:

“Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

M. Carvalhosa ressalta a importância da Medida Provisória 1.637/1998, que, por meio do alargamento da noção de *valores mobiliários*, conferiu maior proteção ao investidor frente à quantidade de oportunidades de investimento disponíveis e à escassez de informações.²³ H. M. D. Verçosa concorda, declarando que a edição da Medida Provisória 1.637/1998²⁴ consistiu numa profunda alteração legislativa. A competência da CVM foi ampliada consideravelmente,²⁵ passando

22. H. M. D. Verçosa, “A CVM e os contratos de investimento coletivo (“boi gordo” e outros)”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro/RDM* 108/91-92, São Paulo, janeiro/1997.

23. M. Carvalhosa, “A nova Lei das Sociedades por Ações e o mercado de capitais”, in R. Q. Mosquera (org.), *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo, Dialética, 1999, p. 219.

24. A Medida Provisória 1.637/1998 foi reeditada inúmeras vezes, até o advento, em 14.2.2001, da Lei 10.198, atualmente vigente.

25. N. Eizirik *et al.* apontam que a redação do art. 1º da Medida Provisória 1.637/1998 teve clara inspiração no conceito de *security* adotado nos Estados Unidos da América (*Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, cit., 3ª ed., p. 56). Para mais informações sobre o assunto, consultar: L. G. P. de B. Leães, “O conceito de *security* no Direito Norte-Americano

a englobar não apenas os contratos de *boi gordo*, mas diversos outros valores mobiliários existentes ou que viessem a surgir, os quais poderiam enquadrar-se dentre os títulos ou contratos de investimento coletivo mencionados no art. 1º.²⁶ Apesar disso, a Medida Provisória 1.637/1998 não trouxe uma definição legal de *valores mobiliários*.

Esta definição não foi fixada pelo legislador brasileiro até o momento. Todavia, no início do milênio o mercado de valores mobiliários vivenciou um aumento considerável de segurança jurídica. Isso porque a Lei 10.303, de 31.10.2001, alterou o art. 2º da Lei 6.385/1976, com a inclusão no rol de *valores mobiliários* de diversos instrumentos, dentre os quais as notas promissórias (denominadas pelo legislador de *notas comerciais*), listadas no inciso VI. Além disso, foram incluídos os incisos VIII e IX, que fazem referência, respectivamente, a “outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes”, e

“quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

A definição constante do art. 1º da Medida Provisória 1.637/1998, portanto, por meio da Lei 10.303/2001, foi incorporada à Lei 6.385/1976.

O. Yazbek apresenta críticas à noção legal de *valor mobiliário* que passou a ser adotada a partir de então. De acordo com o autor, houve um excessivo alargamento da ideia inicialmente abordada, passando o art. 2º da Lei 6.385/1976 a abranger instrumentos financeiros que não se relacionam à poupança

e o conceito análogo no Direito Brasileiro”, *RDM* 14/41-60, São Paulo, 1974.

26. H. M. D. Verçosa, “A CVM e os contratos de investimento coletivo (“boi gordo” e outros)”, cit., *RDM* 108/96.

popular ou à atividade de financiamento.²⁷ O legislador, todavia, entendeu que as definições constantes dos incisos VIII e IX do art. 2º da referida lei não apenas são adequadas – por abarcarem todos os valores mobiliários existentes –, porém são também suficientes para abranger instrumentos que eventualmente surjam com o desenvolvimento do mercado. Em razão disso, revogou a competência do CMN para a inclusão de novos ativos na esfera dos valores mobiliários. Desse modo, com as alterações trazidas pela Lei 10.303/2001, o rol do art. 2º da Lei 6.385/1976 passou a ser exaustivo, e não mais exemplificativo.²⁸

Como consequência da evolução legislativa exposta, à CVM, atualmente, cabem as funções consultiva – através do esclarecimento de dúvidas e do exercício do papel de *amicus curiae*;²⁹ fomentadora – visando ao desenvolvimento do mercado de capitais; e normativa, bem como as atribuições de registrar, julgar, fiscalizar e sancionar os participantes do mercado de valores mobiliários.³⁰ A CVM projeta-se, assim, nos termos da lei, como autarquia competente para regulamentar as matérias relacionadas ao mercado de valores mobiliários,³¹ fiscalizar as atividades e serviços desempenhados

no contexto deste mercado, bem como seus participantes, os valores ali negociados e as informações disponibilizadas; além de apurar e punir condutas fraudulentas nesse ambiente.³² Sujeitam-se à CVM os emissores de valores mobiliários – em especial as companhias abertas –, seus administradores e acionistas controladores, bem como as demais instituições que atuam no mercado de capitais com os referidos valores mobiliários e os investidores que os adquirem.³³

Foi justamente pensando na proteção destes investidores e no incentivo ao financiamento empresarial através do mercado de capitais³⁴ que o legislador fez constar no art. 19 da Lei 6.385/1976³⁵ a obrigatoriedade de registro, perante a CVM, de qualquer distribuição³⁶ pública³⁷ de valores

32. Arts. 5º a 14 da Lei 6.385/1976.

33. M. Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Artigos 1º a 74*. 2ª ed., vol. 1, São Paulo, Saraiva, 1997, p. 35.

34. L. P. P. Sica, “Os valores mobiliários e a oferta pública destes no Brasil”, in D. B. dos S. G. Araujo (org.), *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*, São Paulo, Saraiva, 2015, Capítulo 2, p. 61.

35. Conforme lembra Z. Barreto, o § 2º do art. 4º da Lei 6.404/1976 também estabelece a obrigatoriedade de registro das ofertas de valores mobiliários perante a CVM (*A Lei das S/A e as Leis do Novo Mercado de Capitais*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2003, p. 2).

36. De acordo com o art. 19 da Lei 6.385/1976, são consideradas atos de distribuição “a venda, a promessa de venda, a oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários”, desde que praticadas pelo emissor dos valores mobiliários, seus fundadores ou equiparados.

37. Conforme ressalta L. L. Cantidiano, com base no § 3º do art. 19 da Lei 6.385/1976, a distribuição de valores mobiliários é considerada pública quando há o emprego de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; a busca de investidores através de empregados, agentes ou corretores; a negociação em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público; ou a utilização de serviços públicos de comunicação (*Reforma da Lei das S.A. Comentada*, Rio de Janeiro, Renovar, 2002, pp. 30-31).

27. O. Yazbek, *Regulamentação do Mercado Financeiro e de Capitais*, cit., 2ª ed., p. 83.

28. N. Eizirik, “Os valores mobiliários na nova Lei das S/A”, *RDM* 124/75, São Paulo, outubro/2001.

29. Sobre o papel da CVM como *amicus curiae*, v.: A. Vidal Neto e C. Machado Filho, “A CVM como *amicus curiae*”, in M. R. Penteado, (coord.), *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, pp. 83-101.

30. M. E. F. da Rosa, “Regulação do mercado de capitais”, in J. B. de Palma e V. M. Prado (coords.), *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2014, pp. 18-19.

31. Ressalte-se que os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira (exceto as debêntures) continuam a fazer parte da esfera de competência do BACEN, não sendo considerados valores mobiliários, conforme o § 1º do art. 2º da Lei 6.385/1976.

mobiliários.³⁸ Este assunto será discutido mais detalhadamente no item 2.2.1, abaixo.

O poder regulamentar da CVM é exercido através de instruções, que consistem em atos normativos cujo objetivo é regulamentar o mercado de capitais.³⁹ As instruções que dizem respeito ao assunto deste artigo serão abordadas abaixo.

2.2 Regulamentação anterior à Instrução CVM-566/2016

2.2.1 Instrução CVM-400/2003

De acordo com N. Eizirik *et al.*, a oferta pública de valores mobiliários é a operação por meio da qual, mediante apelo ao público, os ofertantes (emissores ou titulares) colocam ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais. Por sua vez, os investidores subscrevem ou adquirem tais valores mobiliários, pagando uma quantia que será repassada ao ofertante e tornando-se titulares dos valores mobiliários objeto de oferta.⁴⁰

A disciplina-padrão das ofertas públicas de valores mobiliários é estabelecida pela Instrução CVM-400/2003.⁴¹ Como regra

geral, conforme fixado pela Lei 6.385/1976 e reiterado pelo art. 2º da Instrução CVM-400/2003, qualquer oferta pública⁴² de distribuição de valores mobiliários no mercado

42. O art. 3º da Instrução CVM-400/2003 considera que a distribuição de valores mobiliários é pública quando utilizadas pessoas naturais ou jurídicas na procura de investidores; e quando é realizada consulta sobre a viabilidade da oferta ou coleta de intenções de investimento em desconformidade com a Instrução CVM-400/2003. Também caracteriza oferta pública de valores mobiliários o uso de formas de comunicação que visem a promover, junto ao público em geral, a subscrição ou alienação de valores mobiliários. Incluem-se nesta hipótese, especialmente, meios de comunicação de massa ou eletrônicos, como a rede mundial de computadores. Além disso, o artigo considera que há oferta pública quando são utilizados listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, direcionados ao público; e quando ocorre negociação voltada a subscritores ou adquirentes indeterminados, através de loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público. M. Carvalhosa sistematiza três critérios para a identificação de ofertas públicas: indeterminação dos destinatários, qualificação dos ofertados e disponibilidade de informações. O autor destaca que, por se tratar de questão instrumental, podem ser identificadas eventuais situações nebulosas. Assim, exemplifica que, no caso de serem visados investidores certos e determinados ou com alto grau de sofisticação, ainda que seja verificado o uso de listas ou boletins, ou a contratação de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (nos termos do art. 3º da Instrução CVM-400/2003), deve-se considerar a emissão privada. O mesmo deve ser feito se aos potenciais investidores for conferido acesso ao mesmo tipo de informação que seria fornecida como consequência do registro da oferta perante a CVM (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Artigos 1º a 74*, cit., 7ª ed., vol. 1, pp. 130-131). No mesmo sentido, N. Eizirik *et al.* entendem que para a classificação de uma oferta como pública ou privada deve-se ir além dos critérios legais objetivos, empreendendo uma interpretação teleológica que leve em conta, em especial, as características pessoais dos investidores. Neste sentido, a oferta pública seria aquela direcionada a destinatários indeterminados, de modo que, quando da oferta, qualquer pessoa pode aceitar a proposta, surgindo a individualidade apenas após a aceitação. Os autores acrescentam, ainda, que não faz sentido impor o registro de determinada oferta perante a CVM quando ficar demonstrado que os destinatários da oferta não precisam da proteção

38. Tratando-se de emissão pública, o § 4º do art. 19 da Lei 6.385/1976 estabelece que a colocação no mercado deve, obrigatoriamente, realizar-se através do sistema de distribuição de valores mobiliários. Conforme o art. 15 da mesma lei, o sistema mencionado é formado por instituições financeiras, Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros, entidades de mercado de balcão organizado, entre outros.

39. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, "Instruções", disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html> (acesso em 18.7.2017).

40. N. Eizirik *et al.*, *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, cit., 3ª ed., p. 139.

41. M. Carvalhosa declara que a Instrução CVM-400/2003 preocupa-se com a equidade dos destinatários da oferta, ao focar na ampla divulgação das informações necessárias. De acordo com o autor, tal instrução veio simplificar e desburocratizar o processo de registro das ofertas públicas no mercado brasileiro (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Artigos 1º a 74*, cit., 7ª ed., vol. 1, p. 131).

brasileiro, primário ou secundário,⁴³ deve ser submetida previamente a registro perante a CVM e intermediada por instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.⁴⁴

M. E. F. Rosa explica que o sistema de registro junto à CVM é a base para a transparência do mercado, fornecendo aos investidores, na forma de informação, subsídio suficiente para a tomada de decisões de investimento. No âmbito desse sistema o ofertante de valores mobiliários ao público está obrigado a registrar a oferta previamente na CVM, devendo obter da autarquia autorização para realizar a operação. O desrespeito às normas que regem tal sistema, conforme

adicional da entidade, devido à sua sofisticação (*Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, cit., 3ª ed., pp. 151-156).

43. D. B. dos S. G. Araujo diferencia os segmentos primário e secundário do mercado de capitais: no mercado primário os participantes que necessitam de recursos financeiros emitem valores mobiliários que são disponibilizados ao público em geral, no âmbito de ofertas públicas de investimento ou participação; no mercado secundário, por outro lado, observa-se a livre circulação e negociação dos valores mobiliários na prática, em negócios que não envolvem os emissores dos valores mobiliários. Não há, pois, no mercado secundário repasse de recursos às sociedades emissoras (“Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira”, cit., in D. B. dos S. G. de Araujo (org.), *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*, cit., p. 26). Assim, conforme ensinado por S. Kümpel, o mercado primário é o ambiente em que os valores mobiliários são disponibilizados para os investidores logo após a sua emissão. Por sua vez, o mercado secundário é o ambiente em que os valores mobiliários são revendidos pelos investidores que os adquiriram e, portanto, repassados a novos investidores (*Direito do Mercado de Capitais: do Ponto de Vista do Direito Europeu, Alemão e Brasileiro – Uma Introdução*, Rio de Janeiro, Renovar, 2007, pp. 67-74). R. Q. Mosquera declara que o contato entre o poupador e o tomador se materializa, efetivamente, no mercado primário, em que há a transferência direta de recursos ao ente necessitado e, portanto, o cumprimento da função econômica (*Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*, 2ª ed., São Paulo, Dialética, 1999, p. 24).

44. § 2º do art. 3º da Instrução CVM-400/2003.

lembra a autora, é ato ilícito; passível, portanto, de punição.⁴⁵

Assim, a obrigatoriedade de registro das ofertas públicas de valores mobiliários junto à CVM é meio essencial para fazer valer o *princípio da informação completa*, cuja essencialidade para o mercado de capitais é ressaltada por C. Salomão Filho. De acordo com ele, a ausência de proteção para o fluxo informacional leva à falta de estímulo para o investimento em valores mobiliários. O autor aponta que a apresentação de informações detalhadas, completas e inteligíveis,⁴⁶ apesar de vital, não é suficiente para a efetividade do princípio em questão: faz-se necessário, mais que isso, que o conteúdo esteja igualmente acessível a todos os participantes do mercado.⁴⁷ É justamente esse o objetivo central do registro prévio das operações junto à CVM, que exige, no art. 1º da Instrução CVM-400/2003, a divulgação equitativa, ampla, adequada e transparente, aos destinatários da oferta, de todas as informações necessárias para a decisão de investimento.⁴⁸

Além dos requisitos para a disponibilização de informações, a Instrução CVM-400/2003 estabelece diversas normas de conduta que devem ser observadas pelos participantes das ofertas públicas de valores mobiliários, referentes à negociação de valores mobiliários de sua emissão, à realização

45. M. E. F. Rosa, “Regulação do mercado de capitais”, cit., in Juliana Bonacorsi de Palma e Viviane Muller Prado (coords.), *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*, p. 19.

46. O autor considera essencial a padronização das informações no mercado, por entender que ela facilita a compreensão das informações apresentadas.

47. C. Salomão Filho, *O Novo Direito Societário*, 4ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2015, pp. 178-179.

48. B. Novo e C. R. Pereira Filho, “Uma tentativa de organização lógica da Instrução CVM-400, de 29 de dezembro de 2003”, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 71/1-20, São Paulo, janeiro-março/2016, p. 2 (a paginação da versão eletrônica difere daquela da versão impressa).

de outras operações no mercado de capitais e a manifestações na mídia sobre a própria oferta e sobre o emissor. É possível que a instituição ofertante de valores mobiliários obtenha dispensa de alguns dos requisitos impostos pela Instrução CVM-400/2003, conforme o art. 4º. Nesse caso, é necessária a formulação de pedido específico à CVM, o qual será analisado pelo colegiado da autarquia, a menos que haja disposição regulamentar expressa neste sentido.

Em relação às ofertas públicas de valores mobiliários de microempresas e empresas de pequeno porte⁴⁹ que não excedam 2,4 milhões de Reais a cada 12 meses, a Instrução CVM-400/2003 traz disposições específicas⁵⁰ no inciso III e no § 4º do seu art. 5º, no sentido de dispensar automaticamente tais ofertas de registro perante a CVM. Basta, para tanto, que a empresa comunique à entidade, previamente ao início da oferta, que pretende utilizar essa prerrogativa.⁵¹

2.2.2 Instrução CVM-476/2009

Além das ofertas públicas-padrão, realizadas nos termos da Instrução CVM-400/2003, os emissores de valores mobiliários podem realizar a distribuição pública por meio de ofertas com esforços restritos, disciplinadas pela Instrução CVM-476/2009. J. E. C. Queiroz ressalta que a referida instrução veio preencher uma lacuna na regulamentação dos valores mobiliários no Brasil.⁵² V. C. Pereira Filho e T. Haensel enumeram como aspectos positivos do regime da Instrução CVM-476/2009: a redução de custos

de estruturação; a simplificação de procedimentos e requisitos, conferindo celeridade à operação; a inclusão, no mercado de valores mobiliários, de emissores até então incapazes de entrar; e a concessão de maior segurança ao emissor no que diz respeito à dispensa de registro junto à CVM.⁵³

A instrução mencionada aplica-se apenas às ofertas públicas dos valores mobiliários expressamente citados no § 1º de seu art. 1º, dentre os quais notas promissórias, debêntures não conversíveis em (ou permutáveis por) ações e ações de emissores registrados perante a CVM na categoria “A”.⁵⁴ A grande vantagem das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos reside no fato de elas estarem automaticamente dispensadas de registro perante a CVM, de modo que a autarquia exige apenas que o início e o encerramento da oferta sejam a ela comunicados.⁵⁵ Em contrapartida, existem algumas restrições para a negociação dos valores mobiliários.

As ofertas públicas realizadas nestes moldes destinam-se exclusivamente a investidores profissionais.⁵⁶ Estes, devido à natureza

53. V. C. Pereira Filho e T. Haensel, “A Instrução CVM-476 e as ofertas públicas com esforços restritos”, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/1-2, São Paulo, julho-setembro/2009 (a paginação da versão eletrônica difere daquela da versão impressa).

54. De acordo com o § 1º do art. 2º da Instrução CVM-480, de 7.12.2009, os emissores registrados perante a CVM na categoria “A” estão autorizados a negociar quaisquer valores mobiliários de sua emissão em mercados regulamentados. Note-se que a possibilidade de realização de ofertas públicas de ações com esforços restritos decorreu de alteração na Instrução CVM-476/2009, trazida pela Instrução CVM-551, de 25.9.2014.

55. Arts. 6º a 8º da Instrução CVM-476/2009.

56. Consideram-se investidores profissionais, de acordo com o art. 9º-A da Instrução CVM-539, de 13.11.2013: instituições financeiras e outras instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades de previdência complementar; pessoas naturais ou jurídicas com investimentos financeiros em montante superior a 10 milhões de Reais e que,

49. As definições de microempresa e empresa de pequeno porte serão expostas no item 3.1, abaixo.

50. Disposições incluídas pela Instrução CVM-482, de 5.4.2010.

51. § 5º do art. 5º da Instrução CVM-400/2003.

52. J. E. C. Queiroz, “Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais”, cit., *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 41/4.

restrita da oferta, não podem ser buscados através de quaisquer meios que caracterizem ofertas públicas de valores mobiliários nos termos da Lei 6.385/1976 e da Instrução CVM-400/2003. Além disso, no âmbito da distribuição podem ser procurados apenas 75 potenciais adquirentes, e os valores mobiliários podem ser subscritos ou adquiridos por até 50 investidores profissionais. O ofertante dos valores mobiliários não poderá realizar outra oferta pública com esforços restritos da mesma espécie de valores mobiliários, emitidos pela mesma instituição, pelo prazo de 4 meses contados da data do encerramento da oferta.

