INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA INSPER
LEGAL LAW OF MASTER DEGREE

ANA CLARA MARQUES DE BARROS SANTOS

O MERCADO DE CAPITAIS COMO FERRAMENTA DE FOMENTO AO DESENVOLVIMENTO SOCIAL

São Paulo
2019

ANA CLARA MARQUES DE BARROS SANTOS

O MERCADO DE CAPITAIS COMO FERRAMENTA DE FOMENTO AO DESENVOLVIMENTO SOCIAL

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao programa de Legal Law of Masters Degree de Direito dos Mercados Financeiros e de Capitais como requisito parcial para obtenção do título de pós-graduado em Direito dos Mercados Financeiros e de Capitais.

Orientador: Professora Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

Insper
São Paulo
2019

Santos, Ana Clara Marques de Barros
O mercado de capitais como ferramenta de fomento ao desenvolvimento social/ Ana Clara Marques de Barros Santos – São Paulo. 2019.
p. 46

Trabalho de Conclusão de Curso (Legal Law of Masters em Direito dos Mercados Financeiros e de Capitais – Instituto de Ensino e Pesquisa Insper, 2019
Orientador: Professora Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Mercado de Capitais. 2. Desenvolvimento Social. 3. Impacto Social. 4. Desenvolvimento Econômico

Dedico este trabalho à minha família, que é o meu tudo. Não encontraria meios de, em poucas linhas, expressar minha gratidão.

Todo o meu amor é de vocês.

Agradeço aos amigos e colegas de trabalho, pelo companheirismo, paciência e ensinamentos.

Parceria é privilégio e eu sou muito privilegiada.

Te bis moriatur.

RESUMO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso objetiva analisar as questões jurídicas e mercadológicas da atuação do Mercado de Capitais como ferramenta de fomento ao desenvolvimento socia, a fim de se avaliar se este é um meio subutilizado para este fim específico.

Palavras-chave: Mercado de Capitais, Desenvolvimento Social, Impacto Social. Desenvolvimento Econômico

ABSTRACT

The purpose of this article is to study the legal and market aspects of the Capital Markets as a tool to promote social development in order to evaluate if this is an underutilized vehicle for this specific purpose.

Keywords: Capital Markets, Social Development, Social Impact. Economic Development.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 9
1 O BRASIL E A DESIGUALDADE SOCIAL 12
2 O MERCADO DE CAPITAIS 13
2.1 Princípios Constitucionais: desenvolvimento econômico-social 13
2.2 Premissas, regulamentação e estrutura do Mercado de Capitais 18
2.3 Delimitação do Mercado de Capitais 21
2.4 Acesso ao Mercado de Capitais 23
3 INVESTIMENTO RESPONSÁVEL 29
3.1 Capitalismo Consciente 29
3.2 Impacto Social 31
4 ATIVOS FINANCEIROS E O INVESTIMENTO RESPONSÁVEL 32
CONCLUSÃO 37
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 39
BASE JURISPRUDENCIAL, JUDICIAL OU ADMINISTRATIVA. 43

INTRODUÇÃO

O Banco Mundial adota como um dos critérios para classificação de pobreza a renda inferior a US$ 5,5 por dia nos países em desenvolvimento, o que equivale a uma renda mensal de R$ 387,00 (conversão por paridade de poder de compra)[1].

No Brasil, 25,4% da população sobrevivia, em 2016, com menos de R$ 387,00 por mês.

Adicionalmente, o Instituto Brasileiro de Geografia e Pesquisa (IBGE) divulgou que 64% dos 7,4 milhões de moradores de domicílios em que vivem mulheres negras ou pardas, sem cônjuge e com filhos até 14 anos estavam abaixo dessa faixa de renda[2].

O problema da pobreza no Brasil vai desde a falta de implementação de medidas de longo prazo – como o investimento na educação – até a dificuldade de garantir direitos fundamentais a uma parcela da sociedade. Existe uma grande dificuldade de promover a inclusão social de determinados grupos.

É um cenário que se arrasta há décadas, constantemente trazido à tona e que, mesmo diante das inúmeras políticas implementadas, sempre aparenta estar mais próximo de se agravar do que de ser solucionado.

De tempos em tempos é importante que nos questionemos acerca de como nossa experiência, influência, área de atuação ou profissão pode contribuir para a construção de uma sociedade com menos injustiças sociais. Como podemos melhorar o ambiente em que estamos inseridos nos utilizando dos conhecimentos que adquirimos ao longo do tempo?

Vivemos em um país onde ativos financeiros são pouco (ou nada) compreendidos pela população em geral e até mesmo por profissionais do direito. Criou-se uma redoma na qual o mercado de capitais tornou-se um tema que deve ser discutido apenas por aqueles que têm formação em ciências econômicas ou considerável conhecimento em finanças.

Precisamos encontrar meios de superar estas barreiras imaginárias e reavaliar a forma que os produtos do mercado estão sendo utilizados e se estes estão

---

[1] RENAUX, Pedro. Um quarto da população vive com menos de R$ 387 por mês. Agência IBGE, Rio de Janeiro, 15 dez. 2017. Disponível em <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/18825-um-quarto-da-populacao-vive-com-menos-de-r-387-por-mes.html>. Acesso em 18 ago. 2018.

[2] Ibidem.

preterindo os índices rentabilidade econômica aos princípios norteadores do desenvolvimento econômico, que por sua vez pressupõem o bem-estar e o desenvolvimento social.

Ao abordar um viés social, trazemos de volta a verdadeira finalidade dos mercados financeiro e de capitais que é o desenvolvimento econômico de uma nação, e não a maximização de ganhos dos investidores a qualquer custo.

Não existe mais espaço para a miséria e a desigualdade social. Não é admissível outra forma de desenvolvimento que não o sustentável, sob todas as suas acepções.

O curso de Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais objetiva a compreensão e análise crítica, a partir de uma perspectiva multi e interdisciplinar, as questões regulatórias e práticas de produtos dos mercados financeiro e de capitais[3].

Avaliar a possibilidade de utilizar produtos do mercado de capitais, tais quais as debêntures e outros papéis negociados em ambiente de bolsa como meio de viabilizar o desenvolvimento social é, sem dúvidas, trazer uma perspectiva multidisciplinar a produtos que são usualmente avaliados apenas sob as óticas jurídica e financial.

Quando analisamos materiais que versam sobre o mercado de capitais, não encontramos com facilidade uma perspectiva social do assunto. No mais das vezes, são abordados os aspectos regulatórios do funcionamento do mercado e não sua aplicabilidade ou função social.

Este é um tema que, apesar de toda a sua complexidade, ainda é pouco debatido já que, infelizmente, os problemas sociais muitas vezes ficam em segundo plano quando o assunto são ativos financeiros.

O Brasil tem muitos problemas e nenhum com prognóstico otimista de solução, especialmente a médio e longo prazo. O mercado de capitais brasileiro ainda não está em voga nas discussões socioeconômicas, mas pode oferecer uma nova perspectiva ao assunto.

O mercado de capitais tem características muito particulares e analisá-lo como uma ferramenta de fomento ao desenvolvimento social, por meio da captação de

---

[3] INSPER. São Paulo, SP, 2018. LL.M. Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais. Disponível em <https://www.insper.edu.br/pos-graduacao/direito/direito-dos-mercados-financeiro-e-de-capitais/>. Acesso em: 15 mar. 2019.

recursos por empresas de impacto social junto ao público geral, ainda não é algo tão óbvio.

Como consequência do vanguardismo do tema, será um desafio trazer à análise um tom de debate, já que não há muitos posicionamentos acadêmicos sobre a temática.

O maior problema de promover incentivos a investidores, que são altamente capacitados para a administração de suas carteiras de investimento e vislumbram o lucro como finalístico e prevalecente, é que isso iria de encontro a outra grande preocupação brasileira: a desigualdade social.

Com isso em mente, vamos analisar os princípios e premissas que guardam relação com o desenvolvimento social e econômico, contrapondo as questões mercadológicas inerentes ao Mercado de Capitais.

1 O BRASIL E A DESIGUALDADE SOCIAL

Um estudo de Pedro Herculano Guimarães e Marcelo Medeiros[4] que analisou 29 países concluiu que a parcela mais rica da população brasileira recebe mais de 15% da renda nacional. Outro dado importante que podemos obter com o estudo é que 1% da população brasileira que está entre os mais ricos do Brasil concentra entre 22% e 23% do total da renda do país.

Ainda, um estudo conduzido pelo Instituto Datafolha e publicado pela Folha de São Paulo em 06/12/2017 apontou que 88% dos brasileiros acreditam que estão inseridos na metade mais pobre da sociedade e metade dos entrevistados entendem que para estar entre os 10% mais ricos é necessário ter renda mensal superior a R$ 20.000,00[5].

Se interpretarmos estes dados em conjunto com os dados divulgados pelo IBGE na Pesquisa Nacional por Amostragem de Domicílio (PNAD) que demonstrou que aqueles que têm renda mensal superior a R$ 27.213,00 estão entre o 1% mais ricos do Brasil e que esta renda é cerca de 36 vezes maior que o rendimento mensal médio de metade da população brasileira – que foi de R$ 754,00 em 2017[6] – podemos concluir que a população brasileira sequer mensura o problema da desigualdade social por ter dificuldade de se classificar na pirâmide social.

Segundo a Organização não Governamental (ONG) britânica Oxfam, em seu relatório sobre as desigualdades sociais brasileiras[7], um dos fatores que perpetuaria as desigualdades sociais seriam as políticas de tributação da renda da pessoa física,

---

[4] MEDEIROS, Marcelo; SOUZA, Pedro Henrique G. Ferreira de. 2017. The concentration of income at the top in Brazil, 2006-2014. Working Paper No. 163. International Policy Centre for Inclusive Growth, Brasília, nov. 2017. Dospiível em <http://www.ipcig.org/pub/eng/WP163_The_concentration_of_income_at_the_top_in_Brazil.pdf>. Acesso em 18 ago. 2018.

[5] MAIA, Katia; GRAJEW, Oded. Desigualdade no Brasil, onde você está? Folha de São Paulo, São Paulo, 06 dez 2017. Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/opiniao/2017/12/1940925-desigualdade-no-brasil-onde-voce-esta.shtml?loggedpaywall>. Acessado em: 18 ago. 2018.

[6] AGÊNCIA IBGE. PNAD Contínua: 10% da população concentravam quase metade da massa de rendimentos do país em 2017. Editoria: Estatísticas Sociais. Agência IBGE, Rio de Janeiro, 11 abr. 2018. Disponível em <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2013-agencia-de-noticias/releases/20843-pnad-continua-10-da-populacao-concentravam-quase-metade-da-massa-de-rendimentos-do-pais-em-2017.html>. Acesso em 18 ago. 2018.

[7] OXFAM BRASIL. GEORGES, Rafael; MAIA, Katia (Coord.); BRANT, Wanda (rev.). A distância que nos une: um retrato das desigualdades brasileiras. p. 45 et seq. 25 set. 2017. Editoração: Brief Comunicações. Disponível em: < https://www.oxfam.org.br/sites/default/files/arquivos/Relatorio_A_distancia_que_nos_une.pdf >. Acesso em: 18 ago. 2018.

sendo a isenção de Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) dos lucros e dividendos distribuídos por pessoas jurídicas um dos principais problemas.

Dito isso, Eros Roberto Grau[8], ao discorrer acerca da ordem econômica e seus princípios norteadores, faz, pertinentemente, a colocação a seguir:

> "A Constituição aí nada mais postula, no seu caráter de Constituição dirigente, senão o rompimento do processo de subdesenvolvimento no qual estamos imersos e, em cujo bojo, pobreza, marginalização e desigualdades, sociais e regionais, atuam em regime de causação circular acumulativa – são causas e efeitos de si próprias".

Assim, percebemos que a desigualdade social histórica no Brasil é tão latente e está tão impregnada em nossa sociedade, que foi necessário que o diploma jurídico máximo do país se ocupasse de apontar a justiça social[9] como fundamento da democracia para que não haja dúvidas de que esta deve ser vislumbrada como pauta prioritária.

2 O MERCADO DE CAPITAIS

2.1 Princípios Constitucionais: desenvolvimento econômico-social

O Brasil adota o modelo de economia de mercado, estando assim em consonância com os ideais do liberalismo econômico e, portanto, posicionando-se como estado liberal, cujo papel do Estado no controle da atividade econômica é o de Estado mínimo[10].

Cabe ao Estado a atuação na economia nacional, direta ou indiretamente, em situações de relevância, nas quais impere a segurança sistêmica ou interesses coletivos. A intervenção deve buscar a prevenção ou a repressão de excessos.

---

[8] GRAU, Eros Roberto. A Ordem Econômica na Constituição de 1988 Apud Comentários à Constituição Federal de 1988/coordenadores científicos: Paulo Bonavides, Jorge Miranda, Walber de Moura Agra; coordenadores editoriais: Francisco Bilac Pinto Filho, Otávio Luiz Rodrigues Júnior. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1980.

[9] Para Robert Nozick o papel do Estado deve se limitar a reparar as injustiças existentes, sem intervenção na distribuição de bens. *Apud* PORTO, Silvia Marta. Justiça Social, Equidade e Necessidade em Saúde. in S. F. Piola e S. M. Vianna (orgs.), Economia da Saúde: Conceito e Contribuição para a Gestão da Saúde. Brasília, IPEA. 2002. p.128.
a qual será determinada pelas capacidades e talentos individuais.

[10] PENA, Rodolfo F. Alves. "Economia de Mercado"; Brasil Escola. Disponível em: https://brasilescola.uol.com.br/geografia/economia-mercado.htm. Acesso em: 20 de jan. 2019.

Assim, fica caracterizado o papel do Estado como agente de regulação e planejamento econômico. Pode-se afirmar que a atuação do Estado no domínio econômico legitima-se tão somente para a proteção dos princípios constitucionais, norteadores da atividade econômica.

Em 5 de outubro de 1988 foi promulgada a Constituição da República Federativa do Brasil, momento em que o país contava com mobilização popular, demandando direitos e garantias que mais adiante compuseram o que foi chamada de Constituição Cidadã, que asseverou a busca por uma sociedade mais igualitária[11].

O preâmbulo da Constituição Federal Brasileira preconiza que deve ser assegurado o exercício de "direitos sociais e individuais, a liberdade, a segurança, o bem-estar, o desenvolvimento, a igualdade e a justiça"[12] como valores supremos de uma sociedade que preza pela equidade, fundada na harmonia social e na solução pacífica das controvérsias.

Observados os alicerces do Estado Democrático, a Carta Magna de 1988 traz, em seu Título VII, capítulo I, Da Ordem Econômica e Financeira, os princípios gerais da atividade econômica, que estão elencados no artigo 170 da Constituição Federal, conforme adiante:

> Art. 170. 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:
> I - soberania nacional;
> II - propriedade privada;
> III - função social da propriedade;
> IV - livre concorrência;
> V - defesa do consumidor;
> VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação;
> VII - redução das desigualdades regionais e sociais;
> VIII - busca do pleno emprego;
> IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

---

[11] SZEZERBICKI, Arquimedes da Silva. "Os princípios gerais da ordem econômica brasileira: avanços e efetividade desde a Constituição Federal de 1988". Disponível em: <http://eptic.com.br/wp-content/uploads/2014/12/textdisc6.pdf>. Acesso em 20 de jan. 2019.

[12] BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm>. Acesso em Acesso em: 20 de jan. 2019.

> Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei[13].

Isto posto, a cada um dos princípios elencados no rol do artigo 170 caberia análise minuciosa, a fim de verificar os parâmetros do pleno funcionamento da ordem econômica. Todavia, apenas ressaltaremos os princípios que se alinham com o objetivo deste artigo.

A propriedade privada, apontada no inciso II do artigo 170 da CF, é norteadora da própria economia de mercado. Entretanto, devemos ponderar que, ainda que o *caput* do artigo 170 da CF, somado aos seus incisos e parágrafo único, remeta à livre iniciativa, livre concorrência e ao livre exercício de qualquer atividade econômica, este mesmo dispositivo também fala em justiça social.

O constitucionalismo moderno tornou a propriedade privada em direito humano, cuja função é garantir a subsistência e a liberdade individual contra as intrusões do Estado e, com base nisso, "reconheceu-se o direito à propriedade como uma forma de evolução socioeconômica contemporânea"[14], ampliando-se o conceito constitucional de propriedade privada, alargando o instituto, passando a compreender a proteção da liberdade individual e do direito de subsistência, independendo exclusivamente da propriedade de bens materiais.

Tamanha a importância dada à propriedade em nosso modelo econômico e jurídico, o direito reconheceu que todo proprietário há de ter o dever fundamental de atender à destinação social dos bens que se encontra em seu poder.

Função social da propriedade não só é princípio norteador da ordem econômica, como também está previsto no artigo 5° da CF, inciso XXIII, como direito fundamental, imputando ao direito à propriedade – que por sua vez igualmente é direito fundamental, conforme artigo 5° da CF, inciso XXII – uma obrigação de atender a uma função social.

Na Constituição de 1946, previa-se que "o uso da propriedade será condicionado ao bem-estar social. A lei poderá, com observância do disposto no art.

---

[13] BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm>. Acesso em Acesso em: 20 de jan. 2019.

[14] MOTA NETO, José de Andrade. Princípios básicos da ordem econômica e a Constituição de 1988 sob a perspectiva de intervenção no mercado. Disponível em: < http://www.ambito-juridico.com.br/site/?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=18647&revista_caderno=9>. Acesso em: 20 jan. 2019.

141, § 16, promover a justa distribuição da propriedade com igual oportunidade para todos". Este preceito deu origem ao que ora analisamos princípio da ordem econômica e social[15].

Ao buscarmos compreender a preocupação do legislador em tutelar a "propriedade" e sua função social, é razoável que se questione o que estaria compreendido como propriedade ou, como já dito, quais seriam os "bens" sob o poder do dito proprietário aos quais se estenderia a função social. Assim, por decorrência lógica, temos o que Fábio Konder Comparato classificou como função social dos bens de produção[16] ou função social da empresa.

O conceito de empresa trazido pela Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, em seu artigo 966 é o de "atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços". O estabelecimento empresarial, por sua vez, é definido pelo artigo 1.142 do Código Civil como "o conjunto organizado de bens, materiais ou imateriais, usados no exercício de uma empresa".

Desta forma, ao abordar a função social da empresa, necessariamente está se fazendo referência à atividade empresarial em si, que se consolida na destinação à produção do conjunto organizado de bens. Estariam estes, então, sujeitos à observância da função social que é desempenhada a partir de sua utilização.

Para Fábio Ulhoa Coelho[17], a função social da empresa restará satisfeita por meio da criação de empregos, recolhimento de tributos, geração de riqueza e promoção do desenvolvimento econômico, social e cultural da comunidade em que estiver inserida, bem como pela adoção de práticas sustentáveis.

É imprescindível ressaltar que o capítulo da Constituição Federal que versa sobre a ordem econômica está, necessariamente, alinhado com as premissas da constituição em si, bem como dos fundamentos e objetivos da República Federativa do Brasil. O artigo 3º da CF, que dispõe sobre os objetivos fundamentais da República determina que:

> Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil:

---

[15] Comentários à Constituição Federal de 1988/coordenadores científicos: Paulo Bonavides, Jorge Miranda, Walber de Moura Agra; coordenadores editoriais: Francisco Bilac Pinto Filho, Otávio Luiz Rodrigues Júnior. Rio de Janeiro: Forense, 2009, págs. 1976/1977.