Por outro lado, assim como as ofertas registradas perante a CVM, as ofertas públicas com esforços restritos devem ser intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.⁵⁷ As normas de conduta mencionadas no item 2.2.1, acima, para ofertas públicas realizadas nos termos da Instrução CVM-400/2003 também se aplicam às ofertas conduzidas nos termos da Instrução CVM-476/2009.

N. Eizirik *et al.* declaram que as ofertas realizadas sob a regência da Instrução CVM-476/2009 podem se aproximar consideravelmente de colocações privadas, levando em conta características como a limitação de destinatários e a proibição do uso de meios de comunicação de massa. Na realidade, de acordo com os autores, os critérios normativos eleitos pela CVM são insuficientes para determinar se as operações conduzidas nesses moldes são públicas ou privadas.⁵⁸ Tal

adicionalmente, assinem termo próprio confirmando sua caracterização como investidores profissionais; fundos de investimento; clubes de investimento, com carteiras geridas por administradores de carteira de valores mobiliários devidamente autorizados pela CVM; agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, no tocante a seus próprios recursos; e investidores não residentes.

57. Arts. 2º e 9º da Instrução CVM-476/2009.

58. N. Eizirik *et al.*, *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, cit., 3ª ed., pp. 156-161.

definição, ainda que importante sob a ótica da Ciência Jurídica, pouco afeta a aplicação prática da norma. Dessa maneira, independentemente da classificação técnica que seja adotada, uma vez cumpridos os requisitos estabelecidos pela Instrução CVM-476/2009, estará a distribuição de valores mobiliários dispensada de registro perante a CVM.

2.2.3 Instrução CVM-134/1990 e Instrução CVM-155/1991

Conforme exposto acima, a Instrução CVM-134/1990 foi a primeira regra da CVM que dispôs sobre notas promissórias enquanto valores mobiliários. Tal instrução determinava que as notas promissórias, que conferem direito de crédito contra o emitente, poderiam ser ofertadas publicamente, e fixava seu valor nominal mínimo. Além disso, estipulava que as sociedades anônimas fechadas podiam emitir notas promissórias com prazo máximo de vencimento de 180 dias, ficando restritas as notas promissórias com vencimento máximo de 360 dias a sociedades anônimas abertas.

A emissão, a subscrição e a integralização obrigatoriamente deveriam ser realizadas no mesmo dia, com a integralização em moeda corrente e à vista. A liquidação, por sua vez, deveria ocorrer na data do vencimento. O resgate antecipado das notas promissórias era permitido, desde que com anuência expressa de seu titular, e o resgate parcial deveria ser realizado através de sorteio ou leilão. Qualquer tipo de resgate implicava a extinção dos títulos.

A Instrução CVM-134/1990 fixava, ainda, os requisitos para apresentação de pedido de distribuição de notas promissórias, bem como os prazos para análise do pedido e os itens que obrigatoriamente deveriam constar da deliberação societária que autorizasse a emissão de tais valores mobiliários. Ressalte-se que, de acordo com a referida instrução, a distribuição pública de notas

promissórias poderia ser realizada apenas após a concessão de registro pela CVM,⁵⁹ não havendo a possibilidade de oferta pública com esforços restritos ou qualquer outra hipótese de dispensa automática de registro. A apresentação de prospecto e anúncio de início da distribuição era obrigatória.

Neste contexto, a Instrução CVM-155/1991, posteriormente alterada pela Instrução CVM-429, de 22.3.2006, veio simplificar o procedimento de oferta pública de notas promissórias com valor acima de 500 mil Reais e na qual não fosse utilizado material publicitário, dispensando seus emissores e ofertantes das obrigações de apresentação de prospecto e publicação de anúncio de início da distribuição. Todavia, o registro da oferta pública perante a CVM continuava a ser obrigatório, permanecendo sua concessão como requisito para o início da distribuição. Por outro lado, no âmbito da Instrução CVM-155/1991 a negociação poderia ser realizada apenas em mercado de balcão organizado ou através de Bolsa de Valores, por meio de leilões especiais.⁶⁰

As Instruções CVM-134/1990 e 155/1991 foram revogadas pela Instrução CVM-566/2015, que será analisada a seguir.

2.3 Instrução CVM-566/2015

Observando que, na prática, a distribuição de notas promissórias não seguia o procedimento estabelecido pela Instrução CVM-134/1990,⁶¹ bem como visando a tornar mais claros os procedimentos que poderiam ser adotados nas ofertas públicas desses instrumentos, a CVM editou a Instrução

59. Arts. 6º a 8º, 10 e 20 a 26 da Instrução CVM-134/1990.

60. Arts. 1º a 4º da Instrução CVM-155/1991.

61. De acordo com a CVM, de 1990 a 2014 nenhuma das ofertas públicas de notas promissórias realizadas envolveu prospecto (“Edital de Audiência Pública SDM n. 01/2015”, p. 2, disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0115.html, acesso em 18.7.2017).

ção CVM-566/2015, que entrou em vigor em 1.10.2015. Esta instrução promoveu alterações significativas em relação aos valores mobiliários mencionados.

Foram mantidas algumas disposições até então vigentes, a exemplo da obrigatoriedade de subscrição e integralização de notas promissórias na data de emissão, com a integralização em moeda corrente e à vista; e da necessidade de liquidação destes valores mobiliários na data de vencimento. Todavia, a Instrução CVM-566/2015 trouxe mudanças relevantes e essenciais.

Atualmente não há mais distinção, em termos de prazo, entre notas promissórias emitidas por sociedades anônimas abertas ou fechadas, de modo que qualquer nota promissória pode apresentar prazo de vencimento de até 360 dias. Adicionalmente, se tais valores mobiliários forem objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos e contarem com a presença de um agente fiduciário⁶² não haverá prazo máximo de vencimento.⁶³ Esta disposição tornou as notas promissórias passíveis de utilização para financiamentos de longo prazo. A importância da mudança em tela pode ser percebida se lembrarmos que, previamente a ela, L. L. Cantidiano se referia às notas promissórias diferenciando-as de ações e debêntures basicamente em função de seu prazo consideravelmente inferior.⁶⁴

Outra alteração bastante relevante trazida pela Instrução CVM-566/2015 foi a autorização

62. Conforme manifestação da CVM, o agente fiduciário aqui mencionado não se confunde com o agente de notas comumente contratado em emissões de notas promissórias, devendo desempenhar funções semelhantes às realizadas pelos agentes fiduciários de debêntures. (“Relatório de Análise: Audiência Pública SDM-01/2015 – Processo CVM n. RJ 2014-13975, 31 de julho de 2015”, p. 8; disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0115.html (acesso em 18.7.2017).

63. Arts. 3º e 5º da Instrução CVM-566/2015.

64. L. L. Cantidiano, *Direito Societário e Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 119.

ção expressa à emissão de notas promissórias por sociedades limitadas, presente no art. 2º. Esta possibilidade é ratificada pela Instrução CVM-476/2009, que lista⁶⁵ as notas promissórias como valores mobiliários que podem ser ofertados publicamente com esforços restritos e, portanto, sem necessidade de registro da oferta e do emissor perante a CVM.⁶⁶

Embora a emissão de notas promissórias por sociedades limitadas já fosse possível nos termos do art. 33 da Instrução CVM-480, de 7.12.2009,⁶⁷ esta condição não era de amplo conhecimento pelos participantes do mercado, de modo que muitas sociedades não consideravam estes valores mobiliários entre suas alternativas de financiamento para expansão. A contribuição da Instrução CVM-566/2015, nesse sentido, foi conferir clareza à matéria.

Em relação às ofertas públicas, as disposições da Instrução CVM-134/1990 e da Instrução CVM-155/1991 foram revogadas, e a nova instrução deixou claro que as notas promissórias seguirão a disciplina-padrão das ofertas públicas de valores mobiliários. Isto significa que, em regra, aplicam-se as disposições da Instrução CVM-400/2003 – com especial destaque para a dispensa de registro para micro e pequenas empresas, com o valor máximo de 2,4 milhões de Reais a cada 12 meses. A concessão de registro automático, antes prevista pela Instrução CVM-155/1991, foi incorporada à Instrução CVM-566/2015, com pequenas alterações.

65. Inciso I do § 1º do art. 1º da Instrução CVM-476/2009.

66. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Mercado de valores mobiliários brasileiro, Rio de Janeiro, 2013”, disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf> (acesso em 18.7.2017, pp. 11-12).

67. O artigo mencionado determina que instituições que emitirem exclusivamente notas promissórias e cédulas de crédito bancário para distribuição pública podem estar organizadas sob a forma de sociedades limitadas ou de sociedades anônimas.

Nos termos do art. 11 dessa instrução, as ofertas públicas com registro automático devem ser destinadas exclusivamente a investidores qualificados.⁶⁸ Nestas ofertas, o prospecto previsto na Instrução CVM-400/03 é substituído pela *lâmina de informações reduzidas*. A utilização de material publicitário continua a ser vedada; a publicação de anúncio de início da distribuição, por outro lado, diversamente do que ocorria na vigência da Instrução CVM-155/91, passa a ser obrigatória. Também é necessária a apresentação de todos os demais documentos e informações exigidos pela regulamentação referente a ofertas públicas, sendo vedado o pedido de dispensa de requisitos ali previstos.

A realização de oferta pública de notas promissórias com esforços restritos de distribuição, que já era prevista para estes valores mobiliários, continua a ser possível e, conforme mencionado acima, é um dos requisitos para a emissão de notas promissórias sem prazo máximo de vencimento.