[16] COMPARATO, Fábio Konder. "Função social de propriedade dos bens de produção". In: Tratado de direito comercial. São Paulo: Saraiva, 2015, pp. 125-135.

[17] COELHO, Fábio Ulhoa. Princípios do direito comercial. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 37.

> I - construir uma sociedade livre, justa e solidária;
> II - garantir o desenvolvimento nacional;
> III - erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais;
> IV - promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação.

Interpretando o inciso VII do artigo 170 em conjunto com o artigo 3º, supracitados, inferimos que este princípio da ordem econômica, o Estado confere aos agentes econômicos responsabilidade solidária para a consecução de um de seus próprios objetivos, qual seja, a redução das desigualdades sociais e regionais no País.

Nesse sentido, os agentes econômicos têm o dever, conforme as suas respectivas atividades, de combater as desigualdades, não podendo a riqueza produzida no país se concentrar em determinada região, mas deve ser distribuída de maneira a beneficiar a todas as regiões do Brasil, buscando-se a justiça distributiva e proporcional.

Este é o que parte da doutrina considera como princípio de integração, no qual busca-se uma cooperação entre os setores públicos e privados, buscando-se a solução de problemas como a marginalização regional ou social. Com isso, é possível combater o federalismo assimétrico[18], ou seja, quando existem acentuadas desigualdades regionais (socioeconômicas, culturais, etc.) procura-se reverter a situação por meio de programas governamentais, bem como mediante segregação de atribuições entre os entes para amenizar as desigualdades.

A partir dos desequilíbrios e desigualdades nas regiões brasileiras a União emprega medidas necessárias para a correção dessas disparidades. Inclusive, é com base nesse princípio que a Constituição Federal, em seu artigo 43, prevê mecanismos tributários e orçamentários, podendo, para efeitos administrativos, a União “articular sua ação em um mesmo complexo geoeconômico e social, visando a seu desenvolvimento” e mitigação de diferenças regionais.

Resta demonstrado, então, que o Brasil é um Estado democrático e social de direito, devendo os agentes econômicos que exercem atividade de empresa, independentemente de se estar vinculado ao mercado de capitais, atuarem com

---

[18] SOUZA, Cristiane Castro Carvalho de. O federalismo simétrico e o federalismo assimétrico. Disponível em < http://www.conteudojuridico.com.br/artigo,o-federalismo-simetrico-e-o-federalismo-assimetrico,51580.html >. Acesso em: 23 mar. 2019.

observância aos princípios da ordem econômica que ratificam a indissociabilidade do desenvolvimento social, do econômico.

É constitucionalmente ratificada a relevância da utilização das ferramentas econômicas disponíveis, neste caso o Mercado de Capitais, como meios de alcançar um objetivo maior: a justiça social.

2.2 Premissas, regulamentação e estrutura do Mercado de Capitais

Por sistema financeiro, compreende-se todo o arcabouço jurídico que rege e regula as entidades que interferem na economia popular. Por economia popular entende-se a maneira pela qual determinado sistema econômico administra seus recursos limitados, preconizando pela satisfação das ilimitadas necessidades da população[19].

O sistema financeiro tem por premissa a persecução do desenvolvimento econômico do país, respeitando os interesses econômicos do povo, sob o manto e proteção jurídica do Estado.

Enquanto os fundamentos são as ideias centrais que justificam a regulação do sistema Financeiro Nacional, os princípios são os alicerces nos quais são sustentadas as políticas de regulação.

A promoção do desenvolvimento equilibrado do País e a utilização do sistema financeiro a serviço dos interesses da coletividade, somente são possíveis se o princípio da mobilização da poupança nacional for efetivamente observado, ou seja, o sistema financeiro deve garantir que o fluxo de capitais seja eficiente, migrando, em condições de mercado, das mãos dos que dispõem de fontes de financiamento para os que delas necessitam[20].

Para garantir a saúde e o equilíbrio econômico-financeiro e a adoção de condutas adequadas na realização dos negócios das instituições que compõem o SFN, o Banco Central do Brasil monitora e supervisiona as atividades destas instituições, em conformidade com as recomendações do Comitê de Basileia para Supervisão Bancária (*Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS)[21].

---

[19] NOGAMI, Otto; MARTINS PASSOS, Carlos Roberto. Princípios de Economia. 7. ed., ver. São Paulo: Cengage Learning, 2016. p. 5.

[20] DOTTA, Eduardo Montenegro. A Responsabilidade Dos Administradores De Fundos De Investimento No Novo Código Civil. São Paulo: Textonovo, 2005. p.85.

[21] fórum internacional para discussão e formulação de recomendações para a regulação prudencial e cooperação para supervisão bancária, composto por 45 autoridades monetárias e supervisoras de 28

As recomendações ambicionam fortalecer a capacidade de as instituições financeiras absorverem choques provenientes do próprio SFN ou dos demais setores da economia, diminuindo o risco de propagação de crises financeiras para a economia real, assim como possíveis efeitos dominó no SFN em virtude de agravamento[22].

Estas medidas estão alinhadas com o princípio da proteção da economia popular, visando continuamente o controle macroprudencial, "que foca na análise do sistema como um todo, incluindo a interconectividade entre os agentes econômicos. O objetivo é avaliar o risco sistêmico e subsidiar a tomada de decisões para assegurar a estabilidade do sistema"[23], e microprudencial, que foca no risco individual das instituições, avaliando solvência e liquidez delas.

Por fim, pelo princípio da proteção da transparência das informações, a divulgação transparente de informações relevantes ao mercado reduz a assimetria informacional dos participantes do mercado, proporcionando aos investidores a igualdade de acesso à informação e mais substância quando da tomada de decisão[24].

O artigo 192 da CF preceitua que o Sistema Financeiro Nacional (SFN) será estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em tudo que o compõe.

A Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 determina as Políticas Monetárias, Bancárias e Creditícias, bem como regulamenta as instituições que as implementam, as quais compõem o SFN, que por sua vez é estruturado a partir de órgãos reguladores, supervisores e operadores.

O órgão regulador máximo do SFN é o Conselho Monetário Nacional (CMN), que exerce poder regulamentar, determinando as diretrizes para o bom funcionamento do sistema, inclusive das demais autarquias que compõem o SFN, consubstanciado na legislação vigente.

O CMN é responsável por formular as políticas da moeda e do crédito, ou seja, é a instância que coordena a política macroeconômica do governo federal. É no CMN

---

jurisdições. BACEN. Recomendações de Basileia. Disponível em: < https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>. Acesso em: 16 jun. 2019.

[22] *Ibidem*.

[23] BACEN. Supervisão do Sistema Financeiro. Disponível em: < https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/supervisao>. Acesso em 15 mai. 2019.

[24] O art. 56 da ICVM nº 400/03, ao dispor sobre os deveres de verificação da veracidade, consistência e suficiência das informações prestadas, aos quais estão sujeitos ofertante e intermediário, salvaguarda o princípio da transparência, com vistas a mitigar eventuais assimetrias de informação entre os envolvidos na elaboração da oferta, emissor, ofertante e intermediários, e o público externo.

que é decidida a meta para a inflação, as diretrizes para o câmbio, as normas de funcionamento das instituições financeiras e outros[25].

Apesar de ser, em sua essência, um órgão deliberativo, ao CMN também é conferido poder de supervisão, tendo em vista a faculdade a ele conferida de solicitar esclarecimentos a qualquer pessoa, autoridade ou entidade sempre que julgar necessário (artigo 4º, § 4º, da Lei 4.595/64).

As autarquias de natureza supervisoras, ainda que possuam função regulamentar, têm como atividade fundamental supervisionar o funcionamento do mercado e seus participantes, em observância às diretrizes estabelecidas pelo CMN. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda que está associada ao CMN (artigo 7º, II, da Lei 4.595/64) e orienta, fiscaliza e julga as relações do Mercado de Capitais.

A CVM foi estabelecida a partir da edição da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com o objetivo de disciplinar, fiscalizar e promover o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil. É uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia, dotada de personalidade jurídica e patrimônio próprios, com autoridade administrativa independente e sem subordinação hierárquica e autonomia financeira e orçamentária[26].

O principal objetivo da CVM é zelar pelo ambiente de negociação do Mercado de Capitais, garantindo a integridade do mercado e estimulando a sua eficiência para que este possa se desenvolver meio à competição equitativa dos participantes.

Por fim, os operadores são as instituições que ofertam serviços, assumindo a posição de intermediários. Aqui podemos ressaltar a bolsa de valores, a bolsa de mercadorias e futuros (o “mercado de balcão”) – ambas atualmente operadas pela Bolsa, Brasil, Balcão (B3), entidade autorreguladora de infraestrutura do mercado financeiro que atua sob a supervisão da CVM – instituições financeiras captadoras de depósitos à vista (*e.g.* bancos múltiplos, comerciais, etc.), dentre outras.

Desta forma, podemos afirmar que o SFN é constituído por um conjunto de entidades voltadas à regulamentação, fiscalização e promoção da circulação de recursos financeiros, sendo o Mercado de Capitais uma ferramenta utilizada na

---

[25] BACEN. Sistema Finaceiro Nacional. Disponível em: < https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 22 Mar. 2019.

[26] CVM. Sobre a CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/cvm.html>. Acesso em: 29 Mar. 2019.

referida circulação de recursos e estando o seu funcionamento condicionado à obediência dos preceitos inerentes à prevalência dos interesses coletivos aos interesses individuais de agentes autônomos.

2.3 Delimitação do Mercado de Capitais

Pode ser definido como um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem por propósito a capitalização de empresas e a conferência de liquidez aos títulos por ela emitidos, atendendo às necessidades produtivas com a estruturação das empresas, bem como permitindo e orientando a participação coletiva, de forma ampla, na riqueza e nos resultados econômicos[27].

No Mercado de Capitais ocorre a mobilização direta de poupança popular[28] entre a unidade econômica deficitária e a unidade econômica superavitária, viabilizando, inclusive, que pequenos e médios montes de recurso, aportados por diferentes superavitários, se consolidem em grandes montes de capital, minorando, de certa maneira, os riscos individuais de investimentos de longo prazo e pouca liquidez[29].

O Mercado de Capitais possui a função econômica essencial de facilitar o acesso à captação de recursos não exigíveis, a partir da emissão pública de valores mobiliários, com a finalidade de financiar projetos de expansão ou para reestruturação financeira com a prorrogação do prazo de suas dívidas[30].

Salvo casos em que o valor mobiliário se constitui essencialmente por uma emissão de dívida, tal qual a debênture ou os *commercial papers*[31], não se tratam de empréstimos à empresa que capta recursos com terceiros, vez que não havendo obrigatoriedade de restituir o bem fungível, em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade[32], mas sim de remunerar os investidores, sob a forma de dividendos.

---

[27] PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. 8ª ed. São Paulo: Altas, 2016. Pág 180.
[28] Compete ao CMN estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários, nos termos do artigo 4º, da Lei 6.385/76, sendo emissão pública de valores mobiliários sem prévio registro na CVM considerada captação irregular de poupança pública, consoante o artigo 19 do mesmo diploma legal.
[29] EIZRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. Págs. 8 a 10.
[30] Ibidem. Págs. 8 a 11.
[31] Espécie de nota promissória de curto prazo, destinada a oferta pública, negociadas mediante endosso, utilizadas para obtenção de recursos a curto prazo.
[32] O artigo 586 da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002, disciplina o contrato de mútuo e o define como o empréstimo de coisas fungíveis, estando o mutuário obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.

Por conseguinte, o Mercado de Capitais é tido como um mercado de risco pois os investidores não possuem garantias de retorno dos recursos aportados, já que o retorno do investimento é indissociável do bom desempenho da empresa captadora dos recursos, que somente remunerará seus investidores por meio de dividendos se o emprego dos recursos derivar em crescimento da empresa ou, ao menos, se esta mantiver bons resultados na consecução de suas atividades sociais.

Em linhas gerais, existem dois segmentos do mercado de capitais: o mercado primário e o mercado secundário. Lembrando que esta separação não advém de determinação legal ou doutrinária em âmbito jurídico, mas de consequências econômicas relevantes.

O mercado primário é aquele em os valores mobiliários são emitidos pela companhia e ofertados para a subscrição por investidores, mediante a mobilização de poupança popular. A negociação dos valores mobiliários se dá diretamente entre a companhia e os investidores – subscritores da emissão –, e os recursos são alocados pela emissora.

A natureza jurídica de determinados valores mobiliários, como as ações, que representam frações patrimoniais de uma companhia e, portanto, não são resgatáveis em data pré-estabelecidas ou nos casos em que os valores mobiliários são considerados de longo prazo, poderia configurar uma barreira para a participação de pequenos investidores dotados de pouca liquidez no mercado.

A inviabilização da negociação com terceiros de títulos adquiridos junto a companhias eventualmente dificultaria o processo de novas emissões das companhias[33].

Sendo assim, o mercado secundário supre essa questão. É o meio pelo qual os investidores negociam e transferem entre si os valores mobiliários emitidos pelas companhias. Nesse mercado ocorre apenas a transferência da titularidade dos valores mobiliários, sendo o fluxo de recursos entre adquirentes e cedentes, não havendo alterações financeiras diretas para a companhia. O mercado secundário é o responsável por oferecer liquidez aos títulos emitidos no mercado primário.

Com relação à definição de “valores mobiliários”, a Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, trouxe, originalmente, um conceito mais restrito de valores

---

[33] PORTAL DO INVESTIDOR. Mercado Primário x Mercado Secundário. Disponível em <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/mercado_primario.html>. Acesso em 12 jun. 2019.

mobiliários, que visava a delimitação de características essenciais, cabendo aos órgãos de normatização infra-legal a elaboração e modificação do rol de produtos considerados como valores mobiliários, que foi modificado pela Lei de n 10.303, de 31 de outubro de 2001, conforme o artigo 2º do referido dispositivo:

> "Art. 2o São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei.
> I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
> II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
> III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
> IV - as cédulas de debêntures;
> V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
> VI - as notas comerciais;
> VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
> VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
> IX - 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.
> § 1o Excluem-se do regime desta Lei:
> I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
> II- os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures (...)".

A partir disso, valor mobiliário é todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, realizado por um investidor em decorrência de uma captação pública de recursos, para a aplicação de capital de risco em um empreendimento, sob o qual o investidor não possui ingerência direta, mas do qual espera auferir ganho ou benefício futuro[34].

2.4 Acesso ao Mercado de Capitais

Para aceder ao Mercado de Capitais é necessário cumprir determinados requisitos. O procedimento de abertura de capital enseja adequações jurídicas, consoante a Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e procedimentos administrativos perante a CVM.

---

[34] PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. 8ª ed. São Paulo: Altas, 2016. Pág 212.

Estará habilitada a realizar operações de oferta pública de valores mobiliários, a empresa que tem o registro de companhia aberta deferido junto à CVM, conforme as orientações da Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009.

Na emissão de valores mobiliários, se a operação for configurada como uma oferta privada, é dispensado o registro da oferta perante o órgão regulador. Porém, caso a operação seja caracterizada como uma oferta pública de valores mobiliários, a companhia emissora deverá submeter a oferta à avaliação da CVM.

Neste último caso, é facultado à companhia emissora conduzir a oferta de duas maneiras:

(a) Via Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (ICVM 400), que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e preza pela proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, por meio da garantia do tratamento equitativo a partir da primazia da transparência, com divulgação ampla e adequada de informações sobre a oferta, os valores mobiliários, a emissora e quaisquer outros envolvidos na oferta[35].

(b) Via Instrução CVM nº 476, de 10 de abril de 2008 (ICVM 476), que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados, que possui menos encargos, dispensa análise prévia ou registro da oferta mas é destinada apena para investidores profissionais[36], podendo ser ofertados os valores mobiliários para, no máximo, setenta e cinco investidores, dos quais poderão subscrever àqueles somente cinquenta deles.

---

[35] BRASIL. Instrução CVM n. 476, de 16 de janeiro de 2009. Comissão de Valores Mobiliários. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html. Acesso em: 16. jun. 2019

[36] Investidores profissionais são I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes; conforme definido na Instrução CVM n. 539, de 13 de novembro de 2013, no artigo 9º-A.

Existem, hoje, dois programas de acesso gradual à bolsa de valores, que objetivam a contribuição para o desenvolvimento do Mercado de Capitais brasileiro. São eles: o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2.

O Bovespa Mais foi idealizado para fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via Mercado de Capitais, por meio do acesso gradual, permite-se que uma empresa se adeque às condicionantes para se tornar participante do mercado, dentro de um prazo razoável, implementando os elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado, aumentando desde o princípio a exposição de tal empresa ao mercado, aumentando sua visibilidade para investidores.

O Bovespa Mais viabiliza pequenas captações de recursos para impulsionar o crescimento de pequenas e médias empresas, atraindo no mais das vezes, investidores que acreditam no potencial de desenvolvimento do negócio e geralmente possuem perspectivas de retorno de médio e longo prazo.

Esse segmento permite que a companhia emissora efetue sua listagem sem a obrigatoriedade de realização de oferta por até 7 anos, permitindo uma transição paulatina. Além disso, há isenção da taxa de análise para listagem de emissores e é concedido desconto regressivo na anuidade, sendo 100% no primeiro ano[37].

O segmento de listagem Bovespa Mais Nível 2 guarda muitas similaridades com o Bovespa Mais, porém com algumas exceções. As empresas listadas têm o direito de emitir e manter ações preferenciais (PN) – com direito a voto em matérias específicas – e, no caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o direito de tag along[38] de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.

Na data de 19 de junho de 2019 estavam listadas no segmento Bovespa Mais um total de dezesseis empresas e no segmento Bovespa Mais Nível 2 um total de duas empresas, sendo uma delas a SMARTFIT ESCOLA DE GINÁSTICA E DANÇA S.A., companhia que tem como atividade preponderante a prestação de serviços de

---

[37] B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Segmentos de listagem – Bovespa Mais. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/. Acesso em: 18 jun. 2019.

[38] Direito de venda conjunta. Mecanismo de proteção para acionistas minoritários por meio do qual é concedido a estes minoritários o direito de vender suas ações caso o controle da companhia seja alienado, para o próprio adquirente.

condicionamento físico, por meio de academias de ginástica, musculação, dança e natação, com um patrimônio líquido de aproximadamente R$ 1,2 bilhão[39].

De acordo com a ANBIMA, até novembro de 2018 as emissões de valores mobiliários no mercado de capitais somaram R$ 196,0 bilhões, 7,0 % acima do registrado no mesmo período de 2017 – R$ 183,2 bilhões. As debêntures foram as principais emissões em 2018, somando R$ 126,7 bilhões, o que corresponde à 65,0% do total emitido. Na sequência, as Notas Promissórias vêm com um volume de emissão de R$ 25,2 bilhões e os papéis de securitização somam juntos R$ 20,6 bilhões, tendo tido recuo em suas emissões, assim como as emissões da renda variável (ações) que teve volume emitido registrado de R$ 6,9 bilhões[40].