Dessa maneira, o ofertante das notas promissórias poderá empregar o procedimento que considerar mais oportuno para distribuição destes valores mobiliários, desde que adequado ao público-alvo da oferta. Se pretender ofertar notas promissórias a investidores que não possam ser considerados qualificados ou profissionais, deverá, obrigatoriamente, utilizar o regime da Instrução

68. Consideram-se investidores qualificados, de acordo com o art. 9º-B da Instrução CVM-539/2013: investidores profissionais (mencionados no item 2.2.2, acima); pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; pessoas naturais aprovadas em exames de qualificação técnica ou que 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 clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

CVM-400/03. Sendo os destinatários dos valores mobiliários investidores qualificados, o ofertante poderá escolher entre o rito da Instrução CVM-400/03 e aquele da Instrução CVM-566/15, com a obtenção de registro automático, desde que cumpridos os requisitos acima listados. Por fim, se a oferta for destinada a investidores profissionais, o ofertante poderá utilizar os regimes da Instrução CVM-400/03, da Instrução CVM-566/15 ou da Instrução CVM-476/09.⁶⁹ Este cenário está em linha com a orientação expressa pela CVM⁷⁰ e ressaltada por V. C. Pereira Filho e T. Haensel,⁷¹ segundo a qual a exigência de registro é flexibilizada para investidores mais sofisticados, ou seja, mais capacitados para analisar as informações obtidas e os riscos envolvidos na operação. Essa circunstância, de acordo com a CVM, diminui a necessidade do registro.

A seguir, na segunda parte do artigo, serão analisadas as formas de financiamento de pequenas e médias empresas e as questões tocantes à realização de ofertas públicas de notas promissórias pelas referidas sociedades.

3. Parte II: financiamento das micro e pequenas empresas brasileiras

3.1 Definição de microempresas e empresas de pequeno porte

No Brasil não há critérios uniformes para classificar as empresas de acordo com

69. W. Stuber, “Oferta pública de distribuição de notas promissórias”, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 71/3, São Paulo, outubro-dezembro/2015 (a paginação da versão eletrônica difere daquela da versão impressa).

70. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Edital de Audiência Pública n. 05/2008”, p. 1, disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0508.html (acesso em 18.7.2017).

71. V. C. Pereira Filho e T. Haensel, “A Instrução CVM-476 e as ofertas públicas com esforços restritos”, cit., *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/3.

seu tamanho. O legislador preocupou-se em estabelecer parâmetros apenas para as empresas de pequeno porte, ao lado das microempresas, e para as empresas de grande porte, não mencionando as empresas de médio porte.

No caso das empresas de pequeno porte e das microempresas a legislação leva em conta a receita bruta, que engloba o resultado da venda de bens e serviços nas operações de conta própria, o preço dos serviços prestados a terceiros e o produto das operações em conta alheia, desconsiderados os descontos incondicionais aplicados e as vendas canceladas.

Nesse sentido, a Lei Complementar 123, de 14.12.2006, em seu art. 3º, classifica como empresas⁷² de pequeno porte aquelas que auferem em cada ano-calendário receita bruta superior a 360 mil Reais e receita bruta máxima correspondente a 3,6 milhões de Reais. As empresas que auferem em cada ano-calendário receita bruta de até 360 mil Reais são microempresas. Ressalte-se que a lei em questão estabelece o SIMPLES Nacional, regime diferenciado que garante tratamento que favorece as micro e pequenas empresas nos campos tributário, trabalhista e previdenciário e de acesso ao crédito e ao mercado.⁷³

Por sua vez, a Lei 11.638, de 28.12.2007, no parágrafo único do art. 3º, faz referência às sociedades de grande porte. De acordo com o artigo citado, é classificada como de grande porte a sociedade⁷⁴ que houver apresentado no exercício social anterior ativo total superior a 240 milhões de Reais ou receita bruta superior a 300 milhões de Reais.

72. A definição de *empresa* estabelecida pela Lei Complementar 123/2006 engloba sociedades empresárias, sociedades simples, empresas individuais de responsabilidade limitada e empresários.

73. Art. 1º da Lei Complementar 123/2006.

74. Ou o conjunto de sociedades sob controle comum.

Como mencionado pelo próprio dispositivo, a definição acima foi estabelecida pelo legislador apenas para fins de aplicação da Lei 11.638/2007. Todavia, diante da ausência de definição legal específica, sua adoção é útil para identificar as empresas de médio porte. Assim, de acordo com este parâmetro, conclui-se que são de médio porte aquelas empresas que auferiram no ano-calendário anterior receita bruta superior a 3,6 milhões de Reais e receita bruta máxima de 300 milhões de Reais.

O critério adotado pelo Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social/BNDES aproxima-se do legal, levando em conta a receita operacional bruta das instituições potencialmente beneficiárias de financiamentos.

Conforme o item 1 da Circular BNDES-11, de 5.3.2010, e o item 3.4 da Circular BNDES-34, de 6.9.2011,⁷⁵ as instituições que apresentam receita operacional bruta anual

inferior ou igual a 2,4 milhões de Reais são classificadas como microempresas. As pequenas empresas são aquelas instituições que apresentam receita operacional bruta anual superior a 2,4 milhões de Reais e inferior ou igual a 16 milhões de Reais; as médias empresas as que alcançam receita operacional bruta anual superior a 16 milhões de Reais e inferior ou igual a 90 milhões de Reais; e as médias-grandes empresas as que alcançam receita operacional bruta anual superior a 90 milhões de Reais e inferior ou igual a 300 milhões de Reais. As que possuem receita operacional bruta anual superior a 300 milhões de Reais são consideradas grandes empresas.

O Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas/SEBRAE,⁷⁶ por sua vez, não classifica as empresas com base na receita bruta anual, mas no número de pessoas ocupadas.⁷⁷ O quadro a seguir ilustra a classificação adotada para os setores da indústria e de comércio e serviços:

QUADRO 1
Classificação das Empresas de Acordo com o Número de Pessoas Ocupadas

Classificação	Número de Pessoas Ocupadas	
	Setor Industrial	Setor de Comércio e Serviços
Microempresa	Até 19	Até 9
Pequena Empresa	20 a 99	10 a 49
Média Empresa	100 a 499	50 a 99
Grande Empresa	500 ou mais	100 ou mais

Fonte: SEBRAE, 2014.

No âmbito deste artigo será adotada definição baseada nos parâmetros legais

de receita bruta, sistematizada a seguir. Ressaltamos que serão abordadas, ao lon-

75. A Circular BNDES-11/2000 aplica-se no âmbito dos produtos BNDES Finame, BNDES Finame Agrícola e BNDES Finame *Leasing*, bem como dos programas que seguem sua sistemática operacional e do Produto Cartão BNDES. A Circular BNDES-34/2011, por sua vez, rege o produto BNDES Automático.

76. O SEBRAE é entidade associativa de direito privado que tem por objetivo fomentar o

desenvolvimento sustentável, a competitividade e o aperfeiçoamento técnico de microempresas e empresas de pequeno porte (SEBRAE, “Estatuto Social”, Disponível em <http://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Estatuto%20Social%20Sebrae.pdf> (acesso em 18.7.2017).

77. SEBRAE, “DIEESE. Anuário do Trabalho na Micro e Pequena Empresa 2014”, 2015, p. 17, disponível em [tps://www.sebrae.com.br/Sebrae/](https://www.sebrae.com.br/Sebrae/)

go do estudo, apenas as microempresas e empresas de pequeno porte.

3.2 Formas de financiamento atualmente utilizadas e vantagens do mercado de capitais

Não é à toa que L. L. Cantidiano elege o financiamento como um dos principais desafios enfrentados pelas empresas.⁷⁸ Apesar de o capital ser um componente indispensável para a organização das sociedades empresárias, os recursos necessários para sua criação bem como para o desenvolvimento de projetos, a inovação e o crescimento não raro mostram-se excessivamente onerosos ou, mesmo, indisponíveis no ambiente interno.⁷⁹ Isso torna necessária a busca por suporte financeiro fora da empresa.⁸⁰

Os agentes do mercado brasileiro acessam recursos externos predominantemente através de operações bancárias. De acordo com os dados mais recentes divulgados pelo BACEN, em 2014 o crédito concedido por instituições financeiras a pessoas jurídicas alcançou 1.606 bilhões de Reais,⁸¹ aumentando 9,6% frente ao montante de 1.464 bilhões de

Portal%20Sebrae/Anexos/Anuario-do%20trabalho-na%20micro-e-pequena%20empresa-2014.pdf (acesso em 18.7.2017).

78. L. L. Cantidiano, “Prefácio”, cit., in L. L. Cantidiano e Rodrigo Corrêa (orgs.), *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*, p. 7.

79. A. F. Andrezo e I. S. Lima, *Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos*, 3ª ed., São Paulo, Atlas, 2007, pp. 4-8.

80. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Edital de Audiência Pública n. 05/2008”, cit., p. 13, disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0508.html (acesso em 18.7.2017).

81. Brasil, Banco Central do Brasil, “Relatório de economia bancária e crédito 2014”, pp. 7-8, disponível em http://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/rebc_2014.pdf (acesso em 18.7.2017).

Reais observado em 2013.⁸² Enquanto isso, o volume de recursos captados via oferta pública de valores mobiliários no mercado de capitais em 2014 foi de apenas 110 bilhões de Reais,⁸³ diminuindo em relação ao valor de 132 bilhões de Reais observado em 2013.⁸⁴ Em 2016 o volume chegou a 90 bilhões de Reais.⁸⁵

Este cenário mostra-se bastante problemático, tendo em vista que as condições dos financiamentos obtidos junto às instituições financeiras costumam ser desfavoráveis. Conforme aponta C. A. Rocca, o acesso a recursos em termos mais benéficos é privilégio de um pequeno grupo, constituído por empresas multinacionais e poucas grandes sociedades brasileiras.⁸⁶

No âmbito das micro e pequenas empresas o contexto geral é reproduzido, e a busca por recursos junto a instituições financeiras mostra-se uma alternativa frequentemente utilizada. Segundo dados do SEBRAE, cerca de 63% das empresas de pequeno porte e 45% das microempresas já recorreram a operações bancárias para financiamento.⁸⁷

82. Brasil, Banco Central do Brasil, “Relatório de economia bancária e crédito 2013”, pp. 5-6, disponível em https://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/rebc_2013.pdf (acesso em 18.7.2017).

83. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Boletim de mercado n. 15 (janeiro de 2015)”, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/Boletim-de-Mercado_15_201501.pdf (acesso em 18.7.2017).

84. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Boletim de mercado n. 3 (janeiro de 2014)”, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/Boletim-de-Mercado_03_201401.pdf (acesso em 18.7.2017).

85. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Boletim de mercado n. 39 (janeiro de 2017)”, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_39_201701.pdf (acesso em 18.7.2017).

86. C. A. Rocca, *Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro*, Rio de Janeiro, José Olympio, 2001, p. 27.

87. SEBRAE, “O financiamento dos pequenos negócios no Brasil. 2014”, p. 5, disponível em http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_

Contudo, a obtenção de empréstimos bancários nem sempre é simples. Numa economia tão dependente desta forma de financiamento, as constantes dificuldades de acesso ao crédito de instituições financeiras e os altos custos de sua concessão funcionam como uma limitação relevante ao crescimento das empresas. No caso das pequenas e médias este cenário é ainda mais grave. Isso porque elas se encontram em um estágio de existência ascendente, o qual, naturalmente, já demanda recursos superiores à sua capacidade de produzi-los.⁸⁸

É nesse contexto que a dificuldade de acesso ao crédito pelas micro e pequenas empresas é apontada como um dos grandes entraves ao seu crescimento.⁸⁹ No período entre abril e setembro/2016, 27% das microempresas e empresas de pequeno porte que tentaram obter empréstimos tiveram seus pedidos negados.⁹⁰ Em maio/2017, 9,8% dos

CHRONUS/bds/bds.nsf/76ac93f03bc955d91939b0896644c743/\$File/5138.pdf (acesso em 18.7.2017).

88. D. Soledade *et al.*, “Fundos de empresas emergentes: novas perspectivas de capitalização para as pequenas e médias empresas”, *Revista do BNDES* 3/24-25, n. 6, Rio de Janeiro, dezembro/1996, disponível em <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/868> (acesso em 18.7.2017).

89. T. M. Cruz, “A pequena empresa e o desafio de crescer”, dissertação (Mestrado), São Paulo, Fundação Getúlio Vargas/Escola de Administração de Empresas de São Paulo, 2003, 67 fls., p. 30, disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5573/1200302806.pdf?sequence=1> (acesso em 18.7.2017). Sobre o assunto, v. relatório do SEBRAE, de acordo com o qual 45,8% dos ex-empresários entrevistados declararam que a falta de capital de giro foi o fator crucial para a extinção de sua empresa (“Fatores condicionantes e taxa de mortalidade de empresas no Brasil: relatório de pesquisa”, 2004, p. 20, disponível em http://www.wdigital.com.br/mba/estrategia/relatorio_pesquisa_mortalidade_minas.pdf (acesso em 18.7.2017).

90. SEBRAE, “Checon pesquisa. Financiamento dos pequenos negócios: Pesquisa quantitativa”, outubro/2016, p. 20, disponível em [http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/0840ef9d054d15adc34bd614dc2826cd/\\$File/7452.pdf](http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/0840ef9d054d15adc34bd614dc2826cd/$File/7452.pdf) (acesso em 18.7.2017).

micro e pequenos empresários brasileiros decidiram não realizar novos investimentos em seus negócios devido à falta de crédito.⁹¹

Este cenário decorre do alto grau de risco das instituições em questão, expresso em fatores como a inconstância de lucratividade, índices de sobrevivência oscilantes e a ausência de um padrão de crescimento,⁹² bem como a falta de um histórico consistente que evidencie sua capacidade de pagamento e a pouca liquidez⁹³ ou, mesmo, a insuficiência de seus ativos para o fornecimento de garantias reais.⁹⁴

Não bastasse isso, o crédito obtido com tanta dificuldade pelas empresas de

91. De acordo com dados do Sistema CNDL (“Indicador de demanda por crédito e investimento do micro e pequeno empresário”, maio/2017, p. 2, disponível em <https://www.spcbrasil.org.br/impressa/indices-economicos> (acesso em 17.7.2017)). O Sistema CNDL é formado pela Confederação Nacional de Dirigentes Lojistas/CNDL, entidade que representa o varejo em escala nacional e busca, dentre outras finalidades, defender os interesses dos lojistas e demais empresários, e em especial das micro e pequenas empresas; pelas Federações das Câmaras dos Dirigentes Lojistas/FCDLs, responsáveis pela representação em âmbito estadual; pelas Câmaras de Dirigentes Lojistas/CDLs, a quem cabe a representação no âmbito municipal; pela CDL Jovem, cujo foco é o desenvolvimento de jovens empresários lojistas; e pelo Serviço Nacional de Proteção ao Crédito/SPC Brasil, que consiste num órgão administrativa e financeiramente independente que presta serviços de processamento de banco de dados – inclusive para terceiros não lojistas (“O Sistema CNDL”, disponível em <http://cdls.org.br/institucional/sistema-cndl>, acesso em 17.7.2017).

92. A. L. Viol e J. J. Rodrigues, “Tratamento tributário da micro e pequena empresa no Brasil”, Brasília, 2000, pp. 15-16, disponível em <http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-advaneiros/estudos-e-estatisticas/estudos-diversos/tratamento-tributario-da-micro-e-pequena-empresa> (acesso em 18.7.2017).

93. C. Pavani, *O Capital de Risco no Brasil*, Rio de Janeiro, E-papers, 2003, pp. 16-17.

94. D. Soledade *et al.*, “Fundos de empresas emergentes: novas perspectivas de capitalização para as pequenas e médias empresas”, cit., *Revista do BNDES* 3/25.

menor porte geralmente se limita a curto e médio prazos,⁹⁵ além de costumar ter um custo superior ao crédito concedido às demais empresas, como reflexo dos maiores riscos assumidos pela instituição financeira que o fornece.⁹⁶ Em razão disso, de acordo com estudo conduzido pela Corporação Financeira Internacional/CFI,⁹⁷ mais de 70% das microempresas brasileiras dispõem de mecanismos de financiamento insuficientes ou, mesmo, não têm acesso a qualquer forma de financiamento.⁹⁸ Nesse cenário, micro e pequenas empresas adiam planos de expansão para garantir a sobrevivência com base exclusivamente na poupança dos sócios. E, quando nem esse objetivo é alcançado, muitas sociedades extinguem-se após um breve período de funcionamento.⁹⁹

95. J. R. Securato e J. C. Securato (coords.), *Mercado Financeiro: Conceitos, Cálculo e Análise de Investimento*, 3ª ed. São Paulo, Saint Paul, 2009, p. 117.

96. A. L. Viol e J. J. Rodrigues, “Tratamento tributário da micro e pequena empresa no Brasil”, cit., Brasília, 2000, pp. 15-16, disponível em <http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/estudos-diversos/tratamento-tributario-da-micro-e-pequena-empresa> (acesso em 18.7.2017).

97. A Corporação Financeira Internacional/CFI (*International Finance Corporation/IFC*) é uma organização internacional integrante do Grupo Banco Mundial (*The World Bank*), que atua com foco no desenvolvimento, direcionado ao setor privado. Oferece serviços diversos, como financiamento, consultoria e gestão de ativos. Para mais informações, v.: Corporação Financeira Internacional, “Sobre a IFC”, disponível em http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/about+ifc_new/aboutifc-portuguese (acesso em 18.7.2017).

98. Corporação Financeira Internacional, “Access to credit among micro, small, and medium enterprises”, 2013, p. 2, disponível em <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/1f2c968041689903950bb79e78015671/AccessCreditMSME-Brochure-Final.pdf?MOD=AJPERES> (acesso em 18.7.2017).

99. L. L. Cantidiano, “Prefácio”, cit., in L. L. Cantidiano e Rodrigo Corrêa (orgs.), *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*, p. 7.

Estes dados tornam-se bastante alarmantes quando se observa a representatividade das microempresas e empresas de pequeno porte no cenário econômico brasileiro. Atualmente, 93,6% dos estabelecimentos nacionais são empresas de micro e pequeno porte, cujo faturamento total representa aproximadamente 9,1 bilhões de Reais,¹⁰⁰ o correspondente a 14,58% do Produto Interno Bruto/PIB brasileiro de 2016.¹⁰¹

Nesse contexto, o mercado de capitais surge como alternativa para o financiamento destas empresas enquanto fator essencial para seu crescimento. Ao concretizar a aproximação entre agentes com características opostas e operacionalizar o fluxo direto dos recursos financeiros disponíveis dos poupadores aos investidores,¹⁰² canalizando os recursos da sociedade para as atividades econômicas,¹⁰³ o mercado de capitais favorece a eficiência na distribuição de recursos. Este ambiente é, assim, capaz de possibilitar a canalização de recursos no sentido das micro e pequenas empresas brasileiras.

Estas, por sua vez, têm a oportunidade de estruturar os instrumentos de *equity* (participação societária) e dívidas que melhor atendam às suas necessidades de captação, com características, volume e custos ade-

100. Dados de faturamento referentes apenas às microempresas e empresas de pequeno porte aderentes ao SIMPLES Nacional. (Instituto Brasileiro de Planejamento e Tributação, “Estatísticas”, disponível em <https://www.empresometro.com.br/Home/Estatisticas> (acesso em 18.7.2017).

101. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, “Indicadores IBGE: contas nacionais trimestrais – Indicadores de volume e valores correntes. Outubro a dezembro de 2016”, p. 4, disponível em ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas_Nacionais/Contas_Nacionais_Trimestrais/Fasciculo_Indicadores_IBGE/pib-vol-val_201604caderno.pdf (acesso em 18.7.2017).