No mais, segundo o CODEMEC[41], a emissão destes valores mobiliários se dá, em sua maioria, por empresas de grande porte, que são as principais beneficiadas pelo exigível financeiro oriundo de poupança popular, cujo custo de captação é menos oneroso que a captação via mercado de crédito, mas que, entretanto, apenas 6% das grandes empresas participam do mercado de capitais (seja via mercado de dívida, seja via mercado de ações), conforme o quadro abaixo:

TAMANHO (faturam.)	Número Empresas Brasil	Cias Abertas Não Financeiras	%	Empresas Fechadas que emitiram debêntures (2009 a 2012)	%	Número Empresas Não Financeiras que participam do mercado de capitais (*)	%
Grande(acima de R$ 400 milhões)	5.000	195	3,90%	99	1,98%	294	5,88%
Média (entre 20 e 400 milhões)	30.000	78	0,26%	72	0,24%	150	0,50%
Pequena (menor de 20 milhões)	4.500.000	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Total	**4.535.000**	**273**	**0,01%**	**171**	**0,00%**	**444**	**0,01%**

(*) Estimativa só considera empresas SA fechadas que emitiram debêntures, não considera a utilização de outros títulos corporativos como FDICs, CRIs, Venture Capital, etc.
Fonte: IBGE, BM&FBOVESPA, ANBIMA e Centro de Estudos do IBMEC

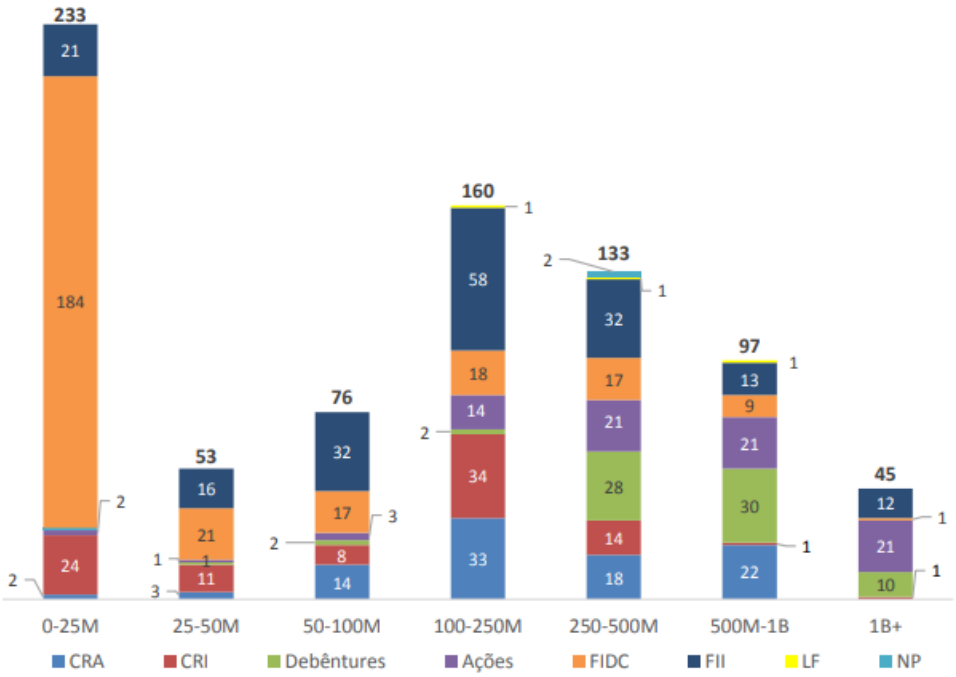
Fonte: Comitê para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais – CODEMEC. 2019.

[39] Informações obtidas a partir da ferramenta de busca de empresas listada na B3, aplicado o filtro por segmento, disponibilizada no sítio eletrônico da B3: < http://bvmf.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/empresas/ExecutaAcaoConsultaInfoEmp.asp?CodCVM=24260&ViewDoc=1&AnoDoc=2019&VersaoDoc=1&NumSeqDoc=83700#a>.

[40] ANBIMA. Boletim Mercado de Capitais - Captação doméstica registra no ano volume de R$ 196,0 bilhões. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/captacao-domestica-registra-no-ano-volume-de-r-196-0-bilhoes.htm>. Acesso em 23 mar. 2019.

[41] CODEMEC. Mercado de capitais no Brasil. Disponível em: < http://codemec.org.br/empresario/o-que-e-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-no-brasil/>. Acesso em: 23 mar. 2019.

O gráfico abaixo demonstra quantas ofertas foram efetuadas entre 2012 e 2018, distribuídas por faixas de montantes subscritos. Com isso constata-se que: (i) as emissões de cotas de fundos e de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) predominaram nas faixas inferiores, de até R$ 100 milhões; (ii) ofertas de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) envolveram valores entre R$ 50 milhões e R$ 1 bilhão; (iii) as debêntures, montantes acima de R$ 250 milhões; e (vi) títulos de dívida corporativa (ações) frequentemente se situavam na faixa acima de R$ 100 milhões[42]. Veja:



M = milhões de reais, B = bilhão de reais. NP - Notas Promissórias, LF - Letras Financeiras, FIDC - Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, FII - Fundos de Investimento Imobiliário. Totais de ofertas em negrito.

Fonte: Boletim de Mercado de Capitais da ANBIMA (dez/2018)
Elaboração própria.

Fonte: O mercado de dívida corporativa no Brasil – CVM. 2019.[43]

Observa-se que empresas cujo ramo de negócio não envolvia CRI ou CRA praticamente não captaram quantias inferiores a R$ 100 milhões por meio de emissão de dívida distribuída por ofertas públicas ICVM 400 nos últimos seis anos.

---

[42] CVM – Comissão de valores Mobiliários. O mercado de dívida corporativa no Brasil - Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. Rio de Janeiro: 2019. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/estudo_cvm_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf >. Acesso em: 16 jun. 2019. p. 30.
[43] *Ibidem.* p. 31.

Em complementação às informações acima, a tabela abaixo demonstra as médias de valores subscritos nas ofertas públicas ICVM 400 e ICVM 476. Note que, com exceção às cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDIC), todos os instrumentos de dívida privada captaram, em média, valores que superaram R$ 100 milhões em ofertas públicas ICVM 400, enquanto as ofertas ICVM 476 envolveram, no geral, valores menores[44].

Valor mobiliário	Média ofertas ICVM 400	Média ofertas ICVM 476
CRA	305	69
CRI	147	80
Debêntures	714	321
Ações	1.260	983
FIDC	80	100
FII	275	83
Letras Financeiras	385	401
Notas Promissórias	335	190
Geral	**342**	**205**
Instrumentos de dívida privada	**364**	**219**

Fonte: O mercado de dívida corporativa no Brasil – CVM. 2019.[45]

Apesar de as ofertas reguladas pela ICVM 476 terem sido mais utilizadas para captações de menor volume de recursos nos últimos anos, existe um número considerável de empresas pequenas e médias que possuem necessidade de financiamento entre R$ 5 milhões e R$ 100 milhões que pouco acessam ou "não conseguem acessar o mercado de capitais por meio de ofertas públicas de dívida, especialmente companhias com potencial de crescimento e inovação, mas que não conseguem aportar garantias"[46].

Ademais, um estudo conduzido pela Deloitte, em conjunto com a B3, analisou 198 operações de oferta pública inicial de ações e ofertas subsequentes (*follow-ons*) entre janeiro de 2005 e abril de 2017, mapeou custos relacionados a estas emissões de ações. O custo para a abertura de capital no Brasil ficou em 4,8% do valor distribuído nas ofertas iniciais e o custo das operações de follow-on ficou em 3,7% do

[44] *Ibidem.* p. 30.
[45] *Ibidem.* p. 31.
[46] *Ibidem.* p. 30.

valor das ofertas[47]. Isso significa que uma captação de R$ 5 milhões requer um dispêndio entre R$ 185.000 e R$ 240.000.

À vista disso, depreende-se que apesar de existirem segmentos especiais de listagem para que empresas possam ter acesso ao Mercado de Capitais, não é verdadeira a afirmação de que há efetiva aderência à utilização do Mercado de Capitais como ferramenta de capitalização de empresas com estruturas menos significativas, sendo a emissão de títulos de dívida, de certa forma, um privilégio de companhias mais robustas.

3 INVESTIMENTO RESPONSÁVEL

3.1 Capitalismo Consciente

O Capitalismo Consciente é uma nova percepção de um mesmo modelo econômico. O objetivo fundamental do capitalismo, sob essa nova égide, deixa de ser única e exclusivamente a maximização de lucros ou a remuneração do capital próprio e passa a abarcar como objetivos coexistentes ao acúmulo de riquezas a atenção a questões sociais, éticas, ambientais, culturais, dentre outras que impactam outros agentes que também participam da economia, mesmo que indiretamente.

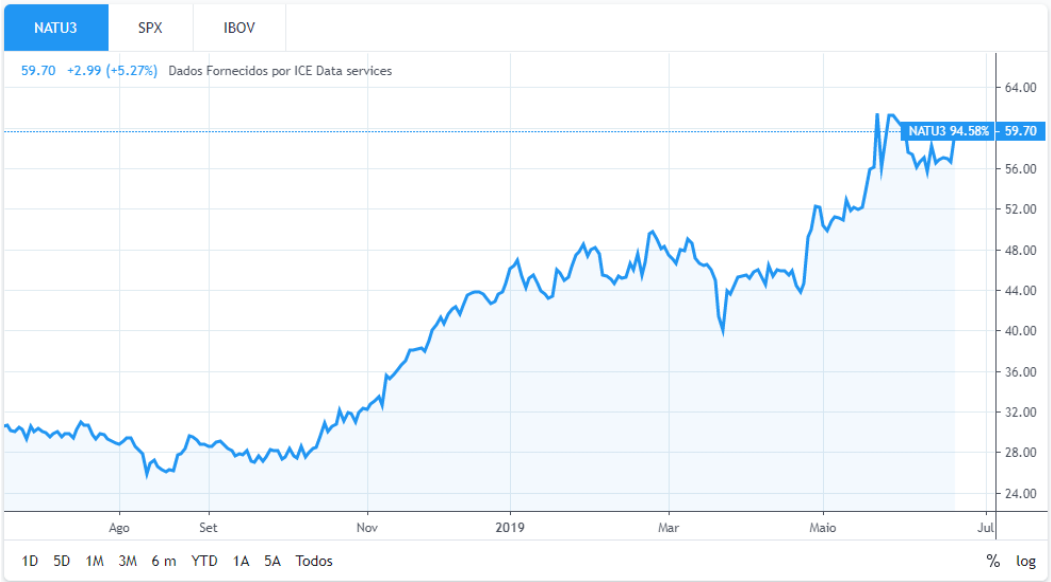
Neste sentido, nota-se o início do desvio de comportamentos e até mesmo quebra de padrões por parte de empresas consolidadas no modelo clássico de capitalismo, buscando estar cada vez mais alinhadas com esta nova perspectiva.

É possível verificar mudanças tanto no comportamento da companhia, ao adotar práticas de sustentabilidade e outros, quanto no perfil do investidor que, ao que tudo indica, endossa essa práticas, reagindo de maneira positiva no Mercado de Capitais – independentemente de fazê-lo por alinhamento com os princípios e valores da instituição (senso de responsabilidade solidária ao investir em uma empresa que não adota tais práticas) ou por vislumbrar resultados financeiros na adoção desta postura da companhia.

De toda forma, abaixo, gráfico de ações NATU3, da Natura Cosméticos S.A. – reconhecida por sua cultura de consciência socioambiental:

---

[47] DELOITTE. Custo para a abertura de capital está em torno de 4,8% do valor da oferta inicial, aponta estudo da Deloitte. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/br/pt/footerlinks/pressreleasespage/pesquisa-custos-para-abertura-de-capital-2017.html#>. Acesso em: 19 jun. 2019.



Deste modo, o Professor Augusto de Vasconcellos, Coordenador Geral do Fórum de Inovação da FGV/EAESP[48], elenca 3 (três) fatores principais existentes na raiz do Capitalismo Consiente, sendo eles:

(a) A crescente preocupação com a degradação ambiental e com a disseminação da miséria;

(b) A conscientização de que a solução dos problemas acima mencionados só será possível com a participação ativa do empresariado;

(c) O impulso dado pela Organização das Nações Unidas na determinação dos Objetivos do Milênio, bem como pela criação do Pacto Global (que definiu os princípios de envolvimento do setor privado na solução dos problemas da humanidade).

De acordo com o Professor Raj Sisodia, um dos fundadores da “Conscious Capitalism”, organização sem fins lucrativos dedicada a cultivar a teoria e a prática desta nova interpretação dada ao capitalismo, “as práticas não são novas nem recentes, mas apenas agora foram identificadas e documentadas”[49].

Todavia, engana-se quem de fato acredita na mudança da essência do capitalismo, atenuando a importância do lucro, isto continua sendo seu objetivo primordial, a grande diferença está na reconsideração do pensamento de obter lucro

---

[48] NAPRATICA. O que é capitalismo consciente? Disponível em: < https://www.napratica.org.br/o-que-e-capitalismo-consciente/>. Acesso em: 22 mar. 2019.

[49] Vídeo “Reimagining Capitalism with Higher Consciousness: Raj Sisodia at TEDxNewEngland”. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=O8faXr6WhCM>. Acesso em 22 mar. 2019.

“a qualquer custo”, passando a considerar as contrapartidas sociais mediante o risco fracasso pelo esgotamento de recursos.

Portanto, o Capitalismo Consciente aqui abordado nada mais é do que uma adaptação do modelo em que o *stockholder*[50] é a figura central e principal, a partir da necessidade de solucionar os problemas globais ocasionados por ele próprio. O protótipo em desenvolvimento pretende um maior equilíbrio para os interesses dos *stakeholders*[51].

3.2 Impacto Social

É o efeito de uma ação a médio ou longo prazo em escala social[52].

O conceito de bem-estar criado por Amartya Sen[53], segundo o qual amplia-se os elementos que devem ser ponderados quando da determinação de diretrizes de combate à pobreza, fome e desigualdade, avoca a “abordagem das capacitações”.

Sen propõe a busca por igualdades reais, entendida como a garantia de condições mínimas (meios) para que seja possível vislumbrar condições dignas de sobrevivência (fins), sopesadas as particularidades dos participantes.

Ou seja, para que um indivíduo possa viver de uma maneira que julgue individualmente adequada, é necessário que ele possua os meios que viabilizem esta realidade.

Muito além da classificação de poder econômico e renda, Sem traz a percepção de dignidade sob a perspectiva dos “estados de existência ou ser”, que deixa de se preocupar com “ter comida” e passa a se preocupar com “estar nutrido” para poder, por si próprio, ser funcional e desempenhar atividades que tragam auto valorização.

Nesta linha, a Social Good Brasil comenta iniciativas que podem gerar impacto social, a partir de uma atuação que lute pela redução da assimetria de informação entre classes sociais e a facilitação do acesso a serviços básicos (como educação, saúde, saneamento e moradia) para a reduzindo assim as desigualdades sociais.

---

[50] Acionistas. Quem detém a participação acionária em uma companhia.

[51] Em tradução livre é “aquele que detém interesses”. Na prática, são aqueles que sofrerão impacto direto ou indireto a partir da condução dos negócios da companhia – podendo ser, inclusive, o meio ambiente.

[52] SOCIAL GOOD BRASIL. O que é impacto social, como gerá-lo e porque ele vem em primeiro lugar. Disponível em: <https://socialgoodbrasil.org.br/laboratorio/o-que-e-impacto-social-como-gera-lo-e-porque-ele-vem-em-primeiro-lugar/>. Acesso em: 19 jun. 2019.

[53] BELTRAME, Bruno; MATTOS, Laura Valladão de. As críticas à teoria da escolha social de Kenneth Arrow. Nova Economia: v.27 n.1. 2017. págs. 83 a 85.

É preciso estimular que haja disponibilidade de informações para todos, permitindo uma maior atuação em questões inerentes à cidadania, incentivando a autonomia pela aproximação das pessoas dos meios de produção ou pela qualificação funcional, permitindo que indivíduos possam viver melhor, com mais independência.

E, claro, impactar pessoas em larga escala. Levar soluções para cada vez mais pessoas, tanto por sua replicabilidade, quanto abrangência.

As empresas são grandes direcionadoras do impacto social, guardada a proporção de sua atuação junto a uma determinada comunidade, podendo o impacto que gera ser tanto positivo quanto negativo. Para o CEBDS, "o impacto social trata da soma dos resultados da presença da empresa, suas decisões e respectivas consequências, na sociedade"[54].

O impacto social está intrinsecamente relacionado ao desenvolvimento de atividade mercantil que vise lucros, por uma entidade que possua autonomia financeira mas que tenha por premissa oferecer bens ou serviços que contribuam com a qualidade de vida da população de baixa renda ou que impactem a cadeia produtiva desses bens ou serviços para promover a inclusão social.

Destarte, nada obsta que o Mercado de Capitais sirva de ferramenta para a capitalização de empresas que vislumbrem se capitalizar para exercer suas atividades, ponderando a função social da propriedade e o impacto social da condução de seus negócios.

4 ATIVOS FINANCEIROS E O INVESTIMENTO RESPONSÁVEL

A lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011 é uma iniciativa do governo brasileiro que pretende ampliar as alternativas para financiamento da economia por meio da captação a longo prazo. Em seu artigo 2º temos:

> "Art. 2º. No caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico, constituída sob a forma de sociedade por ações, dos certificados de recebíveis imobiliários e de cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio fechado, **relacionados à captação de recursos com vistas em implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa,**

[54] CEBDS – Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável. Guia da Gestão Empresarial do Impacto Social. São Paulo: 2016. Disponível em: <https://cebds.org/projetos/impacto-social/#.XQnrAohKg2x >. Acesso em: 10 jun. 2019.

> **desenvolvimento e inovação**, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, os rendimentos auferidos por pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no País sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda, exclusivamente na fonte, às seguintes alíquotas:
> I - 0% (zero por cento), quando auferidos por pessoa física; [...]" (grifo nosso)

A debênture é um título de crédito privado, emitido por sociedades anônimas, que de nos termos da Lei 6.404/76, em seu artigo 52, assegura a seus detentores o direito de crédito contra a companhia emissora.

Por meio da captação de recursos junto aos debenturistas, que ao comprarem o título de valor mobiliário adquirem um crédito contra a companhia emissora, é possível que empresas se capitalizem, valendo-se de tais recursos para financiamento de projetos, fluxo de caixa, financiamento de capital de giro, gerenciamento de dívidas, entre outros. A contraprestação pela aquisição de direitos de exigir parte da dívida de determinada companhia emissora é a remuneração do capital do debenturista ao longo do tempo.

Assim, a debênture é um direito de crédito detido por debenturistas, que são credores da empresa e esperam receber o valor principal investido acrescido de juros, pagos periodicamente, correspondente ao valor unitário da debênture na data do vencimento do título ou mediante amortizações (liquidação de parte da dívida principal por parte da companhia emissora previamente ao vencimento do título), no termos da Escritura de Emissão.[55].