102. R. Q. Mosquera, *Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*, cit., 2ª ed., p. 22.

103. O. Nogami e C. R. M. Passos, *Princípios de Economia*, 7ª ed., São Paulo, Cengage Learning, 2016, p. 487.

quados ao seu planejamento,¹⁰⁴ e, especialmente, emitir instrumentos de longo prazo, já que a negociação no mercado secundário fornece liquidez aos valores mobiliários.¹⁰⁵ Dessa maneira, ainda que os instrumentos ofertados apresentem prazos de vencimento estendidos, a possibilidade de sua negociação no mercado secundário garante que os poupadores de recursos fiquem livres para alienar os valores mobiliários por eles adquiridos quando desejarem, de acordo com sua conveniência,¹⁰⁶ liquidando os investimentos inicialmente realizados e promovendo o retorno do capital investido ao poupador original.¹⁰⁷ Esta liberdade consiste em um dos atrativos do mercado de valores mobiliários para os investidores. Consequentemente, o mercado secundário torna-se essencial para os emissores, apesar de não abrigar fluxos de recursos a eles direcionados.¹⁰⁸

Por meio do mercado de capitais, portanto, as empresas conseguem obter recursos em volume expressivo por prazos longos, concretizando projetos de expansão, sem que os investidores precisem comprometer seus recursos pelo mesmo período.¹⁰⁹ Não é à toa que a presença de valores mobiliários

ofertados no mercado de capitais na estrutura de capital das microempresas e empresas de pequeno porte, em proporção relevante, é considerada um fator fomentador da sustentabilidade financeira de tais empresas.¹¹⁰

Ademais, o fato de o mercado de capitais ser tão pouco utilizado para o acesso de recursos por empresas no Brasil mostra que existe um grande espaço para crescimento desse ambiente como alternativa para o financiamento na esfera empresarial brasileira.

3.3 *Financiamento de microempresas e empresas de pequeno porte através de notas promissórias*

Diante do exposto, a realização de ofertas públicas de notas promissórias nos termos da Instrução CVM-566/2015 mostra-se uma alternativa interessante para a obtenção de recursos pelas micro e pequenas empresas no Brasil. A aplicação da instrução mencionada neste contexto está perfeitamente em linha com os objetivos do legislador brasileiro, que se preocupou em incentivar o desenvolvimento das pequenas empresas. Neste sentido, a Constituição Federal traz como princípio o tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte nacionais.¹¹¹ O Código Civil, por sua vez, assegura que a elas sejam

104. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Boletim de mercado n. 39 (janeiro de 2017)”, cit., p. 20, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_39_201701.pdf (acesso em 18.7.2017).

105. J. R. Securato e J. C. Securato (coords.), *Mercado Financeiro: Conceitos, Cálculo e Análise de Investimento*, cit., 3ª ed., p. 135.

106. N. Eizirik et al., *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, cit., 3ª ed., p. 10.

107. R. Q. Mosquera, *Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*, cit., 2ª ed., p. 24.

108. D. B. dos S. G. Araujo, “Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira”, cit., in Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo (org.), *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*, p. 27.

109. J. R. Securato e J. C. Securato (coords.), *Mercado Financeiro: Conceitos, Cálculo e Análise de Investimento*, cit., 3ª ed., p. 135.

110. J. P. Esperança, “Estratégia de mercado de capitais para PMEs brasileiras: diálogo sobre empreendedorismo e competitividade para PMEs entre o Brasil e a União Europeia (PMEE – 004)”, Brasília, Brasil Maior, 2013, p. 29, disponível em http://sectordialogues.org/sites/default/files/acoes/documentos/pmee04_-_perito_-_produto_final.pdf (acesso em 18.7.2017).

111. Conforme o art. 170 da CF: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...); IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País”.

aplicadas normas jurídicas diferenciadas e simplificadas.¹¹²

Pode-se considerar que as notas promissórias com os contornos dados pela Instrução CVM-566/2015 se tornaram instrumentos muito mais atrativos ao financiamento de entidades enquadradas nestas categorias. Suavizados muitos dos limites aos quais elas estavam sujeitas, tais valores mobiliários tornaram-se um meio útil de financiamento para microempresas e empresas de pequeno porte, inclusive a longo prazo – desde que sejam objeto de oferta pública com esforços restritos de distribuição e ocorra a contratação de agente fiduciário. Podem, assim, consistir em importantes ferramentas para o crescimento destas instituições através do mercado de capitais.

Particularmente importante é a possibilidade expressa de emissão de notas promissórias por sociedades limitadas, contida na referida instrução, considerando-se que a maior parte das empresas no Brasil assume este tipo societário. Dentre as 5.716.519 pessoas jurídicas empresárias existentes no Brasil em fevereiro/2017, a sociedade limitada era, indiscutivelmente, a forma de organização mais encontrada, com 5.530.531 representantes, o que correspondia a 96,74% do total de pessoas jurídicas empresárias brasileiras. A sociedade anônima correspondia a apenas 2,61% deste total, com 149.391 empresas organizadas sob essa forma.¹¹³

A organização societária sob a forma de sociedade limitada é especialmente comum no caso das microempresas e empresas de pequeno porte, estando intimamente relacionada ao próprio surgimento da sociedade

limitada.¹¹⁴ Dessa maneira, a previsão expressa do art. 2º da Instrução CVM-566/2015 no sentido de ser possível a emissão de notas promissórias por sociedades limitadas certamente aumenta o alcance da regra, incentivando sua utilização por um grupo que compreende a maior parte das empresas atualmente registradas no Brasil.

Por outro lado, para emissores registrados perante a CVM a estipulação da realização de oferta pública com registro automático, agora formalizada na Instrução CVM-566/2015, surge como uma alternativa à limitação de valor da dispensa de registro do inciso III e do § 4º do art. 5º da Instrução CVM-400/2003 e à restrição ao número de investidores e à sua profissionalização característicos da Instrução CVM-476/2009.

Verifica-se, portanto, que a edição da Instrução CVM-566/2015 foi bastante oportuna. A disciplina das notas promissórias pela CVM, baseada em instruções editadas há mais de 20 anos, necessitava da atualização e da clarificação trazidas, bem como da padronização instituída.

A alteração normativa, dessa forma, coaduna-se com o movimento natural do mercado de capitais brasileiro, mencionado por A. Lamy Filho. De acordo com o autor, no processo de desenvolvimento do mercado é essencial ouvir as exigências de seus participantes, que devem ser atendidas por meio do aperfeiçoamento do arcabouço legal e regulamentar. Segundo ele, a imobilidade das autoridades com competência normativa, longe de atrapalhar o movimento da atividade econômica, gera a obsolescência das normas em vigor.¹¹⁵

112. Nos termos do art. 970 do CC: “A lei assegurará tratamento favorecido, diferenciado e simplificado ao empresário rural e ao pequeno empresário, quanto à inscrição e aos efeitos daí decorrentes”.

113. Instituto Brasileiro de Planejamento e Tributação, “Estatísticas”, cit., disponível em <https://www.empresometro.com.br/Home/Estatisticas> (acesso em 18.7.2017).

114. H. M. D. Verçosa, *Curso de Direito Comercial: Teoria Geral das Sociedades – As Sociedades em Espécie do Código Civil*, vol. 2, São Paulo, Malheiros Editores, 2006, p. 292.

115. A. Lamy Filho, “A empresa, os minoritários e o mercado de capitais”, *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* 3/53, n. 9, São Paulo, julho-setembro/2000.

É verdade que existe no cenário nacional uma tradição cultural de recorrer aos bancos, não apenas como fonte principal de recursos financeiros, mas também como alternativa central de investimentos. Do lado dos tomadores de crédito, análise elaborada por entidades do Sistema CNDL identifica não só uma tendência à utilização de recursos bancários, mas uma efetiva barreira cultural entre as microempresas e empresas de pequeno porte e quaisquer alternativas de financiamento. De acordo com o estudo, tais sociedades muitas vezes não enxergam o crédito como ferramenta de expansão. Aquelas que o fazem acreditam que o processo pode ser excessivamente demorado, complicado e custoso, e acabam restringindo-se a utilizar os recursos do próprio empresário.

Sob a perspectiva dos poupadores, 60,8% dos cidadãos concentram seus valores excedentes junto às instituições financeiras, por meio da poupança. Além disso, 30,6% investem em previdência privada, fundos de investimento, CDB e LCI, que também costumam ser oferecidos por estas instituições. Neste sentido, 17,9% dos investidores que alocam recursos em previdência privada, 43,2% dos que adquirem cotas de fundos de investimento e 27,9% dos que possuem CDBs concentraram recursos em tais modalidades de investimento como resultado de indicação do gerente da instituição financeira.¹¹⁶ Verifica-se, portanto, uma preponderância absoluta de investimentos bancários no mercado brasileiro. Tendo em vista este ambiente cultural, é natural que a atuação no mercado de capitais seja frequentemente vista – tanto por empresas quanto por investidores – como mais burocrática e complexa, além de mais arriscada.

A escassez de informações faz com que 58,1% dos poupadores brasileiros se

considerem inaptos para escolher uma boa opção de investimento.¹¹⁷ A realidade é que o cidadão e as micro e pequenas empresas do Brasil consideram o mercado de capitais excessivamente complexo e confuso, e acabam optando por buscar ou manter seus recursos junto às instituições financeiras, por se sentirem mais seguros. No caso das empresas também é comum a utilização apenas de recursos dos sócios.

Justamente nesse contexto, a edição da Instrução CVM-566/2015 mostra-se uma ótima oportunidade para modificar o senso comum. Os procedimentos estabelecidos tornam, de fato, possível e vantajoso utilizar as notas promissórias enquanto instrumentos de investimento, de um lado, e como forma de captação de recursos para crescimento, de outro. Conferem, assim, segurança adicional na negociação destes valores mobiliários. Trata-se, pois, de um necessário primeiro passo para o desenvolvimento do mercado de ofertas públicas de notas promissórias no Brasil.

Ressalte-se, contudo, que a modernização das normas aplicáveis, verificada com a atuação da CVM em sua função normativa, não é suficiente para operar uma mudança tão relevante no mercado nacional. Para tanto faz-se essencial a divulgação do novo cenário para as empresas que necessitam captar recursos e para os investidores que desejam aplicar sua poupança e receber rendimentos. Levando-se em conta os resultados da pesquisa acima analisada, as entidades do Sistema CNDL ressaltam a importância de políticas que informem e orientem as micro e pequenas empresas acerca do processo de contratação de crédito e de seus possíveis empregos.¹¹⁸ Dessa forma, a continuidade da atuação da CVM, agora por meio de suas funções consultiva e fomentadora, faz-se necessária para que a nova regra seja efetivamente utilizada.

116. Sistema CNDL, “Educação financeira: investimentos. 2017”, pp. 2-8, disponível em <https://www.spcbrasil.org.br/pesquisas/pesquisa/2486> (acesso em 17.7.2017).

117. Idem, *ibidem*.

118. Idem, p. 5.

De acordo com M. E. F. da Rosa, a função consultiva da CVM¹¹⁹ concretiza-se por meio do esclarecimento de dúvidas dos participantes do mercado.¹²⁰ Para M. da G. F. de A. Prado tal função vai além, apresentando caráter eminentemente educativo. A autora ressalta a atuação da Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores/SOI e o Programa de Orientação e Defesa do Investidor/Prodin, bem como o Comitê Consultivo de Educação, criado pela Deliberação CVM-498, de 24.1.2006; a Semana Nacional de Educação Financeira; e a educação financeira em instituições de ensino médio.¹²¹ Por sua vez, a função de fomento da CVM¹²² consiste na atuação no sentido de desenvolver¹²³ o mercado de capitais.¹²⁴

O exercício das duas funções mencionadas pela CVM encontra-se previsto no seu Planejamento Estratégico, que ressalta o caráter instrumental da educação financeira no desenvolvimento do mercado de capitais; estabelecendo, inclusive, a possibilidade de cooperação com entidades nacionais e internacionais para garantir maior aproveitamento

119. A função consultiva da CVM está mencionada no art. 13 da Lei 6.385/1976.

120. M. E. F. da Rosa, “Regulação do mercado de capitais”, cit., in Juliana Bonacorsi de Palma e Viviane Muller Prado (coords.), *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*, pp. 18-19.

121. M. da G. F. de A. Prado, “Artigo 13”, in G. Codorniz e L. Patella (coords.), *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, pp. 318-331.

122. O art. 4º da Lei 6.385/1976 dispõe sobre a função de fomento da CVM.

123. M. E. F. da Rosa, “Regulação do mercado de capitais”, cit., in Juliana Bonacorsi de Palma e Viviane Muller Prado (coords.), *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*, p. 19.

124. Análise detalhada das atribuições listadas no art. 4º da Lei 6.385/1976 pode ser verificada em S. C. N. Cerezetti, “Artigo 4º”, in G. Codorniz e L. Patella (coords.), *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*, São Paulo, Quartier Latin, 2015, pp. 115-131.

das atividades educacionais. O documento também ressalta o desenvolvimento do mercado de capitais como mandato da autarquia.

Dentre seus objetivos, o Planejamento Estratégico elenca a obtenção de um papel de liderança na educação financeira, bem como a produção de subsídios para decisões estratégicas e operacionais, por meio de pesquisas, análises e conhecimento. Tem-se, ainda, a fixação de uma Política de Comunicação pela CVM, a qual engloba comunicados internos, boletins informativos, palestras, reuniões e *workshops*, bem como comunicados ao mercado e à imprensa.¹²⁵

4. Conclusão

O mercado de capitais é alternativa pouco utilizada pelas empresas brasileiras. Em seu processo de expansão, é natural que tais empresas necessitem de recursos para concretizar projetos e realizar investimentos. O contexto cultural brasileiro inegavelmente projeta-se como uma dificuldade relevante para o desenvolvimento do mercado de notas promissórias ofertadas publicamente.

Conforme mencionado acima, identifica-se no cenário nacional uma barreira cultural entre as microempresas e empresas de pequeno porte e quaisquer alternativas de financiamento. Estas sociedades frequentemente restringem-se ao uso dos recursos próprios de seus sócios, por considerarem o processo de obtenção de recursos excessivamente complexo e demorado. E, quando buscam recursos externos, fazem-no quase exclusivamente por meio das instituições financeiras.

Esta forma de financiamento, porém, mostra-se pouco adequada: o capital obtido

125. Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, “Planejamento Estratégico: construindo a CVM de 2023”, pp. 15-39, disponível em http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/planos/estrategico/estrategico.html (acesso em 17.7.2017).

por meio de instituições financeiras nem sempre é de fácil acesso e frequentemente apresenta como contrapartida um alto custo. Considerando a alta demanda de capital para o crescimento acentuado requerido pelo estágio de desenvolvimento de micro e pequenas empresas, aliada ao alto grau de risco que elas representam – expresso pela escassez de garantias às instituições financeiras, pela inconstância de lucratividade e pela ausência de um histórico consistente, entre outros fatores –, a dificuldade de acesso a recursos transforma-se em um dos principais entraves ao seu crescimento. Além disso, os recursos arduamente obtidos costumam estar disponíveis apenas por um prazo curto ou médio.

É nesse contexto que a maior parte das microempresas e empresas de pequeno porte brasileiras se vê restrita a mecanismos insuficientes ou, mesmo, inexistentes de obtenção de recursos em seu processo de expansão. Não é incomum, inclusive, que a expansão nem chegue a ocorrer.

O fator cultural também desempenha papel relevante do lado do público investidor. Os instrumentos bancários representam quase a totalidade dos investimentos realizados por cidadãos brasileiros, que ainda estão sujeitos a uma grande influência das instituições financeiras. Além disso, tais investidores não se sentem adequadamente capacitados para realizar uma escolha proveitosa sobre a alocação do seu capital.

Tendo em vista este cenário, é natural que a atuação no mercado de capitais seja frequentemente vista – tanto por empresas quanto por investidores – como mais burocrática e confusa, além de mais arriscada. E, de fato, o cidadão e as micro e pequenas empresas do Brasil consideram o mercado de capitais excessivamente nebuloso e complexo, e acabam optando por buscar ou manter seus recursos junto às instituições financeiras, por se sentirem mais seguros.

Diante do exposto, o mercado de capitais surge como uma opção interessante e ainda pouco explorada para o financiamen-

to das empresas em questão. A edição da Instrução CVM-566/2015 colocou as notas promissórias em evidência no âmbito desse mercado, e mostra-se uma ótima oportunidade para modificar o senso comum. Trata-se, pois, de um relevante primeiro passo para o desenvolvimento do mercado de notas promissórias ofertadas publicamente no Brasil.

Certamente, um grande avanço da Instrução CVM-566/2015 em direção às micro e pequenas empresas foi a formalização da autorização para ofertas públicas de notas promissórias por sociedades limitadas. Além disso, como consequência das alterações promovidas pela instrução mencionada, atualmente as notas promissórias podem ser utilizadas como instrumentos de financiamento em longo prazo – desde que ofertadas nos termos da Instrução CVM-476/2009, com a contratação de um agente fiduciário.

Diante de todo o exposto, conclui-se que as notas promissórias ofertadas publicamente, nos termos da regulamentação atual, consistem numa alternativa interessante para a obtenção de recursos por micro e pequenas empresas. A edição da Instrução CVM-566/2015 mostrou-se bastante útil e extremamente necessária, considerando que as normas sobre o assunto estavam em vigor há mais de 20 anos. A disciplina atual das notas promissórias pela CVM tem potencial para encorajar os participantes do mercado, em especial microempresas e empresas de pequeno porte, a considerar esses valores mobiliários como alternativa de financiamento para o seu crescimento.

Ressalte-se, contudo, que a modernização das normas aplicáveis, isolada, não é suficiente para operar uma mudança tão relevante no mercado nacional. Para tanto, faz-se essencial a conscientização das empresas que necessitam captar recursos e dos investidores que desejam aplicar sua poupança e receber rendimentos. Dessa forma, a continuidade da atuação da CVM, por meio de suas funções consultiva e fomentadora, faz-se necessária para que a nova regra seja efetivamente uti-

lizada. São essenciais, portanto, políticas que informem e orientem as micro e pequenas empresas acerca do processo de contratação de crédito e de seus possíveis empregos; bem como levem ao público investidor conhecimento sobre o processo e as vantagens de utilizar as ofertas públicas de notas promissórias como alternativa de financiamento.

Bibliografia

- ANDREZO, Andrea Fernandes, e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos*. 3ª ed. São Paulo, Atlas, 2007.
- ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. “Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira”. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo, Saraiva, 2015.
- . (org.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo, Saraiva, 2015.
- BARRETO, Zacarias. *A Lei das S/A e as Leis do Novo Mercado de Capitais*. São Paulo, Juarez de Oliveira, 2003.
- BARROS, Graciela Casanova. “Conceito de ativos financeiros (vs. valores mobiliários) após o Decreto n. 7.897/2013: registro de garantia em *clearing*”. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (coord.). *Mercado Financeiro e de Capitais: Regulação e Tributação*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- BRASIL. “Boletim de Mercado n. 39 (janeiro de 2017)”. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_39_201701.pdf (acesso em 18.7.2017).
- . “Instruções”. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html> (acesso em 18.7.2017).
- . “Mercado de valores mobiliários brasileiro. Rio de Janeiro. 2013”. Disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/LivroTOP-CVM.pdf> (acesso em 18.7.2017).
- . “Planejamento Estratégico: construindo a CVM de 2023”. Disponível em http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_infor [macao/planos/estrategico/estrategico.html](http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_infor). (acesso em 17.7.2017).
- . “Relatório de Análise: Audiência Pública SDM-01/2015 – Processo CVM n. RJ 2014-13975. 31 de julho de 2015”. Disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0115.html (acesso em 18.7.2017).
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, Renovar, 1996.
- . “Prefácio”. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo, e CORRÊA, Rodrigo (orgs.) *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*. São Paulo, Lazuli, 2005.
- . *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro, Renovar, 2002.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo, e CORRÊA, Rodrigo (orgs.) *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*. São Paulo, Lazuli, 2005.
- CARVALHOSA, Modesto. “A nova Lei das Sociedades por Ações e o mercado de capitais”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo, Dialética, 1999.
- . *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Artigos 1ª a 74*. 2ª ed., vol. 1. São Paulo, Saraiva, 1997; 7ª ed., vol. 1. São Paulo, Saraiva, 2013.
- CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (coord.). *Mercado Financeiro e de Capitais: Regulação e Tributação*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- CEREZETTI, Sheila Christina Neder. “Artigo 4º”. In: CODORNIZ, Gabriela, e PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- CODORNIZ, Gabriela, e PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- CORPORAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL. “Access to credit among micro, small, and medium enterprises. 2013”. Disponível em <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/1f2c968041689903950bb79e78015671/AccessCreditMSME-Brochure-Final.pdf?MOD=AJPERES> (acesso em 18.7.2017).

- . “Sobre a IFC”. Disponível em http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/about+ifc_new/aboutifc-portuguese (acesso em 18.7.2017).
- CORRÊA, Rodrigo, e CANTIDIANO, Luiz Leonardo (orgs.) *Governança Corporativa: Empresas Transparentes na Sociedade de Capitais*. São Paulo, Lazuli, 2005.
- CRUZ, Tiago de Melo. “A pequena empresa e o desafio de crescer”. 2003. 67 fls. Dissertação (Mestrado). São Paulo, Fundação Getúlio Vargas/Escola de Administração de Empresas de São Paulo. Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5573/1200302806.pdf?sequence=1> (acesso em 18.7.2017).
- EIZIRIK, Nelson. “Os valores mobiliários na nova Lei das S/A”. *RDM* 124/72-79. São Paulo, outubro/2001.
- . *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 1998.
- , et al. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 2011.
- ESPERANÇA, José Paulo. “Estratégia de mercado de capitais para PMEs brasileiras: diálogo sobre empreendedorismo e competitividade para PMEs entre o Brasil e a União Europeia (PMEE – 004)”. Brasília, Brasil Maior, 2013. Disponível em http://sectordialogues.org/sites/default/files/acoes/documentos/pmee04_-_perito_-_produto_final.pdf (acesso em 18.7.2017).
- HAENSEL, Thaimi, e PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. “A Instrução CVM-476 e as ofertas públicas com esforços restritos”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/1-9. São Paulo, julho-setembro/2009.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. “Indicadores IBGE: contas nacionais trimestrais – Indicadores de volume e valores correntes. Outubro a dezembro de 2016”. Disponível em ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas_Nacionais/Contas_Nacionais_Trimestrais/Fasciculo_Indicadores_IBGE/pib-vol-val_201604caderno.pdf (acesso em 18.7.2017).
- INSTITUTO BRASILEIRO DE PLANEJAMENTO E TRIBUTAÇÃO. “Estatísticas”. Disponível em <https://www.empresometro.com.br/Home/Estatisticas> (acesso em 18.7.2017).
- KÜMPPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais: do Ponto de Vista do Direito Europeu, Alemão e Brasileiro – Uma Introdução*. Rio de Janeiro, Renovar, 2007.
- LAMY FILHO, Alfredo. “A empresa, os minoritários e o mercado de capitais”. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* 3/53-56. N. 9. São Paulo, julho-setembro/2000.
- LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. “Título IV: Valores Mobiliários. Capítulo I: Natureza e Normas Gerais”. In: LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “O conceito de *security* no Direito Norte-Americano e o conceito análogo no Direito Brasileiro”. *RDM* 14/41-60. São Paulo, 1974.
- LIMA, Iran Siqueira, e ANDREZO, Andrea Fernandes. *Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos*. 3ª ed. São Paulo, Atlas, 2007.
- MACHADO FILHO, Caio, e VIDAL NETO, Ademar. “A CVM como *amicus curiae*”. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. vol. 1, t. 1. Rio de Janeiro, FGV, 2015.
- . “O conceito de valor mobiliário”. *RAE – Revista de Administração de Empresas* 25. N. 2. Abril-junho/1985.
- MOSQUERA, Roberto Quiroga. “Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo, Dialética, 1999.
- . *Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª ed. São Paulo, Dialética, 1999.
- (org.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo, Dialética, 1999.
- NOGAMI, Otto, e PASSOS, Carlos Roberto Martins. *Princípios de Economia*. 7ª ed. São Paulo, Cengage Learning, 2016.

- NOVO, Bruno, e PEREIRA FILHO, Celso Roberto. “Uma tentativa de organização lógica da Instrução CVM-400, de 29 de dezembro de 2003”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 71/1-20. São Paulo, janeiro-março/2016.
- PACHECO, Aline, et al. “CVM: limites de sua competência”. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- PALMA, Juliana Bonacorsi de, e PRADO, Viviane Muller (coords.). *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- PASSOS, Carlos Roberto Martins, e NOGAMI, Otto. *Princípios de Economia*. 7ª ed. São Paulo, Cengage Learning, 2016.
- PATELLA, Laura, e CODORNIZ, Gabriela (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- PAVANI, Cláudia. *O Capital de Risco no Brasil*. Rio de Janeiro, E-papers, 2003.
- PEDREIRA, José Luiz Bulhões, e LAMY FILHO, Alfredo. “Título IV: Valores Mobiliários. Capítulo I: Natureza e Normas Gerais”. In: LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- (coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro, Forense, 2009.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- PEREIRA FILHO, Celso Roberto, e NOVO, Bruno. “Uma tentativa de organização lógica da Instrução CVM-400, de 29 de dezembro de 2003”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 71/1-20. São Paulo, janeiro-março/2016.
- PEREIRA FILHO, Valdir Carlos, e HAENSEL, Thaimi. “A Instrução CVM-476 e as ofertas públicas com esforços restritos”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 45/1-9. São Paulo, julho-setembro/2009.
- PRADO, Maria da Glória Ferraz de Almeida. “Artigo 13”. In: CODORNIZ, Gabriela, e PATELLA, Laura (coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/1976*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- PRADO, Viviane Muller, e PALMA, Juliana Bonacorsi de (coords.). *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. “O conceito de valor mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo, Dialética, 1999.
- . “Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 41/1-5. São Paulo, julho-setembro/2008.
- ROCCA, Carlos Alberto. *Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro*. Rio de Janeiro, José Olympio, 2001.
- RODRIGUES, Jefferson José, e VIOL, Andréa Lemgruber. “Tratamento tributário da micro e pequena empresa no Brasil”. Brasília, 2000. Disponível em <http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/estudos-diversos/tratamento-tributario-da-micro-e-pequena-empresa> (acesso em 18.7.2017).
- ROSA, Maria Eduarda Fleck da. “Regulação do mercado de capitais”. In: PALMA, Juliana Bonacorsi de, e PRADO, Viviane Muller (coords.). *Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª ed. São Paulo, Malheiros Editores, 2015.
- SEBRAE. “Estatuto Social”. Disponível em <http://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Estatuto%20Social%20Sebrae.pdf> (acesso em 18.7.2017).
- . “Fatores condicionantes e taxa de mortalidade de empresas no Brasil: Relatório de Pesquisa”. 2004, p. 20. Disponível em http://www.wdigital.com.br/mba/estrategia/relatorio_pesquisa_mortalidade_minas.pdf (acesso em 18.7.2017).
- . “O financiamento dos pequenos negócios no Brasil”. 2014. Disponível em http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.

- nsf/76ac93f03bc955d91939b0896644c743/\$File/5138.pdf* (acesso em 18.6.2017).
- . “Checon pesquisa. Financiamento dos pequenos negócios: pesquisa quantitativa”. Outubro/2016, p. 20. Disponível em [http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/0840ef9d054d15adc34bd614dc2826cd/\\$File/7452.pdf](http://www.bibliotecas.sebrae.com.br/chronus/ARQUIVOS_CHRONUS/bds/bds.nsf/0840ef9d054d15adc34bd614dc2826cd/$File/7452.pdf) (acesso em 18.7.2017).
- . DIEESE. “Anuário do Trabalho na Micro e Pequena Empresa 2014”. 2015. Disponível em <https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Anuario-do%20trabalho-na%20micro-e-pequena%20empresa-2014.pdf> (acesso em 18.7.2017).
- SECURATO, José Cláudio, e SECURATO, José Roberto (coords.). *Mercado Financeiro: Conceitos, Cálculo e Análise de Investimento*. 3ª ed. São Paulo, Saint Paul, 2009.
- SICA, Lígia Paula Pires Pinto. “Os valores mobiliários e a oferta pública destes no Brasil”. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo, Saraiva, 2015.
- SISTEMA CNDL. “Educação financeira: investimentos”. 2017. Disponível em <https://www.spcbrasil.org.br/pesquisas/pesquisa/2486> (acesso em 17.7.2017).
- . “Indicador de demanda por crédito e investimento do micro e pequeno empresário”. Maio/2017. Disponível em <https://www.spcbrasil.org.br/imprensa/indices-economias> (acesso em 17.7.2017).
- . “O Sistema CNDL”. Disponível em <http://cdls.org.br/institucional/sistema-cndl> (acesso em 17.7.2017).
- SOLEDADE, Durval, *et al.* “Fundos de empresas emergentes: novas perspectivas de capitalização para as pequenas e médias empresas”. *Revista do BNDES* 3. N. 6. Rio de Janeiro, dezembro/1996. Disponível em <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/868> (acesso em 18.7.2017).
- STUBER, Walter. “Oferta pública de distribuição de notas promissórias”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* 71/1-7. São Paulo, outubro-dezembro/2015.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. “A CVM e os contratos de investimento coletivo (“boi gordo” e outros)”. *RDM* 108/91-100. São Paulo, janeiro/1997.
- . *Curso de Direito Comercial: Teoria Geral das Sociedades – As Sociedades em Espécie do Código Civil*. vol. 2. São Paulo, Malheiros Editores, 2006.
- VIDAL NETO, Ademar, e MACHADO FILHO, Caio. “A CVM como *amicus curiae*”. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro II: Doutrina, Cases & Materials*. São Paulo, Quartier Latin, 2015.
- VIOL, Andréa Lemgruber, e RODRIGUES, Jefferson José. “Tratamento tributário da micro e pequena empresa no Brasil”. Brasília, 2000. Disponível em <http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/estudos-diversos/tratamento-tributario-da-micro-e-pequena-empresa> (acesso em 18.7.2017).
- YAZBEK, Otávio. *Regulamentação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009.