O decreto Nº 8.874, de 11 de outubro de 2016, que regulamenta as condições para aprovação dos projetos na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para execução do art. 2º da Lei 12.431/11, provisiona que traz o seguinte texto:

> "Art. 2º. São considerados prioritários os projetos de investimento na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação: [...]
> § 1º Os projetos de investimento devem visar à implantação, ampliação, manutenção, recuperação, adequação ou modernização de empreendimentos em infraestrutura, **entre outros**, dos seguintes setores:
> I - logística e transporte;

---

[55] PORTAL DO INVESTIDOR. Debênture. Disponível em: <http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/debenture.html>. Acesso em: 22. mar. 2019.

> II - mobilidade urbana;
> III - energia;
> IV - telecomunicações;
> V - radiodifusão;
> VI - saneamento básico; e
> VII – irrigação. (grifo nosso)".

Complementarmente, a Portaria nº 868, do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, de 21/11/12, estabelece os requisitos para a aprovação dos projetos de investimento em seu artigo 1º[56].

Este dispositivo trouxe um benefício fiscal, a partir da isenção do recolhimento do Imposto de Renda sobre os rendimentos auferidos, aos investidores pessoa física ou não residentes que incluem em suas carteiras ativos de empresas que atuam na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Diante dessas informações, partimos do pressuposto de que ao privilegiar os investimentos em infraestrutura o governo entende que este é um elemento que promove condições de desenvolvimento socioeconômico. Oferecer uma infraestrutura adequada é um meio de obter impacto social positivo e pode viabilizar insumos produtivos para o crescimento econômico[57].

Analisando a infraestrutura social sob a ótica do IPEA, temos que "as infraestruturas sociais e urbanas envolvem, na verdade, um amplo conjunto de sistemas e suportes à vida cotidiana da população"[58], ou seja, a garantia de acesso a necessidades sociais básicas.

Neste sentido, a utilização do mercado de capitais como meio de captação, seja por meio da emissão de ações, bônus de subscrição, debêntures (conversíveis ou não em ações), ou outros títulos de emissão das companhias, por empresas que desenvolvem atividades voltadas à infraestrutura pode ser uma ferramenta auxiliar

---

[56] "§1º - São passíveis de enquadramento no caput os projetos de investimento nas áreas de produção econômica intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação – PD&I, que visem à implantação, ampliação, manutenção, recuperação, adequação ou modernização, dentre outros, de empreendimentos das seguintes cadeias produtivas: I - indústria da defesa; II - complexo da saúde; III - energias nuclear, de biomassa, eólica e fotovoltaica; IV - tecnologias da informação e comunicação; V - agricultura irrigada; VI - petróleo e gás; e VII - bens de capital para infraestrutura"

[57] INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA - IPEA. Infraestrutura social e urbana no Brasil : subsídios para uma agenda de pesquisa e formulação de políticas públicas. Brasília: 2010., Série Eixos Estratégicos do Desenvolvimento Brasileiro; Infraestrutura Econômica, Social e Urbana ; Livro 6, v. 2, passim.

[58] IPEA, opus citatum, p. 23.

eficiente no desenvolvimento econômico – e aqui compreendido o desenvolvimento social – do Brasil.

De acordo com a ANBIMA[59], importante destacar que os maiores investidores no mercado de debêntures no país são os chamados investidores institucionais, tais como fundos de investimento, *assets*, grandes bancos, seguradoras, fundos de pensão, investidores estrangeiros e também os investidores individuais.

Conforme o Boletim Informativo publicado pelo Ministério da Fazenda em dezembro de 2018, foram realizadas nos últimos seis anos, 45 Emissões de Debêntures Incentivadas ofertadas conforme a ICVM 400 (somente 06 delas em 2018) e 165 conforme a ICVM 476 (surpreendentes 72 no ano de 2018), sendo 195 dessas ofertas relacionadas a projetos de investimento na área de infraestrutura, o que importou em uma movimentação financeira de cerca de R$ 50,1 bilhões, sendo R$ 21,6 bilhões só no ano de 2018[60].

Se calcularmos uma média de recursos captados pela oferta de debêntures incentivadas via ICVM 400, tendo por base o volume financeiro anual movimentado nesta modalidade e o número de ofertas realizadas em 2018, chegaremos a um número próximo a R$ 330 milhões de captação da poupança popular por oferta realizada.

Do volume financeiro total, de ambas as modalidades de oferta, segundo o Boletim de Mercado de Capitais da ANBIMA[61], apenas 18,1% eram pessoas físicas, 37,2% investidores institucionais[62] e 44,7% intermediários e demais participantes ligados à oferta.

Meio à evolução das emissões de debêntures incentivadas houve também a questão da redução da taxa básica de juros, a Selic, em resposta ao cenário econômico brasileiro, que, no mínimo, complicou a situação das companhias que emitiram títulos privados com remuneração prefixada mais a variação de algum índice de inflação. Sendo as relações econômicas “vias de mão dupla”, ao que tudo indica,

---

[59] ANBIMA. Boletim Mercado de Capitais - Debêntures representam 65,7% das emissões no ano. 2018. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-representam-65-7-das-emissoes-no-ano.htm. Acesso em: 12. jun. 2019.

[60] MINISTÉRIO DA FAZENDA. Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas – Dezembro de 2018. Disponível em: < http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2018/boletim-de-debentures-dezembro-2018/view>. Acesso em: 19 jun. 2019.

[61] ANBIMA. Boletim de Mercado de Capitais. Debêntures representam 65,7% das emissões no ano. Publicado em 08 de novembro de 2018.

[62] Conforme definição na Instrução CVM n. 539, de 13 de novembro de 2013, no artigo 9º-B.

os debenturistas gozarão de remuneração satisfatória quando do termo das debêntures.

Em outras palavras, se era a intenção do legislador fomentar o desenvolvimento social e, paralelamente, promover o desenvolvimento do Mercado de Capitais pela inclusão do investidor pessoa física, o que se vê é que, apesar de oscilações nos últimos anos, apenas os investidores institucionais mantiveram a mediana relativamente estabilizada e, dado o contexto político-econômico atual do brasil, serão os principais beneficiados.

Em última instância, cabe também apontar que nenhuma das empresas que emitiram títulos de dívida privada podem, sobremaneira, ser consideradas empresas módicas que, por sua vez, tiveram algum tipo de tratamento inclusivo.

No mais, pensando em termos de infraestrutura social, e tendo em mente a crescente preocupação de alguns investidores em aportar seus recursos em negócios de impacto social, indagamos se os fundos de investimentos de impacto[63] poderiam estar inseridos nestes benefícios fiscais.

Alguns destes os fundos de investimento em participações (FIPs) são acessíveis apenas a investidores profissionais, o que significa que as pessoas físicas ou jurídicas devem ter ao menos R$ 1.000.000,00[64] aplicados no mercado para tornarem-se cotistas, não seria esta mais uma forma de beneficiar os grandes participantes do mercado e de concentrar ainda mais renda ao beneficiá-los com isenções ou reduções de tributação?

Ao conceder benefícios tributários aos investidores, necessariamente estamos retirando do orçamento público uma provisão de arrecadação com tributação da renda e, consequentemente, diminuindo os recursos do Estado para implementar suas políticas sociais.

---

[63] Fundos de Investimento que alocam seus recursos em empresas de tecnologia que desenvolvem soluções voltadas à população de baixa renda nas áreas de educação, saúde e serviços financeiros

[64] Artigo 4º da Instrução CVM Nº 578, de 30 de agosto de 2016.

CONCLUSÃO

Após analisar os princípios constitucionais e as premissas que norteiam tanto o desenvolvimento social, quanto econômico, não resta dúvida acerca da importância do combate à desigualdade social no Brasil.

A justiça social precisa ser pauta prioritária em um Estado democrático e social de direito, cabendo não só ao poder público, mas também aos agentes econômicos, de todas as formas possíveis, a observância dos princípios da ordem econômica, já para que haja desenvolvimento econômico é imprescindível que haja desenvolvimento social, e vice-versa.

O Mercado de Capitais e todos os agentes do Sistema financeiro Nacional podem e devem ser utilizados como ferramentas para a consecução da justiça social, envidando-se os melhores esforços para que haja o predomínio dos interesses coletivos aos interesses individuais de agentes autônomos.

Todavia, é precipitado afirmar que o Mercado de Capitais está maduro para servir ao desenvolvimento social, uma vez que mesmo já possuindo estruturas especiais para que pequenas empresas possam se capitalizar, a adesão por parte das empresas é ruim.

O Brasil ainda é relativamente novo na cultura de captação de poupança popular via Mercado de Capitais, havendo certa dificuldade de acesso tanto por companhias com estruturas menos significativas, quanto por parte do público investidor, surgindo, como consequência disso, uma espécie de barreira imaginária.

Adicionalmente, conclui-se que mesmo que o mundo esteja em período de transição do modelo *stockholder* e maximização de lucros, para um modelo mais equilibrado *stakeholders*, ainda não é unânime o conceito de impacto social e o seu emprego na obtenção de resultados econômicos.

O próprio Estado já revisita algumas prioridades socioeconômicas, tentando, de certa forma, delegar à iniciativa privada a reparação pela ausência daquele, buscando métodos economicamente rentáveis para os investidores, como é a ideia das debêntures incentivadas.

Infelizmente, o Brasil se vê em um momento de tantas instabilidades políticas e, por que não, econômicas e sociais, que a mera tentativa conceder benefícios tributários aos investidores para o fomento do desenvolvimento econômico traz um problema imediato que é perda de receita tributária.

Todavia, mesmo verificando que alguns agentes do mercado continuarão sendo beneficiados independentemente da direção a ser seguida, é preciso vislumbrar um quadro mais amplo, acreditando que o investimento em infraestrutura e o desenvolvimento de atividades de impacto social é a única saída a longo prazo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA IBGE. **PNAD Contínua: 10% da população concentravam quase metade da massa de rendimentos do país em 2017**. Editoria: Estatísticas Sociais. Agência IBGE, Rio de Janeiro, 11 abr. 2018. Disponível em <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2013-agencia-de-noticias/releases/20843-pnad-continua-10-da-populacao-concentravam-quase-metade-da-massa-de-rendimentos-do-pais-em-2017.html>. Acesso em 18 ago. 2018.

ANTUNES, José Engracia. **Os Instrumentos Financeiros**. 3 ed. São Paulo: Almedina, 2018.

ARAÚJO, Lorena de Fátima Sousa. **Princípios que regem a ordem econômica na Constituição Federal de 1988.** Disponível em: http://www.conteudojuridico.com.br/artigo,principios-que-regem-a-ordem-economica-na-constituicao-federal-de-1988,55484.html#_ftn10. Acesso em: 20 jan. 2019.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de listagem – Bovespa Mais.** Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/bovespa-mais/. Acesso em: 18 jun. 2019.

BACEN – Banco Central do Brasil. **Supervisão do Sistema Financeiro.** Disponível em: < https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/supervisao>. Acesso em 15 mai. 2019.

BACEN. **Recomendações de Basileia.** Disponível em: < https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>. Acesso em: 16 jun. 2019.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm>. Acesso em Acesso em: 20 de jan. 2019.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime jurídico dos fundos de investimento.** São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CEBDS – Conselho Empresarial Brasileiro para o Desenvolvimento Sustentável. **Guia da Gestão Empresarial do Impacto Social.** São Paulo: 2016. Disponível em: < https://cebds.org/projetos/impacto-social/#.XQnrAohKg2x >. Acesso em: 10 jun. 2019.

CODEMEC - Comitê para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais. **Mercado de capitais no Brasil.** Disponível em: < http://codemec.org.br/empresario/o-que-e-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-no-brasil/>. Acesso em: 23 mar. 2019.

Comentários à Constituição Federal de 1988/coordenadores científicos: Paulo Bonavides, Jorge Miranda, Walber de Moura Agra; coordenadores editoriais: Francisco Bilac Pinto Filho, Otávio Luiz Rodrigues Júnior. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

DELOITTE. **Custo para a abertura de capital está em torno de 4,8% do valor da oferta inicial, aponta estudo da Deloitte.** Disponível em: <https://www2.deloitte.com/br/pt/footerlinks/pressreleasespage/pesquisa-custos-para-abertura-de-capital-2017.html#>. Acesso em: 19 jun. 2019.

DINIZ, Rodrigo. **Fundos de investimento no direito brasileiro.** 1ª ed. São Paulo: Almedina, 2014.

DOTTA, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade Dos Administradores De Fundos De Investimento No Novo Código Civil.** São Paulo: Textonovo, 2005.

EIZRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime juríco. 3 ed. Ver. e amp. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro - Produtos e Serviços.** 21 ed. São Paulo: Qualitymark, 2017.

GONTIJO, Cláudio; GRAJEDA, Leopoldo; JACOB, Daniel. **Fundos de investimento no Brasil. Série Investidor Consciente – Volume 1.** Belo Horizonte: Instituto de Pesquisas em Finanças & Investimentos, 2011.

INSPER. São Paulo, SP, 2018. **LL.M. Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais**. Disponível em <https://www.insper.edu.br/pos-graduacao/direito/direito-dos-mercados-financeiro-e-de-capitais/>. Acesso em: 18 ago. 2018.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA - IPEA. **Infraestrutura social e urbana no Brasil : subsídios para uma agenda de pesquisa e formulação de políticas públicas**. Brasília: 2010., Série Eixos Estratégicos do Desenvolvimento Brasileiro ; Infraestrutura Econômica, Social e Urbana ; Livro 6, v. 2, passim.

MAIA, Katia; GRAJEW, Oded. **Desigualdade no Brasil, onde você está?** Folha de São Paulo, São Paulo, 06 dez 2017. Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/opiniao/2017/12/1940925-desigualdade-no-brasil-onde-voce-esta.shtml?loggedpaywall>. Acessado em: 18 ago. 2018.

MEDEIROS, Marcelo; SOUZA, Pedro Henrique G. Ferreira de. 2017. **The concentration of income at the top in Brazil, 2006-2014**. Working Paper No. 163. International Policy Centre for Inclusive Growth, Brasília, nov. 2017. Dospiível em <http://www.ipcig.org/pub/eng/WP163_The_concentration_of_income_at_the_top_in_Brazil.pdf>. Acesso em 18 ago. 2018.

MOTA NETO, José de Andrade. **Princípios básicos da ordem econômica e a Constituição de 1988 sob a perspectiva de intervenção no mercado.** In: Âmbito Jurídico, Rio Grande, XX, n. 158, mar 2017. Disponível em: <http://www.ambito-juridico.com.br/site/?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=18647&revista_caderno=9>. Acesso em: 16 jun. 2019.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas – Dezembro de 2018.** Disponível em: < http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/boletim-de-debentures-incentivadas/arquivos/2018/boletim-de-debentures-dezembro-2018/view>. Acesso em: 19 jun. 2019.

MOTA NETO, José de Andrade. **Princípios básicos da ordem econômica e a Constituição de 1988 sob a perspectiva de intervenção no mercado.** Disponível

em: http://www.ambito-juridico.com.br/site/?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=18647&revista_caderno=9. Acesso em: 20 jan. 2019.

NOGAMI, Otto; MARTINS PASSOS, Carlos Roberto. Princípios de Economia. 7. ed., ver. São Paulo: Cengage Learning, 2016.

OXFAM BRASIL. GEORGES, Rafael; MAIA, Katia (Coord.); BRANT, Wanda (rev.). **A distância que nos une: um retrato das desigualdades brasileiras.** p. 45 et seq. 25 set. 2017. Editoração: Brief Comunicações. Disponível em: < https://www.oxfam.org.br/sites/default/files/arquivos/Relatorio_A_distancia_que_nos_une.pdf >. Acesso em: 18 ago. 2018.

PENA, Rodolfo F. Alves. "Economia de Mercado"; Brasil Escola. Disponível em: <https://brasilescola.uol.com.br/geografia/economia-mercado.htm>. Acesso em: 20 de jan. 2019.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais.** 8ª ed. São Paulo: Altas, 2016.

PORTO, Silvia Marta. **Justiça Social, Equidade e Necessidade em Saúde.** in S. F. Piola e S. M. Vianna (orgs.), Economia da Saúde: Conceito e Contribuição para a Gestão da Saúde. Brasília, IPEA. 2002.

RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de capitais.** Belo Horizonte: CNBV, 1988.

SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo.** São Paulo: Malheiros, 2014.

SOCIAL GOOD BRASIL. **O que é impacto social, como gerá-lo e porque ele vem em primeiro lugar.** Disponível em: <https://socialgoodbrasil.org.br/laboratorio/o-que-e-impacto-social-como-gera-lo-e-porque-ele-vem-em-primeiro-lugar/>. Acesso em: 19 jun. 2019.

SOUZA, Cristiane Castro Carvalho de. **O federalismo simétrico e o federalismo assimétrico.** Disponível em < http://www.conteudojuridico.com.br/artigo,o-federalismo-simetrico-e-o-federalismo-assimetrico,51580.html >. Acesso em: 23 mar. 2019.

SZEZERBICKI, Arquimedes da Silva. “Os princípios gerais da ordem econômica brasileira: avanços e efetividade desde a Constituição Federal de 1988”. Disponível em: <http://eptic.com.br/wp-content/uploads/2014/12/textdisc6.pdf>. Acesso em 20 de jan. 2019.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. **Regulação e auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional.** Disponível em:< http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf >. Acesso em: 18 ago. 2018.

ULHOA COELO, Fábio. **Manual de direito comercial.** 16 ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

BASE JURISPRUDENCIAL, JUDICIAL OU ADMINISTRATIVA.

BRASIL. **Constituição (1988).** Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF, 1988.

BRASIL. **Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016.** Regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do disposto no art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, e revoga o Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011. Brasília: Palácio do Planalto Presidência da República. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2016/Decreto/D8874.htm#art9>. Acesso em: 18 ago. 2018.

BRASIL. **Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003.** Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou

secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html. Acesso em: 16. jun. 2019.

BRASIL. **Instrução CVM n. 476, de 16 de janeiro de 2009.** Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html. Acesso em: 16. jun. 2019.

BRASIL. **Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009.** Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 19. jun. 2019.

BRASIL. **Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016.** Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em < http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>. Acesso em: 18 ago. 2018.

BRASIL. **A Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.** Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília: Palácio do Planalto Presidência da República. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm>. Acesso em: 29 mar. 2018.

BRASIL. **Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 22. mar. 2019.

BRASIL. **Lei de n 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de

valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm. Acesso em. 22. mar. 2019.

BRASIL. **Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011.** Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; altera as Leis nos 11.478, de 29 de maio de 2007, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.350, de 20 de dezembro de 2010, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.248, de 23 de outubro de 1991, 9.648, de 27 de maio de 1998, 11.943, de 28 de maio de 2009, 9.808, de 20 de julho de 1999, 10.260, de 12 de julho de 2001, 11.096, de 13 de janeiro de 2005, 11.180, de 23 de setembro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, 11.909, de 4 de março de 2009, 11.371, de 28 de novembro de 2006, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 10.312, de 27 de novembro de 2001, e 12.058, de 13 de outubro de 2009, e o Decreto-Lei no 288, de 28 de fevereiro de 1967; institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga; altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e dá outras providências. Brasília: Palácio do Planalto Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431compilado.htm>. Acesso em: 18 ago. 2018.

BRASIL. **Portaria nº 868, de 23 de novembro de 2012.** Estabelece os requisitos para a aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários nas áreas de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, e os procedimentos para o acompanhamento de sua implementação, para efeitos do Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011. Brasília: Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação.