TIAGO MOLINA FERREIRA

OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS: O REGIME DE REGISTRO OBRIGATÓRIO E HIPÓTESES DE DISPENSA

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Dra. Juliana Krueger Pela

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

SÃO PAULO - SP

2018

TIAGO MOLINA FERREIRA

OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS: O REGIME DE REGISTRO OBRIGATÓRIO E HIPÓTESES DE DISPENSA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob orientação da Professora Dra. Juliana Krueger Pela.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
SÃO PAULO - SP
2018

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

Ferreira, Tiago Molina.
Oferta pública de distribuição de valores mobiliários: o regime de registro obrigatório e hipóteses de dispensa / Tiago Molina Ferreira; Orientadora: Juliana Krueger Pela – São Paulo, 2018.
409.

Dissertação (Mestrado – Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2018.

1. Mercado de valores mobiliários. 2. Oferta pública de distribuição de valores mobiliários. 3. Divulgação de informações. 4. Registro obrigatório. 5. Hipóteses de dispensa de registro obrigatório. I. Pela, Juliana Krueger, orient. II. Título.

"*In short, Congress did not take away from the citizen 'his inalienable right to make a fool of himself'. It simply attempted to prevent others from making a fool of him.*"

Louis Loss. Fundamentals of Securities Regulation (1988).

FERREIRA, Tiago Molina. *Oferta pública de distribuição de valores mobiliários: o regime de registro obrigatório e hipóteses de dispensa.* 2018. 409p. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

RESUMO

Essa dissertação tem por objeto examinar a regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários sob duplo enfoque, teórico e prático. Sob o ponto de vista teórico, procura-se discutir as razões pelas quais a regulação das ofertas públicas foi estruturada em torno da política de ampla divulgação de informações. Quanto ao enfoque prático, o objetivo é apresentar de forma organizada e sistematizada, e analisar criticamente, as diferentes hipóteses de registro, além das dispensas de requisitos e dispensas do próprio registro de distribuição de valores mobiliários previstas na regulação Brasileira. Para atingir esse objetivo, a dissertação está dividida em duas partes. Na primeira parte, o Capítulo I é dedicado a analisar as duas principais teorias de regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, quais sejam, a teoria da regulação por meio da política de ampla divulgação de informações e a teoria da regulação substantiva, assim como são apresentadas algumas propostas de modelos alternativos, como a escolha de regulação pelos emissores e a regulação sobre investidores. O Capítulo II da primeira parte tem por escopo demonstrar que o registro de distribuição e o registro de emissor são apenas instrumentos para exigir o cumprimento da política de ampla divulgação de informações. Por se tratar de mero instrumento, a exigência de registro de distribuição poderá ser dispensada ou atenuada quando for demonstrado que o público investidor foi adequadamente informado por outros meios que não pelo registro. A segunda parte da dissertação é dedicada ao estudo da regulação brasileira sobre as ofertas públicas de distribuição. O Capítulo I discute o que caracteriza oferta pública de distribuição de valores mobiliários no Brasil e quando o registro pode ser dispensado em razão do relacionamento previamente existente entre emissores, ofertantes e investidores. O Capítulo II mostra como a CVM administra a política de ampla divulgação de informações no mercado de capitais local, tanto pela aplicação do sistema de duplo registro, quanto pela imposição de obrigações e de um amplo regime de responsabilidades às instituições intermediárias. Os Capítulos III, IV, V e VI da segunda parte estão focados na análise da regulação em espécie, aplicável aos diferentes regimes de registro e de dispensa de registro de ofertas públicas. Por último, são apresentadas as principais conclusões alcançadas por meio desse trabalho e algumas sugestões de aprimoramento da regulação vigente no Brasil.

Palavras-chave: Mercado de valores mobiliários. Oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Divulgação de informações. Registro obrigatório. Hipóteses de dispensa de registro obrigatório.

FERREIRA, Tiago Molina. *Securities public offering: the registration rule and its exemptions.* 2018. 409p. Master's in Law Dissertation. Faculty of Law of the University of São Paulo, São Paulo, 2018.

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to analyze the regulation on securities public offerings by a twofold approach: theoretical and practical. Under the theoretical perspective, the discussion aims the reasons why the full disclosure model was adopted as a policy to regulate securities public offerings. On the practical side, the goal is to present, in an organized and systemic basis, the different hypothesis of registration, together with the exemption of requirements and exemptions of registration of public securities offerings in Brazilian regulation. To achieve such purpose, the dissertation is divided in two sections. In the first section, Chapter I analyses the major theories regarding regulation of public securities offering, which are the full disclosure theory and the substantive theory, as well certain alternative proposals for models of regulation, such as the issuer's choice and the regulation upon investors. Chapter II of first section is focused on demonstrating that the registration of public offerings and the registration of issuers are only tools to enforce the full disclosure policy. As being only an instrument, the mandatory rule of registration of securities public offerings should be waived or softened when shown that the investors got appropriately informed by any other means than the register. The second section is devoted to the Brazilian regulation over securities public offerings. Chapter I discuss when an offer could be considered as a securities public offering under Brazilian regulation and when the registration rule would be exempted based on the previous relationship amongst issuers, offerors and investors. Chapter II shows how CVM manages the full disclosure policy in the local capital markets, both by demanding compliance to the dual-system of registrations and imposing several obligations and responsibilities on the market intermediaries. Chapters III, IV, V and VI of the second section encompasses the examination of the regulation applicable to the regimes of registration and exemptions from the registration rule of public offerings. At the end, the main conclusions reached by this dissertation are presented, as well as some suggestions to improve the regulation in force in Brazil.

Key words: Securities market. Securities public offerings. Full Disclosure. Registration rule. Exemptions from the registration rule.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 1

1. Apresentação e delimitação do tema 1
2. Plano de exposição e divisão do trabalho 2

PARTE I. A TEORIA DA REGULAÇÃO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS 4

CAPÍTULO I. A RACIONALIDADE DA REGULAÇÃO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS 5

1. O embate entre o modelo de regulação substantiva e o modelo de ampla divulgação de informações 5
2. O modelo de ampla divulgação de informações como paradigma da regulação das ofertas públicas de distribuição 16
   - 2.1. A tutela do público investidor 18
     - 2.1.1. Suporte para decisão informada, refletida e independente 18
     - 2.1.2. Problemas na produção e divulgação de informações como falha de mercado: a informação como bem público 22
   - 2.2. A tutela do mercado 26
     - 2.2.1. A importância da confiança para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários 26
     - 2.2.2. Formação pública do preço dos ativos negociados 29
     - 2.2.3. Alocação eficiente de recursos 33
     - 2.2.4. Monitoramento público e privado 37
3. Críticas ao modelo de ampla divulgação de informações como paradigma da regulação das ofertas públicas de distribuição 40
   - 3.1. O mercado naturalmente oferecerá informações aos investidores 40
   - 3.2. O investidor não é melhor protegido pela atual política de ampla divulgação de informações 43

3.3. A certificação das ofertas por meio da cadeia de intermediários torna desnecessária a imposição da política de ampla divulgação de informações.....45
3.4. Subsídio indevido a autoridades e instituições intermediárias 48
3.5. Restrições a novos entrantes no mercado 51
3.6. Divulgação de informações comercialmente e concorrencialmente sensíveis .52
4. Alternativas ao modelo de ampla divulgação de informações 53
4.1. A escolha do regime de divulgação de informações pelos emissores 54
4.2. A substituição da regulação dos emissores pela regulação dos investidores....62

CAPÍTULO II. O REGISTRO COMO INSTRUMENTO DE APLICAÇÃO DA POLÍTICA DE AMPLA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES.....72
1. O sistema de duplo registro 73
2. Dispensa ou simplificação do processo de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários 76
2.1 Acesso prévio a informações que seriam divulgadas por meio do registro da oferta pública.....79
2.2 Independentemente do acesso prévio a informações, quando o valor do investimento for pouco relevante 83
2.3 Independentemente do acesso a prévio a informações, quando o número de investidores for limitado.....84

PARTE II. A OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL.....85

CAPÍTULO I. A CARACTERIZAÇÃO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO DIREITO BRASILEIRO 85
1. Meios de exteriorização da oferta pública: esforços de colocação destinados ao público investidor em geral 88
2. Sujeitos da oferta: ofertante e público investidor.....91
2.1 Ofertante 91
2.2 Público investidor 94
2.2.1 Oferta pública para empregados 99

2.2.2 Oferta pública para credores 102
2.2.3 Oferta pública para acionistas ou cotistas 105
2.2.4 Oferta pública para clientes bancários 110
2.2.5 Oferta pública para número limitado de investidores 111
3. Objeto da oferta: os valores mobiliários 116
3.1 A construção da definição de valores mobiliários 116
3.2 Dualidade regulatória: valores mobiliários e o tratamento dispensado aos títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal e títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras 127
3.3 Valores mobiliários e moedas virtuais 135
4. Ofertas públicas e ofertas privadas: identificação de oferta pública de distribuição de valores mobiliários 139

CAPÍTULO II. A ADMINISTRAÇÃO DA POLÍTICA DE AMPLA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES 145
1. Registro de oferta pública de distribuição e registro de emissor: relacionados, mas independentes 146
2. Ofertas públicas de distribuição iniciais e subsequentes: diferentes preocupações e respostas regulatórias? 152
3. Registro de oferta pública de distribuição: decisão vinculada da CVM? 153
4. Consequências da realização de distribuição de valores mobiliários sem prévio registro na CVM 160
5. O papel das instituições intermediárias nas ofertas públicas de distribuição 164

CAPÍTULO III. REGIME GERAL DE REGISTRO OBRIGATÓRIO DE OFERTAS PÚBLICAS 170
1. Regime geral de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários: a Instrução CVM 400/2003 172
1.1 Etapa 1: da preparação até o protocolo do pedido de registro da oferta 173
1.1.1 Prospecto da oferta 173
1.1.2 Consulta a potenciais investidores antes do início da oferta (*pilot fishing*) 177
1.1.3 Divulgação da decisão de realização da oferta pública 177

1.2 Etapa 2: análise e processamento do pedido de registro da oferta 178
1.2.1 Processamento do pedido de registro da oferta 178
1.2.2 Lote adicional (*hot issue*) e lote suplementar (*green shoe*) 181
1.2.3 Coleta de intenções de investimentos (*bookbuilding*) 182
1.3 Etapa 3: do registro à liquidação da oferta 183
1.3.1 Alteração, modificação ou revogação da oferta 184
1.3.2 Encerramento da oferta: distribuição total ou parcial 186

CAPÍTULO IV. REGIME GERAL DE REGISTRO SIMPLIFICADO DE OFERTAS PÚBLICAS 188

1. Procedimento geral de registro simplificado de ofertas públicas: a Instrução CVM 471/2008 189
2. Ofertas públicas secundárias de ações admitidas à negociação em mercados organizados: art. 6º, *caput*, da Instrução CVM 400/2003 192
3. Ofertas públicas primárias de sobras de ações admitidas à negociação: art. 6º, §1º, da Instrução CVM 400/2003 193
4. Ofertas públicas de emissores com grande exposição ao mercado: os arts. 6º-A e 6º-B da Instrução CVM 400/03 197
5. Ofertas públicas vinculadas a programas de distribuição de valores mobiliários: arts. 11 a 13 da Instrução CVM 400/2003 200
6. Ofertas públicas de distribuição de letras financeiras vinculadas a programas de distribuição contínua de valores mobiliários: arts. 13-A a 13-F da Instrução CVM 400/2003 203
7. Ofertas públicas de debêntures padronizadas: a Instrução CVM 404/2004 208

CAPÍTULO V. REGIME GERAL DE DISPENSA DE REQUISITOS E DE REGISTRO DE OFERTAS PÚBLICAS 211

1. Regime geral de dispensa de requisitos e de registro de ofertas públicas por solicitação do interessado: o art. 4º da Instrução CVM 400/2003 212
1.1 Hipóteses de dispensa de requisitos e de registro de oferta pública 216
1.1.1 Valor unitário dos valores mobiliários ofertados e valor total da oferta 218
1.1.2 Plano de distribuição de valores mobiliários 220

1.1.3 Distribuição em mais de uma jurisdição 222
1.1.4 Características da oferta de permuta 223
1.1.5 Publico destinatário: localidade geográfica, quantidade e sofisticação 223
1.2 Requisitos do procedimento de registro que mais são dispensados pela CVM: a Deliberação CVM 476/2005 227
1.3 Ausência de hipóteses gerais de dispensa automática de registro e a necessidade de revisão das normas da CVM 229
2. Regime geral de dispensa automática de registro: o art. 5º da Instrução CVM 400/2003 232
2.1 Ofertas públicas de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público: o art. 5º, inciso I, da Instrução CVM 400/2003 232
2.2 Ofertas públicas de lote único e indivisível de valores mobiliários: o art. 5º, inciso II, da Instrução CVM 400/2003 238
3. Ofertas públicas com esforços restritos de distribuição: a Instrução CVM 476/2009 241
3.1 Valores mobiliários passíveis de distribuição com esforços restritos 244
3.2 Público destinatário limitado: investidores profissionais 246
3.3 Procedimento de distribuição 250
3.4 Negociação em mercado secundário dos valores mobiliários objeto de ofertas públicas com esforços restritos 255

CAPÍTULO VI. REGIMES ESPECIAIS DE OFERTAS PÚBLICAS 262
1. Oferta pública de cotas de fundos de investimento 263
1.1 Regras gerais: a Instrução CVM 555/2014 268
1.2 Ofertas públicas de fundos abertos 270
1.3 Ofertas públicas de fundos fechados 272
1.3.1 Ofertas públicas de cotas de FIP: a Instrução CVM 578/2016 275
1.3.2 Ofertas públicas de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII): a Instrução CVM 472/2008 279
1.3.3 Ofertas públicas de cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de

Investimento em Direitos Creditórios (FICFIDC): a Instrução CVM 356/2001……..285
2. Oferta pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI): a Instrução CVM 414/2004 291
2.1 Considerações preliminares 291
2.2 Formas de distribuição pública de CRI 297
2.2.1 Variações aos procedimentos de distribuição das Instruções CVM 400/2003 e 476/2009 297
2.2.2 Variações apenas no procedimento de distribuição da Instrução CVM 400/2003 300
2.2.3 Variações apenas no procedimento de distribuição da Instrução CVM 476/2009 305
3. Oferta pública de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA): a aplicação subsidiária da Instrução CVM 414/2004 306
4. Oferta pública de Notas Promissórias: a Instrução CVM 566/2015 312
4.1 Notas Promissórias passíveis de distribuição pública 314
4.2 Variações ao procedimento de distribuição da Instrução CVM 400/2003 316
5. Oferta pública de Certificado de Depósito de Valores Mobiliários (BDR): a Instrução CVM 332/2000 319
5.1 Programas de BDR 322
5.1.1 BDRs Patrocinados Nível I, II e III 323
5.1.2 BDR não patrocinados 327
6. Oferta pública de Contratos de Investimento Coletivo Hoteleiro (CIC hoteleiro) ... 328
6.1 Deliberação CVM 734/2015 333
6.2 Proposta de nova instrução normativa: Edital de Audiência Pública SDM 08/2016 339
6.2.1 Interações com a Instrução CVM 400/2003 e com a Deliberação CVM 734/2015 339
6.2.2 Registro de distribuição e registro do emissor 341
6.2.3 Limitação do público investidor 344
6.2.4 Marcos temporais 346
6.2.5 Dispensa de contratação de instituições intermediárias e o papel dos corretores de imóveis 347

7. Oferta pública de Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC): a Instrução CVM 401/2003 348
8. Oferta pública de Certificados de Investimento Audiovisual (CAV): a Instrução CVM 260/1997 355
9. Oferta pública de valores mobiliários de sociedades empresárias de pequeno porte: a Instrução CVM 588/2017 363
10. Oferta pública de Certificado de Operações Estruturadas (COE): a Instrução CVM 569/2015 373
11. Oferta pública de Contratos de Investimento Coletivo (CIC): a Instrução CVM 296/1998 380

CONCLUSÃO 384
1. Síntese Conclusiva 384
2. Considerações finais 399

BIBLIOGRAFIA 401

INTRODUÇÃO

1. Apresentação e delimitação do tema

A elaboração dessa dissertação foi guiada por dois principais objetivos.

Em primeiro lugar, compreender, com base na análise das teorias discutidas na doutrina, por quais motivos se decidiu regular as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários por meio do emprego de uma política pública específica, pautada no ideal de ampla divulgação de informações, quando haviam e continuam existindo outras possibilidades de abordagem da matéria, como a denominada regulação de mérito ou regulação substantiva.

Em segundo lugar, verificar de que forma a racionalidade da política de ampla divulgação de informações, formadora e base para a regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nas jurisdições analisadas, está refletida no atual conjunto de normas que formam o sistema de registros, incluindo hipóteses de dispensas de requisitos e hipóteses de dispensa do próprio registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no direito brasileiro.

Paralelamente a esses dois objetivos, e como subproduto da análise da regulação em espécie brasileira, pretendeu-se também apresentar de forma organizada e sistematizada as inúmeras hipóteses de simplificação, dispensa de requisitos e dispensa de registro de distribuição pública de valores mobiliários.

Por seguir uma lógica diferente das ofertas públicas de distribuição, o exame das ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários[1] não faz parte do objeto dessa dissertação de mestrado. Com efeito, enquanto nas ofertas públicas de distribuição os investidores são incitados a comprar valores mobiliários, nas ofertas públicas de aquisição os investidores são convidados a vender valores mobiliários de sua propriedade. A troca da

[1] Sobre o tema, vide CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979; OIOLI, Erik Frederico. *Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A: tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

posição jurídica de investidor para a de vendedor faz com que as preocupações da regulação sejam sensivelmente diferentes[2].

A abordagem a ser dada a este trabalho caminha de uma parte geral e mais abstrata, na qual serão analisados os principais fundamentos e aspectos relacionados à regulação das ofertas públicas de valores mobiliários, até chegar a um exame mais específico, verticalizado e aprofundado das hipóteses de registro e dispensa de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

2. Plano de exposição e divisão do trabalho

Essa dissertação de mestrado está dividida em duas Partes, cada uma subdivida em capítulos e itens próprios.

A Parte I tem como objeto examinar os fundamentos e os objetivos para o exercício, pelo Estado, de sua atuação reguladora no âmbito das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários por meio da imposição do cumprimento da política de ampla divulgação de informações.

O Capítulo 1 da Parte I está dedicado especificamente a discutir o porquê da escolha da política de ampla divulgação de informações como método para regulação não apenas das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, mas também do próprio mercado de capitais.

O Capítulo 2, por sua vez, procura relacionar a política de ampla divulgação de informações com o principal instrumento utilizado pelo Estado para assegurar o seu cumprimento: o sistema de duplo registro, de distribuição de valores mobiliários e de emissor de valores mobiliários. No Capítulo 2 também são discutidas algumas hipóteses

[2] Se nas ofertas públicas de distribuição ao investidor deve ser franqueado acesso a todas as informações do emissor, de suas atividades e negócios, para avaliar não apenas se o preço e as condições de venda dos valores mobiliários estão adequadamente demonstradas, mas também se o investimento poderá gerar os retornos esperados, nas ofertas públicas de aquisição a preocupação é mais no sentido de garantir que o investidor possa examinar se o preço oferecido reflete o verdadeiro valor dos valores mobiliários e, em caso positivo, que o ofertante tenha os recursos para liquidar a operação de compra.

teóricas em que o registro poderia se mostrar dispensável tendo em vista as características da oferta pública analisada.

A Parte II está inteiramente voltada para o exame da legislação e da regulação brasileiras sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Além de discutir como os pressupostos teóricos da Parte I influenciaram e se refletem, na prática, na regulação nacional, a Parte II também pretende contribuir para o estudo da matéria por meio da sistematização das inúmeras hipóteses de dispensa de requisitos e do próprio registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Para tanto, não se poderia deixar de analisar cada uma das quase duas dezenas de instruções normativas da CVM que disciplinam as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, com o objetivo de compará-las entre si e daí tentar extrair a racionalidade do nosso sistema de registro obrigatório e hipóteses de simplificação e de dispensa.

A esse respeito, depois do exame das instruções normativas, de vários julgados do Colegiado da CVM e de inúmeras manifestações das áreas técnicas da autarquia, consolidou-se o entendimento de que a sistematização deveria ser feita em torno de dois critérios: (a) obrigatoriedade de registro de distribuição e suas exceções (obrigatoriedade de registro, simplificação do processo de registro e dispensa de registro) e (b) tipo de valor mobiliário oferecido ao público investidor (qualquer tipo de valor mobiliário [regime geral] ou tipos específicos [regimes especiais]).

Nesse contexto, a proposta apresentada nessa trabalho divide as normas aplicáveis sobre a matéria criadas pela CVM em (a) regime geral de registro obrigatório de ofertas públicas (Instrução CVM 400/2003), (b) regime geral de simplificação de registro de ofertas públicas (Instrução CVM 400/2003 e Instrução CVM 471/2008), (c) regime geral de dispensa de registro de ofertas públicas (Instrução CVM 400/2003 e Instrução CVM 476/2009) e (d) regimes especiais de ofertas públicas (no qual se discute instruções que cuidam de aspectos específicos da oferta pública de determinados tipos de valores mobiliários).

Dessa forma, o Capítulo I da Parte II busca examinar como se caracteriza a oferta pública de distribuição de valores mobiliários segundo a legislação e regulação vigentes no

Brasil, e quando a oferta pública de distribuição de valores mobiliários pode estar isenta de registro em razão do relacionamento prévio existente entre o emissor ou o ofertante e o público investidor.

O Capítulo II analisa aspectos específicos e particularidades dos meios pelos quais a CVM procura fazer cumprir a política de ampla divulgação de informações no contexto nacional, desde a administração do sistema de duplo registro (registro de distribuição e registro de emissor) até a imposição de uma série de deveres, obrigações e responsabilidades às instituições intermediárias que participam dos esforços de distribuição ao lado dos ofertantes.

Os Capítulos seguintes, III, IV, V e VI, cuidam, respectivamente, do regime de registro obrigatório, do regime de simplificação do registro obrigatório, do regime de dispensas de requisitos para o registro e de dispensa de registro obrigatório e, por fim, dos regimes especiais de realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, criados em razão das particularidades dos valores mobiliários oferecidos ao público investidor.

Em cada um desses capítulos, apresentamos um panorama geral e prático de cada uma das instruções normativas analisadas, assim como buscamos ressaltar os principais pontos de crítica identificados a partir da comparação realizada entre todas as normas e de seu cotejo com a teoria da regulação das ofertas públicas de distribuição debatida ao longo da Parte I.

Por último, apresentamos uma breve conclusão, na qual são retomados os principais aspectos discutidos ao longo dessa dissertação e pontuados alguns apontamentos finais sobre o tema.

* * *

PARTE I. A TEORIA DA REGULAÇÃO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

CAPÍTULO I. A RACIONALIDADE DA REGULAÇÃO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

1. O embate entre o modelo de regulação substantiva e o modelo de ampla divulgação de informações

Para os fins de iniciar a discussão em torno da racionalidade da regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, elegeu-se como ponto de partida o embate entre dois métodos de regulação que entraram em conflito, sobretudo no início do século XIX: o modelo de regulação substantiva ou de mérito, no qual se defendia maior atuação estatal no processo de escolha de quais empreendimentos poderiam captar recursos publicamente, e o modelo de regulação por meio da adoção de uma política de ampla divulgação de informações, com menor participação do Estado nesse processo.

As discussões mais ricas e profundas sobre o assunto são encontradas na doutrina norte-americana, o que reflete, de certo modo, o atual estágio de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários[3] dos Estados Unidos da América face o de outros países europeus e americanos, como é o caso do Brasil.

Por essa razão, a despeito dos esforços em buscar respaldo em autores nacionais, a maior parte dos argumentos apresentados nesse Capítulo I fundamentam-se na doutrina estrangeira.

[3] Apesar de alguns autores diferenciaram os termos "mercado de valores mobiliários" e "mercado de capitais", para os fins desse trabalho ambos serão utilizados indistintamente. A esse respeito, vide, por exemplo DANILO BORGES DOS SANTOS GOMES DE ARAÚJO, para quem o mercado de valores mobiliários brasileiro seria apenas uma parte do mercado de capitais, sendo que este envolveria também as ofertas de títulos da dívida pública federal, estadual e municipal e de títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira. DE ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes. *Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórica da regulação brasileira*. In: DE ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes (coord.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015.

A esse respeito, observou-se que, mesmo antes da promulgação das leis federais que passaram a disciplinar o mercado de capitais norte-americano, denominadas *Securities Act* e *Securities and Exchange Act*, em 1933 e 1934, respectivamente, leis estaduais norte-americanas já exigiam o cumprimento de uma série de requisitos para que fosse permitida a realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários dentro das fronteiras estaduais.

A regulação estadual norte-americana teve origem em Kansas, em 1911, e rapidamente se espalhou para outros Estados, que passaram a usar modelos parecidos em resposta ao aumento da percepção de que fraudes e abusos contra investidores eram práticas rotineiras. Foi essa mesma percepção que fez, inclusive, com que tais leis fossem apelidadas de "*blue sky laws*", termo criado a partir da constatação de que muitas operações de venda de valores mobiliários não tinham mais subsistência e consistência do que um punhado de ar no céu azul[4].

A despeito de existirem inúmeras diferenças e variações entre as legislações estaduais norte-americanas, em termos gerais pode se afirmar que as *blue sky laws* apresentavam, em maior ou menor grau, caráter paternalista em relação aos investidores, impunham o cumprimento de requisitos substantivos para autorizar a realização da distribuição pública e dispunham de poucas exceções à regra geral de registro de oferta pública.

O caráter substantivo das legislações estaduais norte-americanas está relacionado com o tipo de requisito exigido dos emissores para obter autorização para distribuição pública de valores mobiliários, geralmente atrelado a questões comerciais, negociais, operacionais ou mesmo de mérito sobre a forma pela qual as atividades, negócios e relações com outras pessoas eram conduzidos[5].

---

[4] Outros autores, como Rick. A Fleming, mostram que o termo teria sido cunhado a partir de caso no qual fazendeiros do Kansas, durante o período de seca, investiram em uma empresa que prometia vendar máquinas para fazer chover na região. As máquinas nunca funcionaram como se esperava e os fazendeiros acabaram sendo vítimas de uma fraude. Ao ser perguntado por um dos senadores qual o nome que pretendia dar a lei para proteger os investidores de esquemas fraudulentos com a venda de valores mobiliários, J.N. Dolley, o criador da legislação no Kansas, escolheu "*the blue sky law*" por se lembrar da experiência dos fazendeiros com a empresa que prometia fazer chover. FLEMING, Rick A. *100 Years of Securities Law: Examining A Foundation Laid in the Kansas Blue Sky Law*. In: *Washburn Law Journal*, vol. 50, 2011, pp. 585-586.

[5] Uma definição sintética de regulação substantiva é dada pela *American Bar Association*: "*a regulatory system that authorizes state administrators to deny registration to a securities offering unless the substantive terms of the offering and the associated transactions (i) ensure a fair relation between promoters and public*

Entre os exemplos de regras de caráter substantivo existentes na época, podem ser destacados os seguintes: (a) ações vendidas por preço mais baixo a outros investidores ou colaboradores antes da oferta pública de distribuição, geralmente porque a avaliação da empresa era diferente ou simplesmente porque o valor da empresa ainda não era significativo, não poderiam ser alienadas por determinado período de tempo após a conclusão da oferta pública ou até que as ações negociadas passassem a valer acima de um determinado patamar; (b) o capital social da companhia deveria ser de mínimo 10% do valor total da oferta (regras contra *thin capitalization*); (c) o preço dos valores mobiliários ofertados não poderia ser superior do que um determinado montante, calculado a partir da aplicação de múltiplos sobre o faturamento da empresa; (d) valores mobiliários sem direito de voto ou com direito de voto restrito poderiam ser considerados injustos pelas autoridades públicas e, portanto, poderiam ser vetados como objeto de oferta pública; (e) as despesas com a oferta pública não poderiam superar 15% do valor total da oferta; e (f) por algum tempo, as autoridades teriam o direito de verificar se aos investidores foi garantido um "retorno justo" de seu investimento[6].

O conjunto dos requisitos de natureza substantiva acabava por atribuir à autoridade estatal reguladora poderes para impedir a realização de uma determinada oferta pública de distribuição de valores mobiliários segundo a sua discricionariedade, caso entendesse que tal oferta poderia não ser suficientemente adequada ou interessante para os investidores ou o mercado de capitais estadual.

O modelo baseava-se na presunção de que todos os investidores, sem exceções, independentemente do nível de sofisticação ou valor a ser investido, eram vulneráveis a fraudes e a irregularidades, sobretudo em razão da natural assimetria informacional

---

investors, and (ii) provide public investors with a reasonable relation of risk to return". AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*. In: *The Business Lawyer*, vol. 41, n.º 3, maio de 1986, p. 829

6 Ao comentar os aspectos da regulação substantiva do Estado de Kansas, JOEL SELIGMAN afirma que: "*The bank commissioner was given broad discretion not to grant a permit if he found any aspect of a company's business to be 'unfair, unjust, inequitable, or oppressive to any class of contributors, or if he decides from this examination of its affairs that said investment company is not solvent and does not intend to do a fair and honest business, and in his judgment does not promise a fair return on the stocks, bonds or other securities by it offered for sale'*.". SELIGMAN, Joel. *The historical need for a mandatory corporate disclosure system.* The Journal of Corporate Law, vol. 9, n.º 1, 1983, p. 44.

existente, o que gerava grande discrepância no poder de barganha entre investidores, de um lado, e bancos de investimento, ofertantes e emissores, de outro lado.

O conflito entre a regulação excessivamente protecionista do público investidor e o interesse de bancos e ofertantes por menos amarras e restrições a seus produtos e negócios acabou gerando questionamentos em torno da constitucionalidade das *blue sky laws*. Em 1917, apesar de a constitucionalidade das leis estaduais ter sido reconhecida pela Suprema Corte Norte-Americana, chegou-se a um novo ponto de equilíbrio, no qual tais regras não alcançariam a maior parte das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, incluindo as ofertas públicas de emissores listados nas quase duas dezenas de bolsas de valores existentes nos EUA naquela época.

Por consequência, o campo de incidência da regulação estadual passou a estar limitado em grande medida a regras meramente proibitivas de fraudes e práticas abusivas contra os investidores, sem qualquer obrigatoriedade de registro prévio perante as autoridades públicas estatais que fiscalizam a aplicação de tal legislação como condição para o início dos procedimentos de distribuição[7].

Mas não era apenas a legislação estadual norte-americana que exigia o cumprimento de requisitos como condição prévia para a realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

BERLE JR. aponta que, desde 1916, as companhias interessadas em obter registro de listagem em bolsas de valores norte-americanas eram obrigadas a divulgação de informações financeiras, como as demonstrações financeiras trimestrais[8]. A bolsa de valores de Nova York, por exemplo, solicitava às empresas que nela pretendiam se listar a divulgação da maior parte das informações que posteriormente passou a ser exigida de forma obrigatória pelo *Securities Act*.

---

[7] AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*. In: *The Business Lawyer*, vol. 41, n.º 3, maio de 1986, pp. 791-795.

[8] BERLE JR, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property.* New Brunswick: Transaction Publishers, 2007, p. 262.

No Reino Unido, LOUIS LOSS registra que com a edição do *Companies Act* de 1844, as empresas interessadas em negociar publicamente seus valores mobiliários passaram a ser obrigadas a preparar prospectos com dados financeiros e societários[9].

Nesse contexto, em que tanto o Estado quanto entidades privadas demandavam, em maior ou menor extensão, o cumprimento de um regime de divulgação de informações para que fosse possível oferecer e negociar publicamente valores mobiliários, cabe perquirir a razão pela qual a atuação regulatória estatal se tornou necessária de forma mais rígida e presente depois da crise da Bolsa de Nova Iorque de 1929.

A esse respeito, o senso comum da época, posteriormente confirmado por diferentes investigações, como a comissão presidida pelo Senador FERDINAND PECORA[10], era o de que investidores tinham sido alvos de diferentes práticas e estratégias comerciais abusivas concebidas com o propósito de permitir a venda de valores mobiliários na maior quantidade possível e ao maior preço, sem qualquer tipo de preocupação em informá-los sobre os riscos de perda envolvidos com o investimento e a existência de potenciais conflitos de interesses entre as instituições financeiras coordenadoras das ofertas públicas e os emissores dos valores mobiliários[11].

---

[9] "*A história, logicamente, se inicia na Inglaterra. O parlamento impôs na lei das sociedades (Companies Act), como condição, a emissão de prospecto; e isso desde 1844, depois de um relatório apresentado por um comitê especial, sob a presidência de Gladston, então o jovem presidente da Junta Comercial. Este introduziu o princípio de proporcionar informações mínimas, de forma obrigatória, por meio de da emissão de um prospecto, pela companhia que oferecia valores mobiliários ao público. As disposições concernentes às informações que o prospecto devia conter foram modificadas e reescritas, desde então, aproximadamente, uma vez a cada geração*.". LOSS, Louis. *O papel do governo na proteção dos investidores*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro n.º 58, abril/junho 1985, p. 73. No mesmo sentido: PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas.* São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 79; e CÂMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários.* Coimbra: Almedina, 2009, p. 39.

[10] A *Pecora Hearings* foi uma comissão de investigação criada em março de 1932 pelo Senado Norte-Americano. A comissão ficou assim conhecida em razão do nome de seu relator, FERDINAND PECORA. Quando os trabalhos da comissão foram encerrados, em maio de 1934, Pecora foi indicado como um dos primeiros diretores da SEC. O trabalho da comissão está relatado pelo próprio Ferdinand Pecora na obra *Wall Street Under Oath: the story of our modern money changers*. New York: Simon and Schuster, 1939.

[11] Uma dessas práticas era a venda privada de valores mobiliários para uma lista de clientes especiais, a preços mais baixos do que aqueles que seriam praticados na futura oferta pública. Bancos como o J.P. Morgan e o City National, que atuavam nas ofertas como *underwriters*, vendiam a alguns de seus clientes estratégicos, como políticos e grandes empresários influentes, de forma sigilosa, valores mobiliários com taxas de desconto, permitindo, assim, que os compradores apurassem lucro poucos dias depois, ao vender os mesmos ativos após o início da negociação em mercados organizados. SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street. A history of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, 3ª edição. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2003, p. 34.

Exemplo disso eram os prospectos, que geralmente tinham uma página ou menos e não traziam informações básicas sobre o emissor, sobre sua situação financeira atual, quantas vezes havia inadimplido em operações anteriores, quem eram os controladores e administradores, a reputação dessas pessoas, entre outras informações consideradas essenciais pela regulação atual[12]. Por se tratar de ofertas públicas de distribuição, os esforços de venda das instituições intermediarias eram muito mais intensos e concentrados, o que também contribuía para aumentar a pressão sobre investidores e, por consequência, o risco de que decisões de investimento pouco refletidas viessem a ser adotadas[13].

Ainda que todos os Estados norte-americanos em 1933, com exceção de Nevada, já tivessem adotado regras de natureza substantiva para disciplinar as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários sobre a sua jurisdição[14], poucas eram as ofertas públicas efetivamente registradas perante as autoridades reguladoras estaduais.

Diversos ofertantes e emissores, muitas vezes incentivados por entidades de classe, como a Associação dos Bancos de Investimento Norte-Americana, procuravam alternativas legais para evitar a aplicação das *blue sky laws*, entre as quais se destacava a realização de ofertas públicas de valores mobiliários em mais de um Estado ao mesmo tempo, através da utilização de correios ou outros mecanismos de comunicação interestadual.

Da mesma forma, em muitas legislações as ofertas públicas de emissores listados em bolsa de valores estavam automaticamente dispensadas de registro na autoridade

---

[12] É isso o que mostra o trabalho de reconstrução histórica feito por JOEL SELIGMAN. Interessante o exemplo do autor sobre ofertas de títulos de dívida de estados estrangeiros, entre os quais o Estado de Minas Gerais: "*In 1928 and 1929, the National City Company floated three bond issues of the state of Minas Gerais, Brazil. Despite Minas Gerais' refusal to repay French bondholders in gold francs as required by an earlier indenture, despite knowledge by National City officials that part of one issue was needed to repay short-term loans rather than for the purposes claimed in its prospectus, and despite the belief of the local National City official that "the laxness of the State authorities (in connection with earlier loans) borders on the fantastic", the prospectus published in connection with each issue asserted that "[p]rudent and careful management of the State's finances has been characteristic of successive administrations in Minas Gerais*". SELIGMAN, Joel. *The historical need for a mandatory corporate disclosure system.* In: *The Journal of Corporate Law*, vol. 9, n.º 1, 1983, p. 26.

[13] A respeito dos esforços de venda de valores mobiliários, Seligman mostra que os bancos norte-americanos, nos idos da década de 1920, adotavam diferentes estratégias, desde anúncios em jornais e revistas até visitas de porta em porta, passando por políticas agressivas de metas e concessão de vultosas comissões aos vendedores. SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street. A history of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, 3ª edição. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2003, p. 24.

[14] SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street. A history of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, 3ª edição. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2003, p. 45.

estadual, assim como as distribuições de valores mobiliários emitidos por empresas constituídas no próprio Estado ou que já estivessem sob a regulação de alguma outra autoridade estadual ou federal.

Tudo isso serviu para reduzir significativamente o alcance e importância das *blue sky laws*, o que acabou por fazer com que, na prática, fossem pouco testadas e não tivessem força suficiente para evitar os problemas verificados em 1929.

O papel de órgão autorregulador atribuído às bolsas de valores e às entidades administradoras dos mercados de balcão organizado tampouco era desempenhado de modo satisfatório.

Segundo ALLEN FERRELL[15], a efetividade da autoregulação era substancialmente limitada e poderia acarretar, no máximo, a deslistagem dos valores mobiliários mantidos pela empresa emissora que descumprisse as normas estabelecidas. Como o mercado norte-americano era formado por dezenas de bolsas de valores, não seria difícil a um emissor que sofresse a penalidade máxima da deslistagem em uma bolsa, encontrar abrigo em outro lugar para listar os papéis de sua emissão.

JOEL SELIGMAN compartilha dessa opinião e mostra também, com base nos trabalhos da comissão de investigação liderada pelo Senador FERDINAND PECORA, que o aumento expressivo do número de registros de ofertas públicas na bolsa de valores de Nova Iorque, nos primeiros anos da década de 1920, não foi acompanhado por um aumento no número de colaboradores responsáveis pela análise dos documentos e informações

---

[15] FERRELL, Allen. *The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world.* In: *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, Paper n.º 492, 2004. No mesmo sentido, SELIGMAN: "*Nonetheless, the New York Stock Exchange's listing requirements provided little more effective than the blue sky laws. Being purely voluntary standards, they could be avoided by any Corporation that chose to register as an "unlisted" security on the New York Curb Exchange (which in 1953 was renamed the American Stock Exchange) or any of the other seventeen securities exchanges which permitted securities to be traded on an "unlisted" basis. Nor did the New York Stock Exchange scrupulously enforce its listing requirements. As the number of new stock applications approved increase to 300 in 1926, 571 in 1928, and 579 in the first nine months of 1929, responsibility for enforcing the requirements remained with the eight Exchange members who composed the Listing Committee and a small investigative effect*". SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street. A history of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, 3ª edição. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2003, p. 47.

necessários para o registro, o que resultou na queda da qualidade do exame prévio que deveria ser realizado por essa instituição[16].

Diante de um panorama de múltiplas falhas e de ausência de controles mínimos, o governo de FRANKLIN D. ROOSEVELT aproveitou o momento de consternação pelo qual ainda passava os EUA após a descoberta dos escândalos da crise de 1929 e em pouco mais de 100 dias após ter sido empossado conseguiu aprovar o *Securities Act*, em 1933, a que se seguiu a aprovação do *Securities and Exchange Act*, em 1934.

Em seu discurso para o congresso[17], FRANKLIN D. ROOSEVELT destacou que o *Securities Act* reformulava a máxima do "*caveat emptor*", segundo a qual caberia ao comprador investigar a outra parte e os produtos ou serviços oferecidos, ser diligente e tomar as cautelas necessárias para se assegurar que estava realizando um bom negócio.

A partir daquele momento, alertou o presidente norte-americano, impunha-se ao vendedor o dever, a responsabilidade e o ônus de, antes da conclusão do negócio, divulgar todas as informações relevantes a seu respeito e a respeito dos valores mobiliários ofertados, como forma de garantir ao investidor elementos mínimos para a tomada de decisão de investimento refletida e consciente.

Segundo FRANKLIN D. ROOSEVELT, essa teria sido a forma encontrada para evitar, na maior extensão possível, uma atuação mais ativa ou impositiva do Estado no mercado de capitais naquele momento.

Nesse ponto, importante destacar que quando da edição do *Securities Act* e do *Securities and Exchange Act* debatia-se qual deveria ser o modelo de regulação do mercado de valores mobiliários norte-americano.

---

[16] SELIGMAN, Joel. *The historical need for a mandatory corporate disclosure system.* In: *The Journal of Corporate Law*, vol. 9, n.º 1, 1983, p. 54. O autor também argumenta que a regulação das bolsas de valores não funcionava porque as bolsas estavam limitadas pelos termos do contrato de listagem, que muitas vezes não poderia ser alterado sem a concordância prévia dos emissores. Também havia pressões externas que dificultam restrições mais efetivas, como a concorrência entre as bolsas e os diferentes mercados organizados de valores mobiliários e a disputa por regras mais flexíveis para atrair mais emissores.

[17] Trecho da mensagem do Presidente Franklin D. Roosevelt ao Congresso Norte-Americano em 29 de março de 1933: "*This proposal adds to the ancient rule of caveat emptor, the further doctrine "`let the seller also beware." It puts the burden of telling the whole truth on the seller. It should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence. The purpose of the legislation I suggest is to protect the public with the least possible interference with honest business*.".

De um lado, estavam os defensores de um regime de maior atuação estatal, no qual caberia ao Estado autorizar apenas as ofertas públicas e as negociações com valores mobiliários daquelas empresas que reunissem condições econômicas, financeiras e comerciais mínimas para possibilitar seu sucesso, o que pressupunha, portanto, uma análise de mérito a respeito do empreendimento.

De outro lado, estavam os que entendiam que a nova regulação deveria ser a mais limitada possível, tendo em vista que as regras contra fraudes e o regime de responsabilidade por perdas e danos já protegeriam os investidores de forma adequada e suficiente, tornando desnecessário, assim, impor mais custos e ônus aos emissores e ofertantes.[18]

O modelo de regulação mais intervencionista proposto tinha por base as premissas adotadas em grande parte das *blue sky laws*, representado por um conjunto de regras substantivas que permitiriam ao órgão regulador impedir a realização de uma determinada oferta pública de valores mobiliários com base no entendimento de não estar sendo realizada de boa-fé, de maneira justa ou equitativa. Em última análise, o Estado passaria a atuar como um agente defensor dos interesses particulares do público investidor a quem a oferta pública seria destinada, passando a determinar, por si próprio e com direta limitação da liberdade individual de cada investidor, o que seria melhor ou pior para o público investidor[19].

Os críticos da regulação substantiva argumentam que o modelo tratava investidores de perfil diverso de maneira igual e paternalista, o que seria prejudicial para o mercado ao engessar ofertas e reduzir a flexibilidade de apresentação de arranjos de investimentos mais dinâmicos e específicos para cada perfil de investidor. Investidores mais experientes ou

---

[18] "*Ora, quando, nos primeiros anos 30, o Congresso examinava a legislação sobre Securities, viu-se perante um conflito de filosofias. De um lado, os que defendiam uma mera lei contra fraudes, tomando como paradigma a New York's Martin Act, de 1921, de exclusivo cunho repressivo; de outro lado, os que postulavam por uma atuação preventiva, suasória e de vigilância da Administração Pública, além das formas de atuação repressiva. Outros, ainda, reclamavam uma disclosure law do gênero da English Companies Act, de 1929, que ficaria a meio caminho das orientações acima citadas. Prevaleceu, como se sabe, essa última orientação: as Securities regulations consagraram o sistema do disclosure, e seus defensores as proclamaram como uma antítese de um programa intervencionista na economia, posto que, segundo essa orientação, à Administração não caberia intervir no mercado, suprimindo e substituindo as forças que nele atuam, mas simplesmente supervisionar a informação necessária, cabendo aos agentes atuar livremente no mercado*.". LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais & "Insider Trading"*. São Paulo: RT, 1982, p. 90.

[19] "*It contemplates the state acting on behalf of investors as a negotiator of terms*". AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*. In: *The Business Lawyer*, vol. 41, n.º 3, maio de 1986, p. 823.

sofisticados poderiam ter interesse e o conhecimento necessário para investir em empreendimentos mais arriscados, em contrapartida a retornos maiores, por exemplo. Por consequência, não caberia ao Estado intervir para impedir que esse tipo de oferta pública pudesse ser realizado, em prejuízo do público investidor.

Outra crítica era a de que a regulação substantiva poderia ser mais facilmente alvo de captura por interesses privados, que manipulariam as autoridades para que apenas os empreendimentos de seu interesse tivessem a chancela estatal para captar recursos publicamente, e não substituiria um regime de *enforcement* privado, forte, sério e eficiente.

No Brasil, NELSON EIZIRIK, que chegou a defender determinados aspectos da regulação de mérito para as ofertas públicas de distribuição de valores no mercado primário, posteriormente reconheceu as dificuldades de implantação do modelo, notadamente no que diz respeito à possibilidade de sua subsunção a interesses de grupos[20].

O método de regulação escolhido nos EUA, e posteriormente exportado para outras jurisdições, como a brasileira, está situado em um ponto intermediário entre os dois extremos referidos acima, isto é, entre a completa ausência de regulação e a regulação substantiva: o Estado passou a intervir no mercado de capitais exigindo a ampla divulgação de informações sobre as empresas e sobre os valores mobiliários ofertados, sem, entretanto, fazer qualquer juízo de mérito sobre as chances de sucesso do empreendimento[21].

---

[20] "*Devemos reconhecer que, em trabalhos anteriores, dirigimos algumas críticas à adoção, no Brasil, do princípio da disclosure ao nível de mercado primário de ações. Isto porque, repetiu-se, entre nós, o princípio estabelecido na legislação federal sobre títulos norte-americana pelo qual cabe ao órgão regulador unicamente exigir determinadas informações, não podendo denegar o registro de uma emissão pública de ações com base em julgamento de seu mérito. Criticávamos o fato de ter-se dado a adoção de tal princípio entre nós basicamente em termos formais, uma vez que as informações, além da qualidade e fidedignidade discutíveis, não se encontravam efetivamente à disposição dos interessados, sendo, portanto, de pouca utilidade sua prestação. Além disso, propusemos a necessidade de se adotar, em países com mercados ainda não desenvolvidos, uma regulação substantiva ao nível do mercado primário, que possibilitasse exame de mérito das companhias que estivessem abrindo seu capital por parte da agência reguladora estatal. Ainda que mantendo as críticas acima, devemos admitir que a regulação substantiva no mercado de capitais pode ser fonte de graves imperfeições, particularmente quando há poucas possibilidades de controle, por parte dos demais Poderes do Estado e do público em geral, da atuação de agências reguladoras governamentais. As críticas mais importantes ao sistema de disclosure adotado no Brasil, todavia, dizem respeito à falta de uma "indústria de informações", que possibilidade sua disseminação entre todos, rompendo com a estrutura cartorial de acesso e utilização das informações*.". EIZIRIK, Nelson. *As lições do "Caso Vale"*. In: *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*. vol.6, n.º 6, jan./abr. 1980, p. 15.

[21] Paulo Câmara traz outro motivo para a regulamentação das ofertas públicas estar centrada na obrigatoriedade de ampla divulgação de informações: a dificuldade prática (ou até mesmo impossibilidade) em se determinar a anulação ou invalidade de contratos de compra e venda de valores mobiliários celebrados em massa. Segundo o autor, seria mais pragmático e adequado atuar preventivamente e, para tanto, adotar as

Nesse sentido, o regime de divulgação obrigatória de informações não implicaria qualquer análise de mérito sobre a oferta ou sobre o ofertante por parte do Estado, que igualmente não deveria chancelar ou garantir que os valores mobiliários ofertados corresponderão às expectativas que o público investidor tem ao adquirir e negociar tais títulos[22].

Segundo essa metodologia de regulação, cabe ao Estado exigir apenas que o ofertante divulgue as informações consideradas importantes para que o investidor - e não o Estado - possa avaliar os diferentes cenários, ponderar suas chances de ganhos e os riscos de perdas e decidir se mantém ou não o interesse na compra, venda ou manutenção de determinada carteira de valores mobiliários[23].

Desde que seja garantido ao investidor acesso pleno ao conjunto de informações e dados que lhe seja útil no processo de formação da sua decisão de investimento, não importa ao Estado se a decisão do investidor será, na prática, efetivamente tomada ou não de forma refletida e consciente.

---

medidas necessárias para assegurar que o investidor possa tomar uma decisão livre e refletida a respeito da oferta que lhe está sendo apresentada. CÂMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários.* Coimbra: Almedina, 2009, p. 571.

[22] Nesse sentido, Frank Easterbrook and Daniel Fischel esclarecem que "*the dominant principle of securities regulation still is that anyone willing to disclose the right things can sell or buy whatever he wants at whatever price the market will sustain*.". EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 276-277. E ainda LOUIS LOSS: "*A teoria, em poucas palavras, é que o governo não deve dizer quais valores mobiliários podem ou não ser vendidos ao público. Ele deve somente fazer com que um completo e adequado volume de informações chegue àqueles que são convidados a comprar valores mobiliários. Portanto, se um futuro investidor não se dá ao trabalho de se informar antes de arriscar seu dinheiro, ele não deve culpar a ninguém, além de si próprio. O Comitê presidido por Lord Davey disse em 1895: se o governo quisesse fazer mais neste campo "seria jogar", o que é responsabilidade do indivíduo, sobre os ombros do Estado, e daria o fictício e irreal sentido de segurança ao investidor, bem como poderes conduzir a graves abusos*" ". LOSS, Louis. *O papel do governo na proteção dos investidores*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 58, abr./jun., 1985, p. 76. No mesmo sentido, CÂMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários.* Coimbra: Almedina, 2009, p. 583 e EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais.* Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 84.

[23] Paulo Câmara traz outro motivo para a regulamentação das ofertas públicas estar centrada na obrigatoriedade de ampla divulgação de informações: a dificuldade prática (ou até mesmo impossibilidade) em se determinar a anulação ou invalidade de contratos de compra e venda de valores mobiliários celebrados em massa. Segundo o autor, seria mais pragmático e adequado atuar preventivamente e, para tanto, adotar as medidas necessárias para assegurar que o investidor possa tomar uma decisão livre e refletida a respeito da oferta que lhe está sendo apresentada. CÂMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários.* Coimbra: Almedina, 2009, p. 571.

2. O modelo de ampla divulgação de informações como paradigma da regulação das ofertas públicas de distribuição

A aplicação do modelo de ampla divulgação de informações como método de regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e do próprio mercado de valores mobiliários baseia-se em diferentes objetivos e fundamentos[24], que muitas vezes se confundem e se sobrepõem em variados aspectos.

A análise realizada a seguir tem por escopo apresentar, de forma organizada e sistematizada, de que maneira a política de ampla divulgação de informações contribuiu para amoldar a regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Para tanto, a abordagem escolhida divide a aplicação da política de *full disclosure* em dois grupos: a proteção do público investidor destinatário da oferta pública, de um lado, e a proteção do mercado de valores mobiliários como um todo, de outro lado.

Não se trata de uma diferenciação rígida e absoluta, mas apenas de uma proposta de organização dos objetivos da regulação conforme os interesses que são afetados com mais intensidade. Isso não significa dizer, portanto, que uma determinada característica a justificar a aplicação da política pública de divulgação de informações no âmbito do mercado de valores mobiliários não seja importante para a oferta pública de distribuição.

A despeito de ambos, público investidor e mercado de valores mobiliários, serem partes interessadas no cumprimento da política de ampla divulgação de informações, o reconhecimento da existência de diferentes graus de preocupação para se proteger o público investidor e o mercado de valores mobiliários poderá contribuir para compreender quando a regulação das ofertas públicas de distribuição faz se necessária em sua inteireza e quando a regulação poderá ser afastada, ainda que não totalmente, pelo menos em parte.

---

[24] Para Pitta, por exemplo, o regime de disclosure tem pelo menos cinco objetivos: "(*i) a viabilização do adequado monitoramento das atividades e condutas dos acionistas controladores e administradores dos emissores e a consequente redução dos custos de agência; (ii) a manutenção e o incremento da confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários; (iii) a administração da seleção adversa de emissores no mercado de valores mobiliários; (iv) o auxílio no exercício da atividade fiscalizadora, sancionadora e normatizadora dos órgãos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários; e (v) a viabilização do regime de responsabilidade aplicável aos emissores de valores mobiliários, bem como aos ofertantes e instituições intermediárias na esfera das ofertas públicas de distribuição*". PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas.* São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 68.

Procura-se defender, assim, que as características e limitações de cada oferta pública de distribuição podem fazer com que a exigência de cumprimento de um amplo regime de divulgação de informações estatal seja diferente a depender da identificação de quem realmente é mais afetado pela oferta em questão, se apenas um conjunto de pessoas, ainda que indeterminado, mas limitado em razão de número, perfil ou sofisticação, o mercado de valores mobiliários em geral ou, ainda, ambos.

Não haveria razão, por exemplo, para tratar de maneira equivalente um emissor que tenha interesse em apenas realizar um esforço pontual de captação de recursos no mercado de capitais, e aquele, de porte e características semelhantes, que pretende utilizar esse mecanismo de captação de forma recorrente para financiar suas atividades.

No primeiro caso, a regulação deveria estar mais preocupada em proteger o público investidor que poderá ser afetado diretamente pela oferta em questão e em evitar que eventuais falhas ou descumprimentos nessa distribuição possam contaminar e afetar negativamente o funcionamento do mercado de valores mobiliários como um todo.

No segundo caso, além da proteção do público investidor que participará da oferta, a disposição em continuar captando recursos e em ter seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários faz com o que o órgão regulador tenha preocupação em assegurar também a proteção do próprio mercado de capitais.

Nem um, nem outro emissor deveriam ser impedidos de acessar o mercado de valores mobiliários em razão da manutenção de um sistema de regulação rígido e inflexível, que não consegue identificar apropriadamente os distintos interesses e objetivos de emissores e de investidores e destacar-lhes tratamento proporcional e compatível.

Na linha do que foi discutido quando da escolha pela política de ampla divulgação de informações em relação à regulação de mérito, desde que seja assegurado ao investidor acesso a informações que lhe possibilitem tomar sua decisão de investimento de forma consciente e refletida, informações essas que devem ser proporcionais às características da

oferta pública e ao porte do emissor, não haveria motivo para o Estado impedir o prosseguimento dos esforços de captação de recursos.

2.1. A tutela do público investidor

2.1.1. Suporte para decisão informada, refletida e independente

O argumento mais utilizado e difundido para defender a política de ampla divulgação de informações é o de que o Estado deve assegurar aos investidores, individualmente, os meios necessários para que uma decisão de investimento informada, refletida e independente possa ser tomada, o que os protegeria de potenciais abusos que controladores, outros acionistas, administradores e intermediários poderiam vir a cometer caso lhes fosse permitido a divulgação de informações da forma como melhor lhes conviesse[25].

Em um mercado de valores mobiliários desregulado, acredita-se que emissores e ofertantes estariam naturalmente inclinados a divulgar informações criteriosamente selecionadas até o limite do necessário para garantir a captação do maior volume de recursos pelo preço de venda de ativos mais alto possível[26].

A esse respeito, LUIGI ZINGALES, a partir de análise realizada por GROSSMAN, identifica três fatores determinantes para que uma empresa voluntariamente divulgue informações a seu respeito: (a) os investidores devem saber que a empresa possui a informação; (b) as empresas não podem mentir sobre a informação, apesar de poderem omitir a sua existência; e (c) a divulgação de informações não deve ser especialmente custosa para o emissor – do ponto de vista da investigação e da produção da informação em si.

Segundo a argumentação de LUIGI ZINGALES, se um desses fatores não estiver presente na situação sob exame, a divulgação voluntária de informações por emissores e ofertantes até pode vir a ser realizada, mas provavelmente em bases insuficientes para a

[25] Entre outros autores que confirmam essa linha de raciocínio, vide MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, vol. I, tomo I. São Paulo: FGV, 2015, p. 51.
[26] BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Comentários aos arts. 19 e 20 da Lei n 6.385/76.* In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 394.

adequada proteção do público investidor, o que justificaria, por conseguinte, a intervenção do Estado[27].

Nesse sentido, conclui o autor, sem a atuação reguladora do Estado, emissores e administradores não teriam incentivos suficientes para divulgar dados ou informações que possam desaboná-los, dificultar a distribuição dos valores mobiliários ou prejudicar, em qualquer medida, a captação de recursos[28].

As entidades privadas que gerenciam os mercados de bolsa de valores e de balcão organizado, responsáveis pelas criação e fiscalização de normas de autoregulação, tampouco teriam força suficiente para exigir a divulgação de tais informações, como foi, inclusive, observado no contexto da crise da bolsa de Nova Iorque em 1929.

Por tudo isso, o investidor individual estaria em uma posição de fragilidade e de clara desvantagem em relação a ofertantes e emissores, que são os verdadeiros produtores e detentores originais das informações divulgadas ao mercado. Essa posição de desvantagem seria resultado da assimetria informacional entre, de um lado, o emissor ou o ofertante dos valores mobiliários, que conhecem o empreendimento e seus riscos e, de outro lado, o público investidor, que pouco sabe dos valores mobiliários que lhe estão sendo oferecidos e o empreendimento que lhe é subjacente.

No caso das ofertas públicas iniciais de distribuição de valores mobiliários, a preocupação com a divulgação de informações é ainda mais acentuada, uma vez que o emissor está ingressando no mercado de valores mobiliários pela primeira vez. Ou seja, existem poucas informações públicas disponíveis sobre sua efetiva situação societária, financeira, contábil e legal.

---

[27] ZINGALES, Luigi. *The costs and benefits of financial market regulation*, ECGI Law Working Paper n.º 21/2004, Abril de 2004, p. 20. Disponível em https://ssrn.com/abstract=536682. Acesso em 10/07/2017.

[28] "*The fact that an issuer's managers are in an agency relationship with its shareholders gives rise to an additional source of divergence between the managers' private costs of disclosure and the social costs of that disclosure. Periodic disclosure increases the effectiveness of a number of devices-the shareholder vote, shareholder enforcement of management's fiduciary duties, and the hostile takeover threat-that work to limit the ability of managers to deviate from acting in the shareholders' best interests. This consequence represents a cost to managers, who would prefer to pursue their personal goals under as few constraints as possible*." FOX, Merritt B. *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why issuer choice is not investor empowerment*. In: *Virginia Law Review*, vol. 85, n.º 7, outubro de 1999, pp. 1355-1356.

Da mesma forma, e pelo simples fato de não existirem valores mobiliários negociados publicamente, nenhum analista ou instituição intermediária que atua no mercado de valores mobiliários estava até então preocupado em acompanhar o emissor antes de sua oferta pública inicial, o que faz com que o público investidor interessado na oferta e o mercado como um todo não tenham um histórico das atividades e operações do emissor no qual possam apoiar suas análises.

Em um mundo em que a divulgação de informações não é obrigatória, para permitir que o investidor tenha a possibilidade de tomar uma decisão racional e proteger seus interesses, o próprio investidor deveria ser capaz de obter individualmente informações detalhadas e completas, tanto sobre os valores mobiliários, quanto sobre o emissor e o ofertante, mediante negociações e investigações privadas.

Voltaríamos, por conseguinte, a aplicar a máxima do *caveat emptor* como originalmente talhada, e não como reformulada após o *Securities Act* de 1933.

Isso geraria mais custos e complexidades para o investidor, o que poderia reduzir significativamente o interesse em investir no mercado de valores mobiliários e, por consequência, afetar negativamente as possibilidades de uso do mercado de valores mobiliários como instrumento para a captação de recursos por entes deficitários.

Além da divulgação de informações em si, é importante atentar-se para o modo como a informação deve ser divulgada: de forma ampla, indistinta e para todos os participantes do mercado[29]. Só assim o regime de disclosure atingirá sua finalidade: reduzir a assimetria informacional. Caso contrário, apenas alguns teriam acesso à informação e a assimetria informacional seria mantida como um problema estrutural, agora, porém, com personagens diferentes.

Como será visto nas críticas à política de ampla divulgação de informações, a adoção do regime pressupõe que o público investidor é racional e capaz de utilizar as

[29] "*the ultimate usefulness and effectiveness of the disclosure process are largely dependent on the extent to which the filed information is sought out, disseminated, and used in the financial community and by investors.*" COHEN, Milton. *Truth in Securities Revisited*. Harvard Law Review, 1966, p. 1360.

informações disponíveis para tomar a melhor decisão possível diante das alternativas de investimentos à sua disposição[30].

É, entretanto, impossível garantir, *ex ante*, que o investidor analisará as informações e efetivamente tomará uma decisão refletida, informada e independente. Diante da quantidade cada vez maior de informações disponibilizadas, o investidor pode simplesmente ignorar critérios racionais e tomar sua decisão baseado em elementos diversos, inclusive emocionais.

A possibilidade de não utilização das informações de forma racional pelos investidores não impede, todavia, que outros benefícios da política de ampla divulgação de informações, como o aumento de confiança no mercado, por exemplo, sejam atingidos e justifiquem a manutenção do modelo. Serve, porém, como um argumento para os defensores de regras que visam a flexibilização e a redução das exigências impostas pelas autoridades reguladoras dos mercados de valores mobiliários.

Da mesma forma, a ausência da obrigatoriedade de cumprimento de um regime informacional torna mais delicada a posição do investidor, que além de precisar gastar tempo, recursos e energia para conseguir processar todos os dados recebidos e tomar sua decisão de investimento, o que já sabemos de antemão que nem sempre será possível, teria de realizar uma etapa prévia de coleta dessas informações.

Por isso, se existe alguma chance de que os investidores possam vir a decidir-se por si próprios de maneira consciente e refletida, a regulação entende que essa chance está baseada fundamentalmente na facilidade de acesso a informações.

Por conseguinte, se a divulgação de informações é útil para permitir que o investidor possa tomar sua decisão de investimento de maneira consciente e refletida, o que, por sua vez, foi elencada como uma das formas de proteção dos investidores, a atuação regulatória

---

30 "*O princípio econômico que se encontra na base dessa teoria é a chamada 'hipótese do mercado de capitais eficiente'. Ela supõe, antes de mais nada, que o investimento em valores mobiliários é um processo racional e que, por conseguinte, a sua cotação reflete o nível de informação disponível no mercado. O investidor em título adota, pois, um modelo específico de comportamento em tudo e por tudo semelhante à hipótese geral do 'homo economicus' da escola liberal*.". COMPARATO, Fábio Konder. *A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações.* In: *Revista da CVM*, vol. I, n.º 1, jan./abr. 1983, p. 60.

do Estado passaria a ser necessária quando há evidências de que as informações não estão sendo produzidas ou divulgadas adequadamente por aqueles a quem caberia essa responsabilidade.

A subprodução de informações é apontada como uma das falhas de mercado nas ofertas públicas de distribuição e nos mercados de negociação de valores mobiliários, tema objeto de estudo do próximo item.

2.1.2. Problemas na produção e divulgação de informações como falha de mercado: a informação como bem público

Os problemas identificados na produção e divulgação voluntária, por parte de ofertantes e emissores, de todas as informações consideradas relevantes e necessárias para que o investidor possa decidir a respeito de uma oportunidade de investimento são considerados um tipo de falha de mercado[31].

A identificação de falhas de mercado justificaria a atuação reguladora do Estado para estimular ou desestimular determinados comportamentos tidos como importantes para um determinado objetivo, tais como a proteção do público investidor, o estímulo ao uso do mercado de valores mobiliários como forma de captação de recursos, a redução dos custos de monitoramento e fiscalização, entre outros[32].

---

[31] MELLO, Pedro Carvalho de. *Regulamentação econômica e divulgação de informações das empresas.* In: *Revista da CVM*, vol. I, n.º 1, jan./abr. 1983, p. 50. Falhas de mercado podem ser entendidas como falhas na promoção de atividades desejáveis ou no desestímulo à realização de atividades indesejáveis, identificadas no funcionamento normal do mercado, através da aplicação do regramento jurídico até então existente, e que são responsáveis por tornar tais mercados ineficientes. YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais.* Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p.3.

[32] De forma crítica à visão de que o Estado deveria atuar no campo econômico, por meio da imposição de regras, sempre que forem identificadas falhas de mercado ou oportunidades de redução de custos de transação, análises realizadas a partir do final da década de 1950 sugerem que a atuação estatal desmedida poderia gerar mais custos e males do que se pretendia evitar ao iniciar a regulação de determinado tema. Neste ponto, a atuação reguladora do Estado passa a ser vista também como uma falha, chamada de "*government failure*", decorrente, preponderantemente, da pressão e da captura por diferentes grupos de interesse formados por agentes públicos e privados. As falhas de mercados deixariam de ser, nesse passo, a razão justificadora para a atuação do Estado como editor de normas corretivas, necessárias para aumentar a eficiência do mercado, mas sim mera justificativa para respaldar a criação de regras que pudessem favorecer ou resguardar determinados interesses privados de agentes públicos ou privados YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p.37. Uma afirmação que reforça a crítica é feita por Peltzman et. al: "*a good economist needs no more than fifteen's minute notice to produce a market failure to explain any of these interventions*", apud. ZINGALES, Luigi. *The costs and benefits of financial market regulation*, ECGI Law Working Paper n.º 21/2004, Abril de 2004. Disponível em https://ssrn.com/abstract=536682. Acesso em 10/07/2017. Também é interessante a crítica feita por LUIGI ZINGALES aos que acreditam que as falhas de

A esse respeito, Luigi ZINGALES faz um interessante panorama sobre a relação entre as teorias de A. PIGOU[33] e RONALD H. COASE[34], que analisam a atuação reguladora do Estado diante da constatação de falhas de mercado.

Segundo LUIGI ZINGALES, para os defensores da teoria de A. PIGOU, para justificar uma regulação mais extensa bastaria identificar externalidades negativas que pudessem fazer um mercado competitivo ser menos eficiente. Essa conclusão seria equivocada, afirma LUIGI ZINGALES, baseado nas ideias de COASE, na medida em que nem sempre mais regulação tornaria o mercado como um todo mais eficiente.

Ao impor o cumprimento de uma regra para tentar solucionar uma falha de mercado específica, seria necessário verificar quais são os custos e benefícios oriundos de tal imposição considerando o funcionamento do mercado como um todo, e não apenas com o objetivo de solucionar uma falha específica e individualizada[35].

Nesse sentido, o papel regulador do Estado somente seria necessário na medida em que a solução proposta para corrigir determinada falha de mercado fosse capaz de solucioná-la sem gerar ineficiências ou externalidades negativas adicionais[36].

---

mercado seriam resultado do funcionamento natural e orgânico dos mercados, sem qualquer relação com fatores exógenos, como leis e regulamentações previamente existentes. Na verdade, segundo Luigi Zingales, muitas das causas de problemas que se identificam como 'falhas de mercado' seriam melhor classificadas como falhas dos órgãos reguladores (*failure of regulators*), na medida em que sua criação estaria relacionada com a aplicação da regulação criada pelo Estado, e não pela interação das forças de mercado de forma desregulada. ZINGALES, Luigi. *The costs and benefits of financial market regulation*, ECGI Law Working Paper n.º 21/2004, Abril de 2004, p.8. Disponível em https://ssrn.com/abstract=536682. Acesso em 10/07/2017.

33 PIGOU, A. *The Economics of Welfare*. London: MacMillan, 1938.

34 COASE, R. H. *The problem of social cost.* In: *Journal of Law and Economics,* vol. 3., 1960, pp. 1-44.

35 A conclusão do autor exposta no artigo é no sentido de propor a criação de uma agência federal especializada que pudesse, a cada proposta de regulação, analisar todos os custos e benefícios envolvidos e, com base no 'saldo' final apurado, opinar favoravelmente ou contrariamente à aprovação como norma jurídica tendo em vista critérios como competição e possibilidade de ingresso de novos participantes no mercado. "*The Regulation Oversight Board (ROB) I propose should have two tasks. When new regulation is proposed, it should assess the cost of compliance, the estimated benefits, and the potential deadweight cost. Then, a few years after any new regulation has been imposed, it should re-estimate these numbers on the basis of the available evidence. And since Government agencies work best when they have a clear single-minded purpose (Wilson, 1989) I will make the goal of the ROB to protect competition and new entrants".* ZINGALES, Luigi. *The costs and benefits of financial market regulation*, ECGI Law Working Paper n.º 21/2004, Abril de 2004, p.52. Disponível em https://ssrn.com/abstract=536682. Acesso em 10/07/2017.

36 ZINGALES, Luigi. *The costs and benefits of financial market regulation*, ECGI Law Working Paper n.º 21/2004, Abril de 2004, p.7. Disponível em https://ssrn.com/abstract=536682. Acesso em 10/07/2017.

A questão a ser respondida, por conseguinte, não seria qual a melhor forma de resolver a falha de mercado identificada, mas sim qual deve ser o arranjo legal capaz de maximizar o bem-estar social e, ao mesmo tempo, corrigir a falha de mercado[37].

A justificativa para que a falta de produção de informações de forma voluntária e em nível suficiente seja considerada uma falha de mercado a respaldar a atuação estatal também está associada ao caráter de bem público das informações, assim considerado em seu sentido econômico[38].

Bens públicos são os bens cuja fruição não pode ser limitada àqueles que tenham arcado com seus custos de produção e cujo uso por um ou mais agentes não impede ou limita sua utilização por outros[39]. Em razão de tais características, o fornecedor de bens públicos não consegue nem ser compensado financeiramente por todos os custos envolvidos na produção, nem capturar todos benefícios e vantagens resultantes de seu uso por terceiros[40], motivos pelos quais não teria incentivos suficientes para produzir tais bens em quantidade suficiente ou para disponibilizá-lo a todos os interessados.

Por isso, quando se fala em bens públicos, argumenta-se que existe uma falha de mercado que demandaria uma ação positiva do Estado, seja para incentivar ou subsidiar sua produção pelos agentes privados, seja para impor, coercitivamente, o fornecimento de tais bens[41].

Exemplo da impossibilidade de apropriação de todo o valor inerente a uma informação seria o caso de divulgação de informações sobre o volume de produção de determinada empresa que seja também companhia aberta, que poderia ser utilizada por seus

---

37 Yazbek explica que no critério utilizado por Vilfredo Pareto (ótimo de Pareto) o mercado será mais eficiente na medida em que a regulação proposta melhorar (aumento do bem-estar) a situação de um determinado agente, sem piorar a de nenhum outro. YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais.* Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p.13.

38 NUSDEO, Fabio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*, 5ª ed. São Paulo: RT, 2008, p. 162

39 YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais.* Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p.50.

40 A esse respeito, ZINGALES afirma que "*While firms internalize the benefits they can derive from disclosure they will not internalize the full value of social benefits. General motor disclosure helps investors evaluate Ford, but GM will never internalize this benefit.*". ZINGALES, Luigi. *The costs and benefits of financial market regulation*, ECGI Law Working Paper n.º 21/2004, Abril de 2004, p.19. Disponível em https://ssrn.com/abstract=536682. Acesso em 10/07/2017.

41 "*Put simply, if market forces are inadequate to produce socially optimal supply of research, then a regulatory response may be justified*." COFFEE JR., John C. M*arket Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*. In: *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, 1984, p. 728.

concorrentes que não são companhia aberta para planejamento de suas próprias operações e, com isso, obter vantagens competitivas.

Quem produziu a informação não conseguiria cobrar uma compensação financeira de todos aqueles agentes que poderiam dela se beneficiar[42].

Da mesma forma, analistas de valores mobiliários, responsáveis pela produção de conhecimento a respeito da performance dos títulos transacionados em mercado, após a produção e a entrega de um relatório a seus clientes e parceiros, não conseguem impedir que a análise realizada venha a ser divulgada ou compartilhada com terceiros, que delas podem se valer para obter vantagens[43]. Como resultado da utilização gratuita de informações por *free riders*, os analistas e consultores de investimentos passariam a ter menos incentivos para o desempenho de suas atividades, na medida em que sabem que não estão sendo adequadamente remunerados pelos serviços prestados[44].

Se a ausência de produção e divulgação adequada de informações é uma falha no funcionamento do mercado de valores mobiliários, a atuação do Estado passa a ser justificada, mas não para impor o cumprimento de um amplo regime informacional sem consideração a outros valores e objetivos que norteiam a regulação do mercado de capitais, e sim para fazer com que, ao mesmo tempo, os investidores possam ser adequadamente protegidos por meio de acesso a informações e os emissores não sejam impedidos de acessar o mercado por exigências descabidas e desproporcionais.

Em outras palavras, a imposição de regras pelo poder público para sanar a subprodução de informações deve estar sempre acompanhada da preocupação de não impedir que outros objetivos da regulação do mercado de capitais venham a ser atendidos, notadamente a promoção do financiamento da atividade produtiva.

---

[42] EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 290.

[43] COFFEE JR., John C. M*arket Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System.* In: *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, 1984, p. 726.

[44] Alternativamente, valores mais altos poderiam ser cobrados daqueles que se dispõem a remunerar os analistas, o que poderia, por outro lado, acarretar a redução da demanda pela produção autônoma de relatórios e de análises sobre valores mobiliários e empreendimentos objeto de ofertas públicas e, consequentemente, reduzir o nível de informações existente no mercado.

Esse deve ser o vetor da regulação, sob pena de ao tentar corrigir uma falha de mercado específica, criar-se outra dúzia de problemas, dentro e fora do mercado de valores mobiliários.

2.2. A tutela do mercado

2.2.1. A importância da confiança para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários

Além de assegurar ao investidor, no plano individual, informações mínimas para lhe permitir decidir de modo refletido a respeito da negociação de valores mobiliários, o regime de divulgação obrigatória de informações também ajuda a fazer com que, no plano mais geral e abstrato, pessoas interessadas em investir recursos no mercado de valores mobiliários tenham confiança em seu regular funcionamento.

Com efeito, a confiança é um dos elementos essenciais para a criação de um ambiente que permita o regular desenvolvimento do mercado e o sucesso do desempenho de sua função de aproximação entre entes superavitários e deficitários.

Quando da edição do *Securities Act* em 1933, a falta de confiança no funcionamento do mercado de valores mobiliários era um problema grave, tanto assim que o volume de recursos captado por meio das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários caiu drasticamente no período, passando de 9.4 bilhão de dólares em 1929 para 644 milhões em 1932 e 380 milhões em 1933[45].

[45] SELIGMAN, Joel. *The historical need for a mandatory corporate disclosure system.* The Journal of Corporate Law, vol. 9, n.º 1, 1983, p. 51. Segundo Benston, não existem evidências empíricas que mostram que a edição do *Securities Act* de 1933 colaborou para reestabelecer a confiança dos investidores no mercado de capitais. Segundo o autor, o que se observou nos anos seguintes a edição da legislação societária norte-americana foi um aumento significativo no número de ofertas privadas e um importante crescimento dos fundos de investimento e outros investidores institucionais, com cada vez menos investidores individuais dispostos a correr os riscos de investir em valores mobiliários. Para George J. Benston, isso não seria um problema, mas até algo a se promover, haja vista a dificuldade da maioria das pessoas em compreender o funcionamento do mercado. Investir por meio de especialistas seria uma forma mais eficiente de obter rendimentos. BENSTON, George J. *An Appraisal of the costs and benefits of government-required disclosure: SEC and FTC Requirements.* In: *Law and Contemporary Problems*, Vol. 41, No. 3, Reweaving the Corporate Veil (Summer, 1977), p. 54.

Se há uma percepção generalizada de que investidores tem sido alvos de abusos em sua relação com ofertantes ou emissores ou que a regulação estatal não tem funcionado de forma adequada[46], haverá um aumento na percepção coletiva de que o mercado não é confiável para a realização de investimentos.

Por conseguinte, o preço dos ativos negociados tenderá a cair de forma generalizada, uma vez que ninguém saberá quem será o próximo a ser expropriado, nem haverá segurança de que os valores mobiliários negociados valem o que indicam os preços refletidos nos pregões ou o que os ofertantes ou emissores apregoam em suas campanhas coletivas de investimento[47].

Neste ponto vale recorrer a GEORGE A. AKERLOF e o exemplo do mercado de automóveis usados[48].

Se o investidor não tem informações suficientes para distinguir os bons ofertantes e as boas ofertas dos maus ofertantes e das más ofertas, naturalmente aplicará um desconto no preço dos ativos oferecidos por todos os ofertantes, mesmo aqueles que deveriam ser bem qualificados por terem verdadeiramente um produto de qualidade superior. Os ofertantes com produtos qualificados, mas cujo preço foi depreciado de forma generalizada em razão da desconfiança no mercado, por sua vez, não estarão dispostos a vender a preços mais baixos do que determinado limite, pois, caso contrário, sofreriam prejuízos.

Em última análise, o resultado final desse processo é que vendedores com produtos e serviços mais qualificados ou até mesmo investidores podem ser forçados se retirar do

---

[46] "*Investors' belief that they have access to enough information to make informed investment decisions is certainly an important part of investor confidence*. [...] *But there is another aspect to investor confidence, namely the general conviction investors have – or at least had – that the regulatory system provides adequate investor protection and ensures capital market integrity, above and beyond investors' ability to make informed decisions*." PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: information overload and its consequences for securities regulation.* In: *Washington University Law Review*, vol. 81, 2003, pp. 467-468.

[47] A esse respeito, André Pitta afirma que: "*Evidente, portanto, que na falta ou diante da debilidade de tal regime protetivo, os investidores não sentirão confiança suficiente para disponibilizar seus recursos ou o farão mediante a aplicação de um desconto significativo, que se refere justamente à antecipação das perdas que poderão experimentar em função da ausência da proteção adequada, aumentando, inclusive, o custo de capital para os tomadores de recursos, e prejudicando, consequentemente, a função alocativa do mercado de valores mobiliários*." PITTA, André Grünspun. Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários: As alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias. 493 p. Doutorado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, p. 60.

[48] AKERLOF, George A. *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*. In: *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford, Vol. 84, No. 3 1970, pp. 488-500.

mercado[49], que, por sua vez, passará a oferecer apenas produtos de baixa qualidade e a ser dominado por emissores com empreendimentos mais arriscados[50]. A essa situação, em que emissores de valores mobiliários de qualidade superior são obrigados a deixar o mercado como resultado da falta de valorização adequada dos seus ativos por conta de redução generalizada dos preços praticados no mercado, a doutrina denominada de "seleção adversa", que decorre, basicamente, da assimetria informacional[51].

Por isso, argumenta-se que o cumprimento de um regime de divulgação de informações pode evitar que o mercado venha a ser dominado por emissores com empreendimento com maior potencial de lesar os investidores, uma vez que se o público investidor estiver adequadamente informado direcionará os seus recursos para outros empreendimentos, fazendo com que tais emissores sejam gradativamente expelidos do mercado ou tenham de se adequar para se adaptar às exigências dos investidores.

No âmbito das ofertas públicas de distribuição, a ausência de confiança dos investidores no papel de proteção desempenhado pela regulação pode não apenas obstar a realização de novos esforços de distribuição de valores mobiliários, mas também impedir a formação de um mercado para determinado tipo de valor mobiliário.

No contexto brasileiro, foi isso o que em grande parte ocorreu com as ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo em boi gordo após escândalos de fraude com a Fazenda Reunidas Boi Gordo S.A. no final da década de 90 e início dos anos 2000[52], que foram basicamente reduzidas a zero depois que o ocorrido veio a ser descoberto.

---

[49] PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: information overload and its consequences for securities regulation.* In: *Washington University Law Review*, vol. 81, 2003, p. 472.

[50] "*How does an investor recognize the better combinations? Unless people who offer the "better securities" (representing claims in the superior combinations) can distinguish them from others, investors will view all securities as average. Higher quality securities will sell at prices lower than they would if information were available costlessly, and there will be too little investment in good ventures. Meanwhile low-quality securities will attract too much money. It is cheap to offer a low-quality security; such offerings will be over compensated. "Lemons" will dominate the market as the quality of investments offered deteriorates. No firm could recover the costs of offering high quality securities. Investors and society both lose. This is roughly the picture painted by many proponents of the securities laws."*. EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 280. No mesmo sentido: SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 185.

[51] DIAS, Luciana Pires. *Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários: um estudo empírico das transações com partes relacionadas*. São Paulo, 2014, Tese de Doutorado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

[52] A esse respeito, vide a discussão do item 3, do capítulo I, da parte II.

Assim, a regulação deve se preocupar em garantir aos investidores, através de um regime de transparência e amplo acesso a dados e informações, a sensação de que não serão enganados por emissores e ofertantes, ainda que a decisão final de investimento continue a caber única e exclusivamente a cada investidor assim individualmente considerado e ainda que o Estado não seja responsável por assegurar que as informações divulgadas sejam completas e verdadeiras.

Sobre esse último ponto, apesar de não se imiscuir na análise da veracidade ou completude das informações divulgados, o Estado pode e deve punir aqueles que violarem tais obrigações por meio da imposição de um regime de responsabilidade, o que apenas serve para reforçar a confiança dos investidores de que o mercado de valores mobiliários funciona adequadamente.

2.2.2. Formação pública do preço dos ativos negociados

Também é com base na existência, na qualidade e no nível de disseminação das informações que os preços dos valores mobiliários são formados e variam ao longo do tempo.

Essa afirmação é aplicável tanto às ofertas públicas de distribuição, para a formação do preço inicial dos valores mobiliários objeto da oferta, quanto para os valores mobiliários que são negociados em mercado secundário de forma contínua, a partir do regime de divulgação permanente, periódica e eventual de informações[53].

O argumento de que a adequada formação dos preços depende diretamente de um regime de divulgação de informações que funcione adequadamente tem relação direta com

[53] A esse respeito, vide, por exemplo, relatório da audiência pública da Instrução CVM 480/2003, na qual a autarquia afirma que "[...] *a falta de informações de qualidade no decorrer da vida do emissor ou do papel vai sendo gradativamente descontada do preço. Ademais, papéis cujo nível de informação é insatisfatório tendem a ser menos líquidos. As informações periódicas são, portanto, uma fonte primordial de dados sobre o emissor e os seus valores mobiliários que já estejam admitidos à negociação nos mercados. Eles viabilizam a correta precificação dos títulos durante sua permanência no mercado secundário*.". COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública n.º 07/2008, p. 10.

a teoria do mercado de capitais eficiente (também chamada de *efficient capital market hypothesis* ou ECMH)[54].

Segundo a ECMH, dado mercado de capitais será considerado eficiente quando o preço dos valores mobiliários nele negociados refletir todas as informações existentes a seu respeito.

JOEL SELIGMAN, com base no trabalho de EUGENE F. FAMA, mostra que a teoria é geralmente dividida em três hipóteses: a eficiência do mercado poderá ser considerada (a) fraca, quando o preço dos valores mobiliários que estão sendo negociados refletir as informações históricas públicas (passadas e presentes); (b) semiforte, quando o preço refletir todas as informações públicas (passadas, presentes e futuras); e (c) forte, quando o preço refletir todas as informações públicas (passadas, presentes e futuras), inclusive as informações que ainda não foram colocadas à disposição do público.

No contexto da aplicação da ECMH, a variação de preços serviria como um mecanismo de sinalização, tanto para investidores, no que diz respeito a quais valores mobiliários deveriam ser objeto de investimento ou de desinvestimento, quanto para emissores, na tomada de decisão de gastar tempo, energia e recursos em um determinado empreendimento que pode não ser bem aceito pelo mercado.

Se fosse possível comprovar que em dado mercado de capitais a eficiência é forte no sentido da ECMH, então o regime de divulgação obrigatória de informações poderia ser questionado, uma vez que não haveria, em princípio, necessidade de obrigar os emissores a seguirem regras sobre divulgação de informações na medida em que o preço dos ativos negociados já refletiria todos os dados, inclusive aqueles ainda não disponibilizados ao público[55].

---

[54] FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work* in *The Journal of Finance*. New York: Vol. 25, No. 2, 1970.

[55] "*Finally, there is evidence that by the time financial reports are released to the public, their information content is known. Numerous studies have shown that the publication of annual statements is not accompanied by significant share price changes, which indicates that the data contained therein were known and previously discounted, that the statements do not contain information, or that the research was faulty*.". BENSTON, George J. *An Appraisal of the costs and benefits of government-required disclosure: SEC and FTC Requirements.* In: *Law and Contemporary Problems*, Vol. 41, No. 3, Reweaving the Corporate Veil (Summer, 1977), p. 52.

Para a ECMH, quanto mais eficiente for o regime de divulgação de informações, mais perto o preço dos valores mobiliários estará do valor real dos ativos negociados[56], assim entendido como aquele que reflete todas as informações existentes a seu respeito (e não necessariamente o valor "justo" do emissor ou do empreendimento).

É importante considerar também que nem toda informação tornada pública produz reflexos apenas sobre o preço dos valores mobiliários de emissão de um dado emissor. Muitas vezes uma informação de um emissor não só não altera de maneira significativa o preço das ações de sua própria emissão, como pode influenciar o equilíbrio de preço de outros valores mobiliários negociados em mercado, ao revelar, por exemplo, dados do setor da economia comuns a outras empresas listadas no mercado.

Ainda que não seja possível afirmar que os investidores conseguiram obter ganhos na negociação de valores mobiliários após a imposição da obrigatoriedade de registro da oferta pública e de registro dos emissores, estudos de juristas norte-americanos tentaram mostrar que houve redução na volatilidade dos preços dos valores mobiliários. Com mais informações disponíveis, os investidores conseguem prever com mais acuidade o comportamento de determinado valor mobiliário objeto de negociação, o que contribui para reduzir suas margens de variação[57] e aumentar os benefícios sociais que podem ser daí extraídos, como melhor alocação de recursos e redução de custos de agência para monitoramento de administradores[58].

Por outro lado, autores como STIGLER apontam, entretanto, que a redução dos níveis de variação do preço dos valores mobiliários estaria ligada ao fato de que o regime de divulgação obrigatório de informações fez com que empresas que tivessem negócios mais

---

[56] FERRELL, Allen. *The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world.* In: *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, Paper n.º 492, 2004, p. 19.

[57] "*Stigler, Jarrell, and Simn agree that the 1933 act had a further effect: it reduced the variance of outcomes among firms that went public. The losses in unsuccessful firms were not so large after 1933, but the gains from the 'hits' were smaller too. Lower volatility is a benefit (most investors dislike risk)*." EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 312. "*As earlier noted, Stigler reported as one finding of his securities price study that the variance of price ratios was "much higher" in the 1923-1928 period than in the years 1949-1955. Jarrell conducted a similar study of new securities prices and similarly found that post-SEC new issues had lower variances in return relative to the variance of market returns than pre-SEC new issues.". SELIGMAN*, Joel. *The historical need for a mandatory corporate disclosure system.* In: *The Journal of Corporate Law*, vol. 9, n.º 1, 1983, p. 53.

[58] FOX, Merritt. B. *The issuer choice debate.* In: *Theoretical Inquiries in Law 2.2*, 2001, p. 600.

arriscados ficassem de fora do mercado de valores mobiliários, e não que tal alteração tivesse resultado de algum aprimoramento no processo de decisão dos investidores a partir da aplicação da política de ampla divulgação de informações[59].

Em qualquer caso, a doutrina não parece duvidar do papel imprescindível que um regime de divulgação de informações em adequado funcionamento exerce como instrumento regulador do preço dos valores mobiliários e, portanto, como forma de assegurar que os investidores estarão adequadamente informados e poderão adotar uma decisão de investimento consciente e refletida.

A formação do preço dos valores mobiliários a partir da divulgação de informações é importante na oferta pública de distribuição para assegurar que os investidores saibam o custo do que estão adquirindo, mas é essencial para a existência do mercado secundário de valores mobiliários. Com efeito, sem que exista um sistema eficiente de sinalização de preços, torna-se praticamente impossível que os investidores consigam negociar publicamente valores mobiliários.

Por essa razão, a política de divulgação de informações deve ser mais extensa quando o emissor revelar interesse em receber autorização para que seus valores mobiliários sejam admitidos à negociação em mercados organizados de valores mobiliários do que quando comparado com a hipótese em que o ofertante tem interesse apenas em realizar oferta pública de distribuição.

A contrário senso, no caso de o emissor desejar apenas realizar oferta pública de distribuição, sem obter adicionalmente o registro para negociação de valores mobiliários em mercados organizados, a regulação deveria estar afeita a garantir que a formação do preço seja efetivamente demonstrada no momento específico do tempo de realização da oferta pública de distribuição, o que dispensaria todo um arcabouço regulatório extra-oferta que identifica a divulgação de informações como uma das condições para a formação de um mercado secundário após a conclusão dos procedimentos de distribuição.

---

59 "*Stigler, however, dismissed the significance of findings from his study that the variance of price ratios had, in fact, declined after the SEC began administering its compulsory disclosure system, conjecturing that it was the result of SEC exclusion of risky companies rather than a positive benefit of disclosure*.". SELIGMAN, Joel. *The historical need for a mandatory corporate disclosure system.* In: *The Journal of Corporate Law*, vol. 9, n.º 1, 1983, p. 10.

2.2.3. Alocação eficiente de recursos

Em paralelo à formação pública do preço dos valores mobiliários, o sistema de divulgação obrigatória de informações também contribui para possibilitar a alocação mais eficiente[60] não só dos recursos disponíveis para investimento no mercado de capitais, mas também de recursos dos diferentes agentes, públicos e privados, que atuam na chamada "economia real".

Uma das facetas da alocação eficiente no âmbito do mercado de capitais pode ser entendida como aquela na qual os investidores conseguem investir recursos com menores custos e maiores chances de retorno. Nesse sentido, as informações são refletidas no preço dos ativos, que sinaliza para o investidor qual empreendimento pode ser melhor do que outro, contribuindo para o processo de alocação eficiente de recursos.

Para tanto, o regime de divulgação de informações deve ser amplo o suficiente e se aplicar a todos indistintamente, sem prejudicar ou beneficiar determinada categoria de investidores ou de instituições intermediárias que atuem nos processos de distribuição e em negociações do mercado de capitais[61]. Se não fosse assim, apenas um limitado número de investidores teria a possibilidade de alocar seus investimentos de forma eficiente.

O resultado final desse processo seria que a maior parte do conjunto de recursos disponível para investimento teria sido alocado em projetos com chances menores de êxito e, portanto, com perspectivas limitadas de produzirem ganhos, inclusive para a 'economia real', no médio e longo prazo.

---

[60] "*Em regra, a finalidade do mercado de capitais, como a de qualquer outro, é faze-lo apresentar eficiência alocacional e eficiência operacional. Isto é, fazer com que os recursos alocados em tal Mercado obtenham o máximo retorno e que o processo de alocação dos recursos se dê ao custo mais baixo*.". EIZIRIK, Nelson. *As lições do "Caso Vale"*. In: *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, vol.6, n.º 6, jan./abr. 1980, p. 13

[61] "*For many economists, the critical function of the federal securities laws is to ensure the accuracy of securities prices. By "accuracy", economists mean stock prices that conform to the fundamental value of the companies traded*. [...] *By determining the cost of capital for corporate issuers, the securities markets serve in theory as the nerve center for a capitalist economy, encouraging the flow of capital to firms with superior prospects and penalizing less efficient firms by requiring them to pay more for capital*.". COFFEE JR. John C.; SALE, Hillary A., HENDERSON, M. Todd. *Securities Regulation, cases and materials.* Saint Paul: Foundation Press, 13ª ed., 2015, p. 8.

De maneira geral, sem um sistema de divulgação de informações amplo, que permita que o preço dos ativos funcione como uma forma de sinalização a respeito da qualidade do empreendimento e que não privilegie determinado grupo ou categoria de investidores, a alocação de recursos seria ineficiente, no sentido de permitir que emissores com projetos de melhor qualidade, ainda que consigam participar do mercado, sejam prejudicados por aqueles emissores com projetos de qualidade duvidosa, e que tenham êxito em capturar parte da poupança que seria investida nos primeiros.

Ainda nesse ponto, a divulgação obrigatória de informações funciona como uma forma de permitir a efetiva concorrência entre os emissores pelos recursos dos investidores, fenômeno a que se denomina *screening.*

A esse respeito, CALIXTO SALOMÃO FILHO mostra que o *screening* promove a competitividade entre as empresas na medida em que a comparação não é feita apenas entre números e resultados, (taxas de retorno/rentabilidade), mas sim a respeito de quais estruturas de governança e regras garantem melhor os direitos dos investidores.

O autor narra a experiência da criação dos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores de São Paulo e mostra a preocupação em aprimorar o regime de divulgação de informações, tornando-o mais completo, além de outros aspectos, como o oferecimento a minoritários de garantias patrimoniais no momento de saída e mudanças estruturais inovadoras (somente ações ordinárias podem ser listadas e todas as empresas devem ter cláusula arbitral obrigatória, por exemplo)[62].

O regime de divulgação de informações também permite a alocação eficiente de recursos fora do mercado de capitais na medida em que a formação dos preços apontaria para aqueles empreendimentos, atividades e negócios com maior demanda de interesse por parte da sociedade. Se não há interesse do público investidor na aquisição de determinados valores mobiliários, isso pode ser um sinal de que não há demanda pelos produtos e serviços que seriam desenvolvidos a partir daquela captação pública de recursos, fazendo o empreendedor repensar se aquele é mesmo o melhor nicho da atividade econômica a ser explorado.

---

[62] SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário, 4ª ed.* São Paulo: Malheiros, 2011, p. 179

Outra faceta da alocação eficiente de recursos diz respeito ao custo de produção de informações. Sem a regulação estatal, investidores precisariam obter individualmente as informações com os ofertantes e emissores, por meio de negociações privadas, o que lhes traria um custo adicional de negociação, reduzindo, por conseguinte, o montante total disponível para investimento nos valores mobiliários ofertados. Esse custo é reduzido com a transferência da obrigação de divulgação àquele que é o detentor da informação e que, portanto, está mais próximo de sua fonte.

Por estarem mais próximos da fonte de dados[63], emissores e ofertantes naturalmente estão em uma posição mais vantajosa e menos custosa em relação aos diferentes participantes do mercado (investidores, bancos de investimento, corretores de valores mobiliários e demais instituições intermediárias) para produzir as informações que o sistema de ampla divulgação estatal demanda. A mesma lógica se aplica quando os investidores são exigidos a apresentar declarações a respeito de sua capacidade para investir em um determinado ativo, sem que seja necessário ao emissor ou ao intermediário da operação verificar se a declaração é verdadeira, completa ou precisa.

A esse argumento a doutrina denomina *duplicative investment argument*: é mais barato para as pessoas que têm as informações divulgá-las do que impor a terceiros o ônus de obter tais informações. Como há uma redução de custos para todos os envolvidos na cadeia de distribuição de valores mobiliários, sem nenhum prejuízo adicional para o titular da informação, argumenta-se que é melhor adotar o regime de divulgação obrigatória do que deixar ao livre arbítrio dos emissores escolher quais informações serão divulgadas[64].

---

[63] Ao analisar o dever de divulgação de informações em uma relação contratual, ANTHONY KRONMAN afirma que se as partes contratantes agirem de forma racional, deverão chegar a um acordo por meio do qual se impõe a parte que precisará dispender menos recursos a obrigação de produzir e divulgar as informações a outra parte. Caso as partes não cheguem a um consenso, então caberia ao poder judiciário, desde que preocupado com a eficiência econômica da relação, atribuir à parte que menos recursos precisará gastar o dever de produção e divulgação de informações. KRONMAN, Anthony T. *Mistake, disclosure, information and the law of contracts.* In: *The Journal of Legal Studies*, vol. 7, No. 1, (Jan 1978), p. 4.

[64] "*The "duplicative investment" argument for mandatory disclosure requirements is based on the highly plausible assumption that firms are the cheapest cost producers of at least some firm-specific information relevant to firm valuation. Mandatory disclosure is a way of ensuring that it is firms, rather than traders, that produce this information. In the absence of mandatory disclosure, this information might, instead, be generated by traders who wish to capitalize on this information in their trading. If the cost to traders of generating this private information is higher than the cost to the firm of disclosing the information, then mandatory disclosure can play, the argument goes, the socially beneficial role of ensuring that these unnecessary costs are avoided*". FERRELL, Allen. *The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world.* In: *Harvard*

A padronização do formato de divulgação e apresentação de informações financeiras, contábeis e societárias também é benéfica para a função de promover a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários uma vez que facilita a compreensão e comparação de informações de diferentes emissores e, por consequência, aumenta o valor intrínseco de tais informações para os investidores e reduzindo seu custo de análise[65].

Atualmente seria inimaginável um cenário em que as empresas pudessem escolher livremente de que forma preencheriam seus prospectos de distribuição de valores mobiliários ou os formulários de divulgação de informações periódicas ou eventuais.

No Direito Europeu, a recente reformulação da "Diretiva dos Prospectos" aponta justamente para a necessidade de uniformização entre todos os Estados Membros da União Europeia no que toca à regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, o que passaria a ser um meio de permitir que o mesmo emissor, com apenas um único registro em um dos países, possa acessar os públicos investidores de todos os integrantes da União Europeia[66].

Além da padronização em si, a criação de um repositório único e centralizado das informações divulgadas pelas empresas[67] evita que instituições concorrentes tenham que

---

Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, Paper n.º 492, 2004, pp. 41-42.

65 "*Finally, a third justification for mandatory disclosure is the value of standardized substance, format, and quality. At bottom, this is a coordination problem among firms. Standardization through mandatory disclosure improves comparability and thus increases the value of information to investors".* KRAAKMAN, Reinier et. All. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, 2ª ed. Oxford University Press, p. 279. No mesmo sentido, EASTERBROOK and FISCHEL: *"Imposition of a standard format and time of disclosure facilitates comparative use of what is disclosed and helps to create an efficient disclosure language.*" EASTERBROOK, Frank H. FISCHEL, Daniel R. *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors.* In: *Virginia Law Review 669*, vol. 70, 1984, p. 700.

"*A subtler reason in favor of regulation regards the benefit of standardization. Even assuming that firms cannot lie in their disclosure, they have several different ways to present the evidence.* […] *These methods lead to significant different results, depending on the timing of the more successful investments. By making a direct comparison among funds more difficult, these differences in standard impair the process of allocation of capital toward the more talented managers*." ZINGALES, Luigi. *The costs and benefits of financial market regulation*, ECGI Law Working Paper n.º 21/2004, Abril de 2004, p. 21. Disponível em https://ssrn.com/abstract=536682. Acesso em 10/07/2017.

66 Esse objetivo é inclusive parte de um planejamento chamado de "Plano de Ação para a Criação de uma União dos Mercados de Capitais". Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017

67 Como ocorre no Brasil, com o sistema empresas.net administrado pela CVM e pela Bolsa de Valores de São Paulo, e nos EUA, com o *Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System* – EDGAR, organizado pela SEC

duplicar as informações em suas bases de dados e incorrer em custos adicionais com arquivamento, o que, por conseguinte, permite que tais recursos sejam investidos em outras tarefas, contribuindo, assim, para uma alocação mais eficiente de recursos.

Por último, obrigar emissores a produzirem e divulgarem determinadas informações a seu respeito ao mercado contribui para subsidiar o trabalho de análise que deve ser desempenhado pelas instituições intermediárias para a prestação de serviços ao público investidor, reduzindo o custo que tais agentes teriam de incorrer caso fosse necessário negociar e demandar, com cada emissor individualmente, a divulgação de informações[68].

2.2.4. Monitoramento público e privado

A divulgação de informações é igualmente importante para permitir a fiscalização e o monitoramento, tanto público quanto privado, das atividades de ofertantes, emissores e instituições intermediárias que atuam no mercado de capitais.

Sem a obrigatoriedade de divulgação de informações, o exercício de direitos poderia ficar prejudicado e seria potencialmente mais custoso, assim como a atuação fiscalizadora e sancionadora das autoridades governamentais responsáveis por supervisionar o funcionamento do mercado de valores mobiliários[69].

Para investir no mercado de capitais, o investidor espera que o retorno do seu investimento dependa sobretudo do sucesso da administração do empreendimento em que investiu – além, é claro, de circunstâncias normais de funcionamento do próprio mercado de atuação do emissor –, sem ser afetado por fatores ilícitos, como a utilização ou o desvio dos recursos investidos em benefício particular dos controladores ou dos administradores da emissora, corrupção e outros tipos de fraudes[70].

---

[68] "*Mandatory disclosure, in effect, subsidizes research and analysis. At the same time, to the extent investors, securities analysts, and other do search out key information, mandatory disclosure reduces the wasteful transaction costs that result when multiple parties track down the same information*". PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: information overload and its consequences for securities regulation.* In: *Washington University Law Review*, vol. 81, 2003, p. 421.

[69] PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: information overload and its consequences for securities regulation* in *Washington University Law Review*, vol. 81, 2003, p. 418.

[70] "*É evidente que um dos objetivos básicos da regulação deve ser manter ou recuperar a confiança do público no mercado, basicamente no sentido de o investidor poder crer que seus retornos em aplicações no*

O investidor só realizará o investimento, ou o realizaria a um preço significativamente menor, em um claro ajuste de risco *versus* retorno, se acreditar que as estruturas de mercado existentes podem coibir esse tipo de prática. Há a legítima expectativa, portanto, que a partir do funcionamento adequado das regras estruturais do mercado de capitais o investidor não será expropriado. Como discutido anteriormente, sem confiança no funcionamento regular do mercado de capitais e nas instituições responsáveis por sua estruturação, é difícil acreditar em seu pleno desenvolvimento.

Nesse sentido, o regime de ampla divulgação de informações facilita e barateia o monitoramento e a fiscalização, privada e pública, de emissores, ofertantes e das diferentes instituições intermediarias que participam do sistema de distribuição de valores mobiliários[71].

No âmbito do monitoramento privado, a obrigatoriedade de divulgação completa de informações facilita a fiscalização dos atos praticados por administradores, gestores e acionistas controladores, especialmente em países marcados por controle concentrado, como é o caso do Brasil.

Se já é naturalmente complexo e difícil fazer prova de abusos ou desvios de administradores, gestores e controladores, a ausência de exigência de divulgação de informações tornaria a situação ainda mais delicada, sobretudo para o pequeno e médio investidor, que não dispõe de recursos suficientes para ingressar em uma batalha judicial – ou muitas vezes arbitral, o que torna a conta ainda mais cara – para tentar reaver os prejuízos sofridos.

---

mercado de capitais estarão razoavelmente relacionados aos seus riscos. Deve também poder confiar na integridade financeira das instituições e nas informações divulgadas sobre os títulos e sociedades emissoras.". EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais.* Rio de Janeiro, IBMEC, 1977, p. 56.

[71] "*Assim, parece evidente que o regime de disclosure, ao submeter uma grande quantidade de informações atinentes aos negócios dos emissores ao escrutínio de seus investidores e do mercado de modo geral, auxilia na dissuasão e/ou na identificação de eventual comportamento autointeressado dos administradores ou dos acionistas controladores, reduzindo, assim, os custos de monitoramento e as perdas potencialmente experimentadas por investidores em decorrência dos conflitos de agência*.". PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas.* São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 98.

Para possibilitar alguma chance efetiva do exercício de direitos, o argumento é de que é necessário, portanto, ter acesso prévio a informações. E quanto mais baixo for o custo de acesso, mais fácil será o exercício de direitos.

No âmbito do monitoramento público, a despeito das críticas de GEORGE J. BENSTON de que as autoridades governamentais podem acabar por abusar do seu poder de regulação, impondo sempre mais e novas obrigações de divulgação de informações uma vez que não são afetadas pelos custos com o cumprimento de um regime de divulgação mais amplo, a existência de um regime de contínua publicidade sobre as atividades e negócios dos emissores permite o cruzamento de dados e a identificação de condutas ilícitas de forma mais fácil e ágil do que se as informações tivessem de ser descobertas mediante solicitação em procedimentos administrativos ou judiciais.

Com um poder judiciário atuante, os investidores e as autoridades governamentais terão ferramentas para coibir e punir tais atos, o que será refletido em uma melhor alocação de recursos, notadamente naqueles emissores que não se furtam a respeitar as regras previstas na legislação aplicável e os compromissos assumidos com os investidores.

A percepção de que fraudes e irregularidades são apuradas e, quando for o caso, seus responsáveis são punidos, também acaba por manter e atrair novos investimentos no mercado[72].

A despeito das críticas que serão analisadas abaixo, a facilitação do monitoramento e da repressão de práticas em descumprimento à regulação é apontado por alguns autores, como LUIGI ZINGALES, como fator que por si só já justificaria a manutenção do sistema de divulgação obrigatória de informações[73].

---

[72] MELLO, Pedro Carvalho de. *Regulamentação econômica e divulgação de informações das empresas.* In: *Revista da CVM*, vol. I, n.º 1, jan./abr. 1983, p. 53.

[73] "*The above argument suggests that even if firms always had the right incentives to disclose, the case in favor of regulation could be made on the ground of implementation issues. When disclosure is voluntary it is more difficult to check compliance and even more difficult to punish firms who lie*." ZINGALES, Luigi. *The costs and benefits of financial market regulation*, ECGI Law Working Paper n.º 21/2004, Abril de 2004, p. 20. Disponível em https://ssrn.com/abstract=536682. Acesso em 10/07/2017.

3. Críticas ao modelo de ampla divulgação de informações como paradigma da regulação das ofertas públicas de distribuição

3.1. O mercado naturalmente oferecerá informações aos investidores

A primeira crítica ao modelo de regulação por meio da política de ampla divulgação de informações procura combater o argumento de que investidores não teriam acesso às informações necessárias para sua tomada de decisão de investimento sem que o Estado atue positivamente.

Considerando que emissores e ofertantes têm interesse em vender ao público os valores mobiliários objeto da oferta, o contra-argumento é de que é de se esperar que, independentemente de qualquer regra ou política criada e aplicada pelo Estado, os próprios emissores e ofertantes se encarregariam da divulgação necessária para que os investidores pudessem tomar sua decisão de investimento[74].

Se o emissor ou o ofertante deixar de informar o mercado adequadamente, a tendência é que os investidores apliquem um desconto no preço dos valores mobiliários por desconfiarem da capacidade e da integridade daqueles que estão conduzindo o processo de oferta pública. Como isso reverteria em desfavor dos próprios emissores e dos ofertantes, a lógica é que eles tentariam evitar tal situação por meio da adequada divulgação de informações[75].

Se essa desconfiança não for revertida após a conclusão da oferta pública, por exemplo, durante o período de divulgação contínua e periódica de informações a que emissores estão sujeitos nos mercados organizados de valores mobiliários, o preço dos valores mobiliários emitidos poderá passar a ser negociado de forma ainda mais depreciada,

---

[74] "*But such an argument, based solely on ordinary demand and supply conceptions, ignores the simple fact that an issuer must supply the information demands of the potential buyers of its securities, whether private places or underwriters; and firms desiring an active trading market in their securities must supply information sufficient to attract investor interest and to satisfy the needs of recommending brokers and analysts. The whole academic argument is irrelevant because it deals with information unilaterally produced in some kind of empty state of the world, instead of negotiated securities disclosure, where the recipient has some bargaining chips and uses them*." KRIPKE, Homer. *The SEC and Corporate Disclosure: regulation in search of a purpose*. New York: Law & Business, Inc, 1979, p. 118.

[75] A esse respeito vide PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: information overload and its consequences for securities regulation.* In: *Washington University Law Review*, vol. 81, 2003, p. 421. e PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas.* São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 160-161.

por mais que o empreendimento possa ser sólido e ter perspectivas materiais de rentabilidade no futuro.

Adicionalmente, como provavelmente não haverá volume de operações suficiente no mercado para que os investidores possam facilmente desfazer e refazer sua carteira de investimentos, inclusive em razão de falhas no processo de divulgação de informações, a falta de liquidez[76] reforçaria a depreciação de preços e dificultaria novas rodadas de captação de recursos por parte do emissor, afetando, portanto, o mercado primário de tais títulos.

Diante desse panorama, acredita-se que emissores e ofertantes teriam, de partida, incentivos suficientes para autonomamente divulgar informações ao mercado sem qualquer imposição de regras pelo Estado, tanto no âmbito das ofertas públicas iniciais, como forma de fazer com que o preço dos valores mobiliários chegue o mais próximo possível de seu valor real, quanto no âmbito do mercado secundário, na medida em que um mercado secundário ativo, com volume de negociações e liquidez, contribui positivamente para o emissor[77].

Administradores de companhias abertas também teriam incentivos para continuamente divulgar informações exigidas pelo mercado por geralmente terem parte de sua remuneração atrelada a planos de outorga de opção de compra de ações e, por conseguinte, à performance dos valores mobiliários[78], assim como para evitar alegações de

[76] Por liquidez entende-se a capacidade de o investidor converter ativos em dinheiro quando melhor lhe aprouver. Quanto maior a liquidez de um determinado ativo, mais fácil será a sua conversão. Ativos ilíquidos são aqueles que não são negociados com frequência no mercado, dificultando ou até mesmo impedindo que seus titulares consigam convertê-los em dinheiro. Nesse sentido, RACHEL SZTAJN afirma que: "*Dizer que um valor mobiliário é líquido equivale a dizer que tem boas possibilidades de facilmente circular no mercado. Portanto, uma das questões que está ligada à aferição de liquidez depende de se saber se o valor mobiliário é objeto de restrições à livre circulação; outra é medir-se a velocidade com que circula, se não houver restrições. Liquidez e circulação não são, também nessa análise, termos sinônimos*.". SZTAJN, Rachel. *Conceitos de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 126, abr./jun. 2002, p. 13.

[77] O valor de mercado de cotação das ações é uma métrica importante para a companhia. Homer Kripke aponta, por exemplo, que o valor da cotação das ações é um dos elementos que pode influenciar o poder de barganha da companhia em obter financiamentos, taxas de juros mais baixas e condições mais favoráveis em cenários de troca de ações em caso de reorganizações societárias. KRIPKE, Homer. *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose*. New York: Law & Business, Inc., 1979, p. 123.

[78] "*The market value of the stock is also important to the management for personal reasons. The management typically has stock, stock options, phantom stock or stock appreciation rights. If the management is dealing with satisfied stockholders, it can more easily award to itself generous salaries and fringe benefits*." KRIPKE, Homer. *The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose*. New York: Law & Business, Inc., 1979, p. 123.

fraudes ou omissões e mitigar o risco de abertura de processos judiciais ou administrativos contra eles a esse respeito.

De forma equivalente, emissores e ofertantes teriam incentivos para divulgar informações sobre seu histórico e sobre os valores mobiliários por eles ofertados para se diferenciarem das companhias com ativos de baixa qualidade, que não deveriam ser bem qualificadas ou receber a mesma atenção dos investidores. A divulgação de informações funcionaria, nesse ponto, como mecanismo de seleção dos agentes que atuam e deveriam continuar a atuar no mercado em razão da qualidade superior de seus empreendimentos[79].

No que diz respeito ao argumento de que investidores não sofisticados teriam limitado poder de barganha para solicitar informações dos ofertantes sem a imposição de deveres de divulgação de informações, o que poderia fazer com que as informações circulassem apenas entre poucos investidores, a resposta dada a esse crítica é a de que as instituições intermediárias, contratadas pelo conjunto dos investidores não sofisticados, teriam poder suficiente para solicitar essas informações e disseminá-las no mercado.

Assim, portanto, a redução das exigências para formação de um amplo sistema de divulgação de informações poderia vir acompanhado de outras contrapartidas para evitar qualquer prejuízo aos investidores, como a atribuição de mais deveres e responsabilidades às instituições intermediárias, que passariam a ser as responsáveis por garantir que seus clientes estivessem adequadamente informados a respeito de uma determinada oportunidade de investimento no mercado de valores mobiliários.

Atualmente, ainda que as instituições intermediárias estejam sujeitas a regras de *suitability*, a responsabilidade final pela divulgação de informações não é delas, mas sim dos ofertantes. Nesse aspecto, sua atuação está mais relacionada com o dever de diligência de

---

[79] "*To be sure, in theory it can be argued that a mandatory corporate disclosure system is unnecessary because corporate managers possess sufficient incentives to disclose voluntarily all or virtually all information material to investors. With respect to new issues, these incentives, in theory, are strongest.* […] *Voluntary disclosure by issuers of new securities is also thought likely because of the competition among issuers for investors' funds, the likelihood that fuller disclosure will reduce a firm's cost of capital, and the ability of some investors to negotiate for information they consider material. With respect to periodic reporting to shareholders, firms, in theory, will be forthcoming also because financial analysts generally will be more interested in firms that disclose as opposed to those that do not, and analyst interest should result in higher securities prices.*". LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation,* 5ª ed. Nova York: Aspen, 2004, p. 40.

verificar se o ofertante divulgou aos investidores as informações exigidas, na forma e conforme o conteúdo determinado pela regulação.

3.2. O investidor não é melhor protegido pela atual política de ampla divulgação de informações

A segunda crítica procura discutir a premissa de que a imposição da obrigatoriedade de divulgação de informações protege o investidor e evita a tomada de decisões de investimento irrefletidas.

Nesse sentido, argumenta-se que o regime de divulgação obrigatória de informações não seria capaz de efetivamente proteger o público investidor, notadamente os investidores pessoas físicas, porque eles não teriam capacidade técnica, tempo e recursos suficientes para analisar e processar todas as informações divulgadas pelos emissores[80].

De pouco adiantaria, portanto, obrigar os emissores a cada vez mais divulgarem toda sorte de informações a seu respeito se os investidores não conseguem examiná-las criticamente e adotar uma postura racional para decidir a respeito do investimento em valores mobiliários.

Toda a ideia de proteção do investidor seria sensivelmente diminuída em importância diante das dificuldades práticas verificadas no dia a dia para atuar como um verdadeiro agente racional no mercado de valores mobiliários[81].

Ao fazer referência às críticas de que os investidores comuns não teriam capacidade de analisar as informações tornadas públicas pelo regime de ampla divulgação de informações, LEÃES lembra um debate organizado por uma revista em 1973, na qual FÁBIO KONDER COMPARATO teria manifestado seu ceticismo quanto ao funcionamento do princípio do *full disclosure* no Brasil[82].

---

[80] DOUGLAS, William O. *Investor protection.* In: *Yale Law Review*, 1934, p. 2.

[81] PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: information overload and its consequences for securities regulation.* In: *Washington University Law Review*, vol. 81, 2003, p. 435.

[82] Segundo Leães, naquela oportunidade Fábio Konder Comparato teria dado a seguinte declaração: "*Sou cético. Acho que no nosso meio isso não vai representar fator importante na proteção do investidor. O nosso tipo de investidor não tem tradição, nem a educação necessárias para se informar*." LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais & "Insider Trading".* São Paulo: RT, 1982, p. 133. A crítica de

A crítica que se faz é que o órgão regulador deveria se preocupar em solicitar a divulgação de informações que sejam realmente relevantes para a decisão de investimento do investidor, em formatos que permitam a sua compreensão por investidores não sofisticados, sem prejuízo da manutenção dos meios tradicionais de publicação das informações, que podem até ser interessantes para investidores sofisticados ou para o trabalho de comparação e compilação de dados realizado por agentes que fazem parte do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Outro aspecto da crítica é a de que o investidor não sofisticado também não seria melhor protegido pela política de ampla divulgação de informações e, portanto, pelo acesso a informações sobre a oferta ou sobre o emissor, porque essas informações quando chegam a ele já estariam refletidas nos preços dos valores mobiliários em razão da atuação de outros investidores.

A forma pela qual tais informações são refletidas nos preços decorre da análise que é feita por investidores sofisticados, que conseguem avaliar criticamente a informação e precificar o ativo que está à venda antes do que os investidores não sofisticados. Como os investidores não sofisticados não conseguem fazer eles próprios tal avaliação, acabariam aproveitando, quando muito, em um "efeito carona", do reflexo do preço dos ativos a partir da análise que é realizada pelos investidores sofisticados.

A forma como a informação reflete no preço dos valores mobiliários não decorre de um privilégio irregular de acesso dos investidores sofisticados, como é o caso das práticas coibidas de *insider trading*, mas sim do acesso a que tais investidores têm a diferentes fontes

---

Fábio Konder Comparato parece estar mais relacionada com o conteúdo do regime de divulgação de informações atualmente adotado, do que com a correção ou não da política em si. No mesmo sentido, Eizirik: "*Supõe-se que o investidor, uma vez de posse das informações, atuando racionalmente, poderá comparar as distintas possibilidades de investimento (também com base nas informações) e escolher aquela que lhe parecer mais promissora. Esta suposição, porém, só estará correta caso os investidores efetivamente tenham acesso às informações e capacidade de utilizá-las de maneira conveniente. No caso brasileiro, inexistindo uma tradição de mercado, esta suposição não é correta. As informações servem, então, quase que exclusivamente às instituições financeiras capazes de analisa-las tecnicamente e a determinados investidores institucionais. O número de investidores individuais no Brasil realmente ativos na busca e utilização das informações deve ser bastante reduzido, quase inexpressivo. Este tipo de crítica também pode ser formulada à adaptação ao caso brasileiro do sistema norte-americano de prospecto como documento de disclosure*.". EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais.* Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 121.

de informação e do uso de recursos para processar tais informações e prever o que pode ocorrer com o papel no futuro de forma mais célere.

Por exemplo, investidores sofisticados conseguem acompanhar processos judiciais e administrativos de forma mais próxima, obtêm informações sobre o setor de atuação da empresa por outras empresas em que investem, e trocam informações constantemente com outros analistas e assessores financeiros, algo que é economicamente proibitivo para o investidor individual de varejo.

Quando a informação bruta chega ao investidor não sofisticado, o investidor sofisticado já fez grande parte das análises e avaliações cabíveis e negociou com os valores mobiliários de modo a refletir as informações processadas, obtendo ganhos não capturáveis pelo investidor não sofisticado[83].

Por consequência, além de não ser melhor protegido pelo regime de divulgação de informações pois sua decisão de investimento muitas vezes não teria como base as informações divulgadas pela companhia, os investidores de varejo também não conseguiriam aproveitar as oscilações de preços ocasionadas pela publicação de dados em razão da impossibilidade de analisá-las no curto espaço de tempo existente o momento de sua divulgação e do reflexo ocasionado nos preços em razão das negociações realizadas por investidores sofisticados.

3.3. A certificação das ofertas por meio da cadeia de intermediários torna desnecessária a imposição da política de ampla divulgação de informações

A terceira crítica ao modelo de regulação reflete a dificuldade de investidores não sofisticados em extrair valor dos dados e informações divulgados por emissores e ofertantes e sugere uma mudança do destinatário final das informações: ao invés de divulgar informações com o objetivo de informar o público investidor de forma indistinta, o ofertante deveria concentrar seus esforços de divulgação de informações às instituições intermediárias que atuam no mercado, que então ficariam responsáveis por atestar a qualidade da oferta e dos valores mobiliários negociados ao público investidor.

---

[83] EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996. pp. 297-298.

Essa mudança de paradigma seria benéfica especialmente para o investidor de varejo, que, como discutido anteriormente, não teria a capacidade e o conhecimento necessários para processar individualmente a crescente e complexa enxurrada de informações divulgadas pelos emissores[84].

De maneira geral, entende-se que investidores estão mais dispostos a adquirir valores mobiliários provenientes de ofertas que contem com a participação de instituições intermediárias com reconhecida reputação no mercado de capitais do que em participar de ofertas não certificadas ou certificadas por instituições intermediárias pouco conhecidas regionalmente.

A esse tipo de trabalho, no qual determinadas ofertas, valores mobiliários ou emissores recebem um selo ou certificado de agentes externos e independentes, a doutrina confere o nome de *labelling*.

Na medida em que essa atividade sinaliza para o investidor quais ativos são superiores a outros, o investidor estaria melhor informado e mais bem preparado para a tomada de decisão do investimento do que se tivesse de fazer ele próprio a análise da vasta quantidade de dados e informações divulgados pelos emissores.

Do lado do intermediário, a realização de declarações falsas ou incorretas para os investidores poderia colocar em risco o seu ativo mais valioso, a sua reputação, e fazer com que a continuidade de suas operações em mercado fosse colocada em risco, o que funcionaria como desincentivo para práticas abusivas ou desleais[85].

---

84 "*Some countries, including the United States, have partially solved this information asymmetry problem through a complex set of laws and private and public institutions that give investors reasonable comfort that companies that issue shares are being mostly truthful. Among the most important institutions are reputation intermediaries – accounting firms, investment banking firms, law firms, and stock exchanges – who vouch for the quality of securities. These intermediaries are credible because they are repeat players who will suffer a loss of reputation if they let a particular company exaggerate its prospects, that exceeds the intermediary's one-time gains from permitting the exaggeration. The intermediary's willingness to say no to a client is reinforced by legal liability if the intermediary approves false disclosure, and by government prosecution if the intermediary intentionally approves false disclosure*.". BLACK, Bernard S. *Strengthening Brazil's Securities Market*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico Financeiro*, n.º 120, out./dez. de 2000, p. 43.

85 Ao responder a uma das questões formuladas durante as audiências da Comissão Pecora, J.P. Morgan Jr. sintetizou o argumento: "*As to the theory that [a private banker] may become too powerful, it must be remembered that any power which he has comes, not from the possession of large means, but from the*

GEORGE J. BENSTON também trabalha com essa linha de raciocínio: os investidores não têm capacidade, energia e recursos para analisar se as informações divulgadas são verdadeiras, corretas e precisas, de modo a não os induzir a tomada de decisões de investimento equivocadas. Eles estão inclinados a confiar no trabalho de auditores independentes, consultores, analistas e bancos de investimentos, que deveriam certificar a correção e a completude dos números e informações financeiras apresentadas pelas companhias abertas. É a autoridade e o regime de responsabilidade a que estão sujeitos tais agentes que traz a confiança necessária para os investidores depositarem seus recursos no mercado de valores mobiliários.

E tais agentes, argumenta o autor, não teriam incentivos para enganar os investidores, até porque se forem descobertos podem ser expulsos do mercado e assim perder, em caráter definitivo, sua fonte de remuneração. Para evitar os potenciais conflitos de interesses na indústria, notadamente pelo fato de os intermediários receberem remuneração na maior parte das vezes dos próprios emissores, e não dos investidores, a regulação estatal, neste específico aspecto, seria muito bem-vinda, segundo GEORGE J. BENSTON [86].

Igualmente preocupado com o potencial conflito de interesses, BERNARD BLACK lembra que o excesso de confiança nos intermediários pode representar um fator de instabilidade para o sistema.

Mesmo no mercado de agentes intermediários, não seria possível evitar o problema da assimetria informacional, consistente em separar os intermediários verdadeiramente sérios e capazes de realizar sua função com respeito aos deveres fiduciários que lhe são impostos pela profissão daqueles que se revelam inidôneos para tal atividade. Para afastar

---

confidence of the people in his character and credit, and that that power, having no force to back it, would disappear at once if people thought that the character had changed or the credit had diminished.". SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street. A history of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, 3ª edição. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2003, p. 24.

[86] "*However, it can be argued that C.P.A.'s and investment bankers can be compromised by those from whom they receive fees: being human, they may succumb to greed. Government regulation may play a role in requiring the publication of inside dealings and potential conflicts of interest, in ensuring the independence of C.P.A.'s and investment bankers, and in prosecuting those who violate their fiduciary responsibilities*." BENSTON, George J. *An Appraisal of the costs and benefits of government-required disclosure: SEC and FTC Requirements.* In: *Law and Contemporary Problems*, vol. 41, n.º 3, 1977, p. 44.

essa crítica, caberia aos órgãos reguladores, conforme apontado por GEORGE J. BENSTON, acompanhar e monitorar de perto as atividades desses agentes, aplicando penalidades sempre que configurada a prática de atos ilícitos[87].

Situação similar ocorre com as bolsas de valores e com os mercados de balcão organizado. Quanto mais liquidez o mercado secundário tiver, maior será o sucesso da entidade que o administra, inclusive por meio do incremento da cobrança de taxas.

A liquidez de um mercado depende do volume de transações realizadas, o que está relacionado com a quantidade de valores mobiliários em circulação e com o número de investidores ativos. Se investidores são enganados ou manipulados em suas negociações no mercado secundário, as chances de novas negociações ocorreram de forma repetida é reduzida e, por conseguinte, a liquidez do mercado passa a ser mais restrita. Como consequência, as entidades administradoras do mercado podem ter suas taxas de retorno diminuídas sensivelmente. Para evitar que isso aconteça, uma das ferramentas utilizadas é justamente exigir dos ofertantes a contínua divulgação de informações.

Nesse cenário, em que instituições intermediárias e as próprias entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários demandariam a divulgação de informações por parte de ofertantes e emissores, argumenta-se que não seria necessário criar regras públicas adicionais para estruturar um rígido e obrigatório regime de divulgação de informações.

3.4. Subsídio indevido a autoridades e instituições intermediárias

O argumento de que a política de ampla divulgação de informações subsidia as atividades de autoridades públicas e instituições intermediárias, o que reduziria os custos de

[87] "*The result is ironic: the principal role of reputational intermediaries is to vouch for the quality of disclosure and thus reduce information asymmetry. But information asymmetry in the market for reputational intermediaries limits their ability to play this role. Common solutions involve legal rules that make the intermediaries liable to investors and government policing of the reputational intermediaries, including licensing, revoking the licenses of misbehaving intermediaries and occasional criminal prosecution*.". BLACK, Bernard S. Strengthening Brazil's Securities Market. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico Financeiro*, n.º 120, out./dez. de 2000, p. 44.

monitoramento e acesso a informações por parte dos investidores e promoveria uma melhor alocação de recursos, também não está isento de críticas.

Após analisar os custos e benefícios de um sistema obrigatório de divulgação de informações, GEORGE J. BENSTON conclui que os custos superam os benefícios da política, o que não justificaria a manutenção do sistema, nem muito menos um avanço cada vez maior no sentido de ampliar a obrigação de *disclosure*[88]. Inconformado com caminho pelo qual a regulação parece seguir, o autor questiona quais grupos e quais interesses poderiam estar por de trás do que ele considera como um verdadeiro retrocesso.

Iniciando pelas agências públicas reguladoras e as autoridades responsáveis por administrar aplicação do regime de ampla divulgação de informações, GEORGE J. BENSTON afirma que por mais que consideremos que a maioria dos agentes públicos é honesto e busque promover o interesse público, as agências reguladoras não são as responsáveis por suportar os ônus e custos financeiros de um regime de divulgação de informações mais amplo. Quando os custos não são arcados por uma determinada pessoa, a tendência natural é querer mais daquilo, em vez de se contentar com aquilo que já possui, afirma o autor.

Por isso, quando as agências se veem diante da necessidade de responder a alguma questão a qual pensam não reunir conhecimento suficiente, em termos de dados e informações disponíveis, ou quando ocorre um determinado problema no mercado e a agência é questionada por terceiros a respeito do porquê não fiscalizou ou controlou determinada questão com antecedência, a providência mais comumente utilizada é burocratizar o sistema e solicitar mais informações dos regulados, sem maiores considerações quanto aos custos para produção de tais informações e seus benefícios para o mercado e para o público investidor, no curto, médio e longo prazos[89].

Do ponto de vista dos analistas de valores mobiliários, administradores de recursos e outros intermediários que atuam no mercado de valores mobiliários, tais agentes precisam

---

88 BENSTON, George J. *An Appraisal of the costs and benefits of government-required disclosure: SEC and FTC Requirements.* In: *Law and Contemporary Problems*, vol. 41, n.º 3, 1977, p. 61 e seguintes.

89 "*Nevertheless, more data are demanded of corporations because more is almost always better than less to those who do not have to pay the cost of production*". BENSTON, George J. *An Appraisal of the costs and benefits of government-required disclosure: SEC and FTC Requirements.* In: *Law and Contemporary Problems*, vol. 41, n.º 3, 1977, p. 61.

das informações divulgadas pelas companhias para orientar seus clientes a respeito das melhores oportunidades de investimento.

Assim como as autoridades públicas que administram o sistema de ampla divulgação de informações, tais agentes não pagam pelo custo de produção de informação e, portanto, não é surpresa alguma identificá-los entre aqueles que têm interesse em um regime de divulgação de informações cada vez mais amplo.

GEORGE J. BENSTON faz uma crítica específica a esse respeito: diferentemente de investidores, que quando solicitam mais informações podem, em determinadas situações, serem cobrados por isso (quando, por exemplo, na emissão de algum título, por meio de um desconto na remuneração futura prometida), os analistas trabalham com informações preponderantemente no mercado secundário, o que faz com que a ampliação do regime informacional dificilmente custe algo a mais para eles ou para seus clientes, já que os emissores têm dificuldades em cobrar por uma informação sobre ativos que já venderam no passado.

Por último, ao analisar o papel de advogados, contadores e auditores, GEORGE J. BENSTON argumenta que esses agentes se beneficiam de um regime de *disclosure* mais amplo na medida em que precisam validar mais informações para mitigar eventuais responsabilidades de seus clientes e, portanto, podem cobrar honorários mais polpudos em razão da extensão dos serviços prestados.

Por outro lado, é preciso reconhecer que os intermediários, e principalmente distribuidores e auditores, também podem ser demandados a responder por eventuais omissões, fraudes ou quebras de deveres fiduciários no processo de divulgação de informações, o que faz com que se incentivo a defender um regime de *disclosure* mais amplo do que o atualmente em vigor não seja tão vigoroso assim[90].

[90] "*The Securities Act changed accountants' liability dramatically, and now an investor may sue an accountant if, having relied on false or misleading statements, he "shall have purchased or sold a security at a price which was affected by such statement" (Section 18). It is important to note that the accountant must prove that the investor's loss was not a consequence of the financial statements rather than that the investor prove that he actually was misled by or even saw the statements*." BENSTON, George J. *Required disclosure and the stock market: an Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934.* In: *The American Economic Review*, vol. 63, n.º 1, mar. 1973, pp. 135

Em sentido contrário ao manifestado por GEORGE J. BENSTON, alguns autores afirmam que os intermediários e agentes do sistema de distribuição de valores mobiliários não são os beneficiários finais da política de divulgação de informações, mas meros participantes do processo, que devem ser remunerados pelos serviços contratados e funções desempenhadas como qualquer outro prestador de serviços[91].

Com efeito, autores como JOHN C. COFFEE JR. defendem que ao reduzir o custo marginal de produção de informações dos analistas, a regulação promove mais pesquisa e conteúdo sobre emissores e seus valores mobiliários, o que, em última análise, reflete no preço das ações e contribui para a formação de um mercado de valores mobiliários como um todo mais eficiente, o que é do interesse não apenas dos investidores, mas dos próprios emissores, que conseguiriam atrair um fluxo de capitais mais relevante para seus empreendimentos[92].

3.5. Restrições a novos entrantes no mercado

Outra crítica ao atual modelo de regulação é o efeito limitador a novos entrantes no mercado de valores mobiliários.

Em um modelo de regulação com poucas exceções à regra de registro obrigatório e no qual a definição de oferta pública alcança as mais variadas situações e agentes, a obrigatoriedade de registro da oferta e do próprio emissor funcionaria como um relevante desincentivo para que empresas, notadamente as de menor porte econômico, buscassem captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários.

De forma contrária a essa linha de raciocínio, argumenta-se que se a empresa não estiver pronta para suportar o ônus de cumprir o regime de divulgação ampla de informações parametrizado na regulação, então talvez o mercado de capitais não deveria mesmo servir como uma alternativa de captação de recursos para tais entidades.

---

[91] MELLO, Pedro Carvalho de. *Regulamentação econômica e divulgação de informações das empresas.* In: *Revista da CVM*, vol. I, n.º1, jan./abr. 1983, p. 55. A respeito das teorias da regulação, inclusive no que diz respeito às hipóteses de regulação por interesse público ou por captura, vide EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais.* Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

[92] COFFEE JR., John C. M*arket Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*. In: *Virginia Law Review,* vol. 70, n.º 4, 1984, p. 729.

Nesse ponto, é importante que a política de ampla divulgação de informações e o objetivo de proteção do público investidor não sejam tidos como um fim em si mesmo, nem venham a ser concretizadas com exclusão dos demais objetivos da regulação do mercado de capitais, incluindo, especialmente, a promoção do financiamento da atividade produtiva de pequenas e médias empresas.

Por essa razão, se determinadas empresas não possuem estrutura para se adequar ao mesmo regime de divulgação de informações de emissores com faturamento e porte financeiro mais robusto, a postura da regulação não deve ser a de um "dar de ombros", mas sim buscar mecanismos que assegurem a proteção do público investidor e, também, permitam a utilização do mercado de capitais como alternativa de financiamento por tais empresas.

Alguns caminhos que poderiam ser explorados e que serão discutidas nessa dissertação com mais detalhes nos capítulos seguintes seriam, por exemplo, a criação de um regime de *disclosure* diferenciado, a imposição de limite de investimento por investidor ou o estabelecimento de restrições ao montante total de recursos que pode ser captado em rodadas de investimento de emissores de pequeno porte.

O que fica dessa crítica é a necessidade do reconhecimento de que as regras de divulgação de informações no mercado de valores mobiliários, efetivadas através da imposição do sistema de registros, devem ser moduladas de forma compatível com as características da oferta pública e com o estágio de desenvolvimento do emissor que pretende ingressar no mercado.

3.6. Divulgação de informações comercialmente e concorrencialmente sensíveis

O cumprimento do regime de ampla divulgação de informações também poderia acabar por favorecer concorrentes ao demandar a divulgação de informações comercialmente sensíveis[93], o que funcionaria como desincentivo à utilização do mercado

[93] "*Their primary fear is that excessively high disclosure standards will result in disclosures that the firm's competitors can exploit. To illustrate, while disclosure of future business plans or new products should enhance the accuracy of securities prices, it may also allow competitors to mimic those plans; over time, this could*

de capitais como forma de captação de recursos ou à realização de novos investimentos em pesquisa e desenvolvimento.

Da mesma forma, fornecedores ou clientes que poderiam ter acesso a informações sobre a produção de produtos ou serviços e utilizá-las para barganhar melhores condições com o emissor.

Também de forma contrária a esse raciocínio, lembra-se que como agentes de diferentes setores da economia atuam no mercado, ainda que em determinado momento um deles possa vir a ser prejudicado por determina divulgação de informações, em outras situações pode acabar se beneficiando da divulgação de informações realizada por seus pares, o que neutralizaria eventuais efeitos negativos do modelo.

Outros autores argumentam que o regime de ampla divulgação de informações aplicado a todos indistintamente poderia, na verdade, favorecer um regime de concorrência mais justo, na medida em que afastaria do mercado ofertantes e emissores inescrupulosos, que fixariam seus preços em valores intencionalmente mais baixos de modo a agir de forma predatória em relação aos fluxos de capitais[94].

4. Alternativas ao modelo de ampla divulgação de informações

A partir das críticas expostas nos itens anteriores, iniciaram-se debates, sobretudo nos Estados Unidos da América, em torno de modelos alternativos que pudessem substituir a obrigatoriedade de ampla divulgação de informações como política de regulação.

Ainda que não seja possível afirmar que exista unidade entre os teóricos, uma das críticas mais comuns é a de que a regra de que toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser registrada perante uma autoridade estatal reguladora representa uma

reduce the incentive to invest in research and development.". COFFEE JR. John C.; SALE, Hillary A., HENDERSON, M. Todd. *Securities Regulation, cases and materials.* Saint Paul: Foundation Press, 13ª ed., 2015, p. 9.

94 "*One purpose of 1933 Act was to protect 'honest corporate business' from 'illegitimate competition of financial racketeers'".* FLETCHER III, C. Edward. *Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws*. In: *Duke Law Journal*, 1988, p. 1134.

abordagem "*one-size fits all*", que ignora as particularidades de cada oferta pública e de diferentes emissores e grupos de investidores envolvidos[95].

Ao tratar pessoas e situações diferentes com um mesmo e único remédio, a regulação acabaria por limitar significativamente as oportunidades de utilização dos mecanismos de distribuição pública de valores mobiliários como forma de financiamento da atividade produtiva, o que prejudicaria emissores, que por vezes precisariam recorrer a outras formas de captação de recursos, com taxas geralmente mais caras, e limitaria também o leque de possibilidades de investimentos a que o público investidor poderia ter acesso.

Nesse sentido, as alternativas apresentadas procuram combater a visão de que o público investidor do mercado de capitais é composto massivamente por pessoas com pouco conhecimento no funcionamento do mercado e, portanto, sujeitos fáceis de manipulações e fraudes, assim como a crença de que administradores e controladores estariam sempre predispostos a divulgar única e exclusivamente dados e informações que lhes pudessem favorecer, escondendo do público tudo aquilo que poderia, em alguma medida, atrapalhar a captação de recursos ou não gerar benefícios possíveis de serem capturados privadamente.

4.1. A escolha do regime de divulgação de informações pelos emissores

Entre as diferentes alternativas ao modelo de regulação por meio da exigência da ampla divulgação de informações, ALAN PALMITER[96] propõe que os emissores tenham o direito de escolher a qual conjunto de regras devem se sujeitar no âmbito de operações no mercado de capitais, o que incluiria a modulação do nível de divulgação de informações que entendem ser o mais apropriado para as ofertas públicas de distribuição dos valores mobiliários de sua emissão.

Nesse sentido, caberia ao emissor, a partir da negociação privada com investidores, intermediários e demais profissionais atuantes no mercado de capitais, determinar qual seria a extensão da divulgação de informações aplicável a determinada oferta pública de

---

95 "*For many firms – and investors – the costs of one-size mandatory disclosure are unwarranted and often unwanted*". PALMITER, Alan. *Toward disclosure choice in securities offerings*. In: *Columbia Business Law Review*, 1999, p.5.

96 PALMITER, Alan. *Toward disclosure choice in Securities Offerings*. In: *Columbia Business Law Review*, 1999.

distribuição, sem qualquer tipo de imposição ou intervenção por parte das autoridades reguladoras estatais.

Para o autor, esse seria o melhor modelo de regulação na medida em que permitiria a emissores, investidores e intermediários definirem, em conjunto, quais informações realmente devem ser objeto de divulgação, até o limite em que os custos de divulgação superariam os benefícios capturados pelos participantes do mercado. As forças de mercado seriam as responsáveis, segundo o autor, por definir o modelo de divulgação de informações a ser seguido, e não o Estado, afastando, assim, possíveis distorções do modelo de divulgação obrigatória estatal[97].

O direito de escolher a qual regime de divulgação de informações se sujeitar seria positivo na medida em que o emissor teria liberdade para determinar o regime capaz de produzir o melhor resultado de ganhos sociais vis a vis os custos de *compliance* com a regulação[98].

De forma equivalente, serviria como mecanismo de defesa a reguladores monopolistas, que muitas vezes não estariam preocupados necessariamente em criar regras que, de um lado, pudessem favorecer captações públicas de recursos e, de outro lado, garantir algum nível de proteção ao público investidor e que poderiam, ainda, sofrer captura pelos entes regulados[99].

Segundo a teoria de ALAN PALMITER, passariam a existir dois tipos de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários: as ofertas públicas "certificadas" pela

---

97 Em sentido oposto é a opinião de Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, que não acreditam que a liberdade privada dos agentes ou mesmo a autoregulação poderiam funcionar adequadamente como meios de tutela do mercado de capitais: "*De fato, a auto-regulação do mercado não passa de uma utopia liberal, que, na prática, o destrói. Assim, a ação oficial pode ser vista como fator de sua eficiência e até mesmo de sua própria manutenção. Na verdade, como sugestivamente disse Paul A. Samuelsen, a Securities and Exchange Commission foi a melhor coisa que poderia ter acontecido à Wall Street.".* TEIXEIRA, Egberto Lacerda. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, vol 1. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 32.

98 "*The issuer`s socially optimal level of disclosure is reached when the marginal social benefits equal the marginal social costs*". FOX, Merritt B. *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why issuer choice is not investor empowerment*. In: *Virginia Law Review*, vol. 85, n.º 7, out. 1999, p. 1339.

99 "*Self-tailored regulation also reduces the risk of regulatory capture, in which regulators cater to the interest of the regulated intermediaries. Regulators who seek employment within the regulated industry or who are under the oversight of Congressional subcommittees with which intermediaries have influence may experience regulatory capture*". CHOI, Stephen. *Regulating Investors Not Issuers: a Market-Based Proposal.* In: *California Law Review*, vol. 88, 2000, p. 16.

autoridade reguladora, que seriam aquelas aderentes ao modelo de divulgação de informações exigido pelo Estado, e as ofertas públicas "não certificadas", que não seguiriam o modelo de divulgação de informações exigido pelo Estado, mas sim o consenso formado privadamente entre emissores, intermediários e investidores.

Nessas últimas, os emissores teriam ampla liberdade para discutir e negociar com os investidores e intermediários envolvidos a extensão ótima de divulgação de informações, que poderia variar de nenhuma divulgação de informações para um regime até mais extensivo e rígido do que aquele atualmente exigido pelas autoridades reguladoras.

Nas ofertas públicas "não certificadas", a única regra de divulgação de informações a ser obrigatoriamente observada seria a de informar ao mercado que aquela oferta não seria realizada com base no modelo estatal proposto de *disclosure*, mas sim com base em outros parâmetros definidos pelas partes envolvidas, detalhando-os especificamente.

A proposta de ALAN PALMITER seria aplicável apenas às ofertas públicas de distribuição, para as quais o autor entende que existe efetiva possibilidade de negociação de do conjunto de dados e informações a ser divulgado.

Como nas ofertas públicas de distribuição o emissor precisa convencer o investidor e os intermediários de que o preço a ser cobrado pelos valores mobiliários reflete, de fato, o valor da empresa ou do empreendimento a ser financiado, a divulgação de informações e dados faria naturalmente parte do processo de negociação.

O mesmo fenômeno não ocorreria no âmbito das negociações em mercados organizados de valores mobiliários, na medida em que a maior parte das transações seriam realizadas apenas entre investidores e a relação com os emissores se tornaria mais distante e dispersa, reduzindo significativamente o poder de barganha para solicitação de informações[100].

[100] O autor reconhece que a força da corrente que defende a divulgação de informações voluntária está baseada principalmente nas ofertas públicas de distribuição, onde os investidores possuem algum poder de barganha em relação aos emissores. PALMITER, Alan. *Toward disclosure choice in securities offerings*. In: *Columbia Business Law Review*, 1999, p.98.

Dessa forma, a proposta do autor estaria limitada àquelas empresas que buscam captar recursos publicamente, mas que não têm interesse em manter-se sujeitas a um regime de contínua divulgação de informações, o que seria premissa para permitir que seus valores mobiliários pudessem ser negociados em mercados organizados.

A despeito de o autor não entrar no mérito da discussão, a inexistência de um mercado secundário para os valores mobiliários poderá afetar negativamente a disposição dos investidores em aportar recursos em tais emissores, dificultando, em última análise, a captação de recursos que o autor procura promover por meio da flexibilização da regra de divulgação de informações[101].

Na proposta de ALAN PALMITER, órgãos reguladores, como a SEC, passariam a disciplinar diferentes opções de regime de divulgação de informações, em vez de impor um único modelo padrão para todos os emissores.

Na medida em que fossem disponibilizadas diferentes opções a serem seguidas pelos emissores, o órgão regulador teria a oportunidade de acompanhar as reações e as demandas do mercado a respeito de cada um deles e, ao longo do tempo, depois de coletar as impressões e solicitações dos diversos agentes que atuam no mercado, atualizá-los de modo a tornar mais aderente ao que o mercado entende como o nível ótimo de divulgação de informações[102].

O autor também esclarece que a escolha, pelos emissores, do regime de divulgação de informações alcançaria determinadas regras de responsabilidade por divulgação de informações falsas ou incorretas, aplicáveis quando não pudesse ser comprovado que o emissor ou os intermediários atuaram diligentemente, que passariam a ser igualmente negociáveis.

---

101 "*To the extent an investor protection device aimed at the secondary market increases investor valuation of the security, knowledgeable investors take the presence of the secondary market protection into account in deciding how much to pay during a primary offering directly from the issuer*". CHOI, Stephen. *Regulating Investors Not Issuers: a Market-Based Proposal*. In: *California Law Review,* vol. 88, 2000, p. 55.

102 "*The role of form-giver would clarify the agency's mission to facilitate market process, rather than guess the needs of investors*". PALMITER, Alan. *Toward disclosure choice in securities offerings*. In: *Columbia Business Law Review*, 1999, p.95.

Apesar disso, ALAN PALMITER ressalta que as regras gerais relacionadas ao cometimento de atos ilícitos no mercado e a competência da autoridade reguladora local não seriam afastáveis pela escolha do emissor. O mesmo valeria para os intermediários, que continuariam a se sujeitar às regras atualmente existentes, inclusive ao regime de autoregulação das entidades privadas nas quais seriam afiliados.

ALAN PALMITER defende que o modelo de escolha do regime de divulgação de informações pelo emissor poderia funcionar por algumas razões.

Em primeiro lugar, a imagem do investidor ignorante, que aceitaria comprar qualquer coisa que lhe fosse oferecida pelos intermediários, não estaria mais condizente com a realidade observada no mercado primário, no qual investidores estariam cada vez mais afeitos a adquirir valores mobiliários daqueles emissores que adotam níveis melhores de governança corporativa, evitando emissores que não seguem esse caminho[103].

Em segundo lugar, a maioria das decisões de investimento estaria baseada preponderantemente em análises realizadas e divulgadas por intermediários, e não por estudos feitos diretamente pelos investidores[104]. Na medida em que caberia aos intermediários o papel de, na prática, informar os investidores, a melhor forma de proteger os investidores não seria por meio do enrijecimento do regime obrigatório de divulgação de informações, mas sim por garantir que os intermediários pudessem atuar sempre no melhor interesse de seus clientes. Nesse sentido, o risco de dano a imagem e de perda de reputação funcionaria como um importante desincentivo para comportamentos oportunistas e práticas que pudessem prejudicar o público investidor.

O terceiro argumento trazido pelo autor é que nem todos os sinais em que o público investidor se apoia para a aquisição de valores mobiliários decorrem de informações sobre o emissor ou seus valores mobiliários.

---

[103] O autor mostra, por exemplo, que muitos emissores aderentes a hipóteses de dispensa de registro nos Estados Unidos da América tiverem que preparar demonstrações financeiras auditadas a pedido dos investidores, que entendiam que a dispensa de auditoria nas demonstrações financeiras era inaceitável, por mais que a regulação assim permitisse. PALMITER, Alan. *Toward disclosure choice in securities offerings*. In: *Columbia Business Law Review*, 1999, p.111.

[104] " '*Truth in securities*' *is in fact truth not to investors but to their intermediaries*". PALMITER, Alan. *Toward disclosure choice in securities offerings*. In: *Columbia Business Law Review*, 1999, p.112.

A esse respeito, ALAN PALMITER defende que os emissores poderiam se valer, por exemplo, da circunstância de que determinados investidores institucionais escolheram participar da oferta para mostrar que a oportunidade de investimento é vantajosa e deveria ser acompanhada por outros participantes do mercado que buscam ter sucesso em seus investimentos.

Ao lado de ALAN PALMITER, ROBERTA ROMANO[105] também defende o modelo de regulação em que a decisão pelo regime legal aplicável caberia aos emissores, sem fazer, entretanto, qualquer distinção entre transações com valores mobiliários no mercado primário e mercado secundário.

No contexto da divisão de competências e normas dos Estados Unidos da América, a autora propõe ainda que os diferentes modelos de regulação dos mercados de valores mobiliários e das ofertas públicas de distribuição seja matéria de competência dos Estados, e não do governo federal norte-americano, o que permitiria uma espécie de "competição" pela criação de normas que maximizassem a criação de valor, tanto para investidores, quanto para os emissores, tal qual existe com a regulação de sociedades empresariais.

A despeito da argumentação de ALAN PALMITER e de ROBERTA ROMANO, outros autores, como o professor da Faculdade de Columbia, MERRITT B. FOX[106], mostram-se contrários ao modelo de escolha da regulação pelos emissores.

Para MERRITT B. FOX, ao se conceder ampla liberdade de escolha do regime de divulgação de informações abre-se espaço para a adoção de modelos cuja extensão da divulgação de informações seja substancialmente inferior ao nível ótimo de geração de benefícios ao público investidor e ao mercado de valores mobiliários[107].

---

[105] ROMANO, Roberta. *Empowering investors: a market approach to securities regulation*. In: *The Yale Law Journal*, vol. 107, n.º 8, jun. 1998.

[106] FOX, Merritt B. *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why issuer choice is not investor empowerment*. In: *Virginia Law Review*, vol. 85, no. 7, 1999. FOX, Merritt. B. *The issuer choice debate.* In: *Theoretical Inquiries in Law 2.2*, 2001.

[107] "*I have presented a simple model showing that where the private marginal costs of an issuer's disclosures exceed the social marginal costs of these disclosures, the issuer will wish to disclose at a level than is socially optimal. Thus, if the issuer is allowed to choose the disclosure regime by which it is governed, it will choose one requiring it to disclose at less than the socially optimal level*". FOX, Merritt. B. *The issuer choice debate.* In: *Theoretical Inquiries in Law 2.2*, 2001, p. 574.

O autor defende que o atual regime de divulgação de informações é capaz de aumentar a acuidade do preço dos valores mobiliários e produzir benefícios sociais por meio da melhor alocação de investimentos entre os diferentes projetos de captação de recursos colocados ao mercado, além de reduzir os custos de agência e riscos de cometimento de atos ilícitos contra investidores, com a facilitação da fiscalização da atuação dos administradores, razão pela qual não deveria ser substituído por um regime de escolha da legislação aplicável pelos emissores.

Nesse sentido, MERRITT B. FOX analisa o balanço entre os custos privados e públicos vis a vis os benefícios privados e públicos, assim como os correspondentes incentivos e desincentivos para a escolha entre diferentes regimes de divulgação de informações.

Para o autor, os custos com o cumprimento de um sistema de divulgação de informações poderiam ser divididos em "custos operacionais" (*operational costs*) e "custos interempresariais" (*interfirm costs*).

Os custos operacionais são aqueles envolvidos na produção, edição e divulgação de informações, tais como contratação de auditores, assessores legais e consultorias, horas de trabalho de colaboradores internos, entre outros, para os quais há efetivo desembolso de recursos. São suportados tanto pela empresa divulgadora, quanto pelo público investidor e pelo mercado. Por exemplo, ao realizar uma oferta pública inicial de distribuição, espera-se que o preço das ações tenha como componente o ônus financeiro de cumprimento com o regime de divulgação de informações que teve de ser incorrido pelo emissor. Por essa razão, os custos operacionais são identificados por MERRITT B. FOX como "custos sociais" ou "custos públicos".

Os custos interempresariais, por sua vez, são aqueles que decorrem do fato de que a divulgação de certas informações pode colocar o emissor em uma situação de desvantagem em relação a outros emissores, fornecedores e clientes, que podem se valer de tais informações para melhorar sua posição em relação à empresa divulgadora. Não há desembolso efetivo de recursos quando o emissor incorre em custos interempresariais. Como os custos interempresariais não são líquidos, em princípio são suportados exclusivamente

pela empresa divulgadora da informação. Igualmente por essa razão, os custos interempresariais são identificados por MERRITT B. FOX como "custos privados".

Os benefícios, por sua vez, são divididos em "benefícios privados" e "benefícios públicos ou sociais".

Os benefícios privados são todos aqueles que podem ser capturados e retidos por administradores e controladores da empresa divulgadora, em benefício seu ou do próprio emissor.

Os benefícios públicos ou sociais, por outro lado, são aqueles que têm como destinatário o público investidor da oferta, do emissor ou próprio mercado como um todo e, como tal, não conseguem ser retidos pelo emissor ou por seus administradores e controladores em razão do caráter de bem público das informações.

Segundo a teoria de MERRITT B. FOX, os custos operacionais e interempresariais com a divulgação de informações tendem a ficar maior quanto mais divulgação for exigida, enquanto os benefícios privados e públicos costumam ser reduzidos. Haveria, portanto, uma relação de causa e efeito e uma relação de proporcionalidade.

Os administradores e controladores dos emissores tenderiam chegar até o nível em que eventual acréscimo nos custos com a divulgação de informações não superem os benefícios privados que poderiam ser extraídos do cumprimento do regime informacional.

O problema, segundo MERRITT B. FOX, é que o ponto de equilíbrio no qual os benefícios privados deixam de justificar os custos incorridos seria alcançado antes do ponto de equilíbrio em que os benefícios públicos gerados a partir da ampla divulgação de informações superam os custos incorridos.

Em outras palavras, a partir de um determinado momento, controladores e administradores teriam de aceitar incorrer em mais custos, sem qualquer contrapartida por meio de acréscimo a seus benefícios privados, para garantir que os benefícios públicos

adicionais que podem ser gerados com a divulgação de informações sejam efetivamente obtidos.

Esse "momento" na linha do tempo é geralmente representado por quando outras empresas passam a se beneficiar da divulgação de informações do emissor divulgadora sem ter de lhe pagar nada mais por isso.

Como administradores e controladores não estariam dispostos a gastar mais com divulgação de informações se não conseguirem receber benefícios privados em troca do custo marginal a ser incorrido, o regime de escolha de divulgação de informações faria com que os administradores pudessem adotar uma postura mais conservadora e simplesmente decidir por não incorrer em custos adicionais com a divulgação de informações, ainda que mais benefícios públicos pudessem ser gerados caso tais custos fossem incorridos[108].

Por consequência, a imposição do regime de divulgação de informações por meio da atuação estatal seria necessária para fazer com que os benefícios públicos existentes entre ambos os pontos de equilíbrio (custos x benefícios privados e custos x benefícios públicos) pudessem ser, de fato, extraídos, em deferência, assim, à proteção do público investidor.

4.2. A substituição da regulação dos emissores pela regulação dos investidores

Outra alternativa ao atual modelo de regulação é apresentada por STEPHEN CHOI[109], para quem a regulação não deveria estar focada nos emissores, nem em corretoras de valores, distribuidores, bolsas, administradores de mercados de balcão e demais agentes intermediários que atuam no mercado de valores mobiliários, mas sim, e diretamente, nos próprios investidores, o que seria, inclusive, reflexo do reconhecimento de que o principal objetivo da regulação é mesmo o de proteger o público investidor[110].

---

[108] "*The question at the center of this debate is whether an issuer that is permitted to choose its own regime when first offering its share to the public will choose a regime that requires it to disclose, at the time of the offering and periodically thereafter, as many of these additional item of information as is socially optimal*". FOX, Merritt. B. *The issuer choice debate.* In: Theoretical Inquiries in Law 2.2, 2001, p. 572.

[109] CHOI, Stephen. *Regulating Investors Not Issuers: a Market-Based Proposal.* In: *California Law Review*, vol. 88, 2000.

[110] "*If investor protection is the goal, why not structure regulations directly around investors*?". CHOI, Stephen. *Regulating Investors Not Issuers: a Market-Based Proposal.* In: *California Law Review*, vol. 88, 2000, p. 7.

Ao voltar as atenções da regulação para os investidores, o autor argumenta que as autoridades reguladoras passariam a utilizar de forma mais eficiente seu tempo e recursos escassos para criar regras e fiscalizar a aplicação de proteções adequadas àqueles investidores que realmente necessitam da atuação estatal.

Nesse sentido, defende que os investidores deveriam ser divididos em uma espécie de sistema de classes, a partir da aplicação de critérios que pudessem os diferenciar segundo o grau de conhecimento a respeito de emissores e intermediários financeiros individuais, bem como pelo seu poder de barganha na contratação de proteções adequadas a seus investimentos.

Assim, quanto mais sofisticado o investidor, menor a necessidade de que o Estado venha a atuar de forma impositiva no relacionamento do investidor com o emissor ou com outros investidores.

Diante disso, o autor propõe divisão em quatro grupos de investidores: (a) investidores informados a respeito de emissores individualmente considerados; (b) investidores informados a respeito de intermediários individualmente considerados; (c) investidores informados a respeito de instituições financeiras e organizações autoreguladoras nacionalmente reconhecidas no mercado; e (d) investidores não sofisticados.

Os investidores informados a respeito de emissores individualmente considerados seriam aqueles com acesso direto e amplo a informações específicas sobre determinados emissores, sobre os riscos do investimento naquele emissor em especial e sobre as variadas formas de proteção que poderiam ser adotadas privadamente para resguardar sua carteira de investimentos.

Mais do que acesso a informações específicas, todavia, tais investidores conseguiriam também compreender e avaliar o valor de proteções, garantias e salvaguardas que poderiam ser negociadas com o emissor, o que aumentaria sua disposição em pagar um preço superior aos valores mobiliários oferecidos pelo emissor que aceitasse implementar os ajustes negociados.

Ou seja, tais investidores não seriam apenas passivamente informados, mas poderiam ativamente utilizar as informações recebidas para melhor sua posição de investimento em face dos emissores que buscam os seus recursos.

Nesse ponto, o autor critica a definição de investidores sofisticados utilizada na regulação norte-americana, que estaria baseada em critérios como patrimônio e receita anual, sem se preocupar em verificar se, na prática, o indivíduo realmente conhece como o mercado de valores mobiliários funciona, quais são as entidades que nele atuam e qual é o valor de cada proteção que pode ser negociada com emissores e intermediários[111].

Para a distribuição de valores mobiliários por investidores com acesso a informações de emissores individualmente considerados, tanto no mercado primário, quanto no mercado secundário, STEPHEN CHOI defende que nenhum aspecto da legislação atual deveria ser aplicado compulsoriamente.

Considerando que investidores e emissores saberiam aquilatar o valor de regras mais ou menos protetivas, extensivas e restritivas, caberia ao resultado da negociação privada conduzida entre as partes a definição do regime legal aplicável, que poderia ser, inclusive, ser representado pela ausência de qualquer regra específica atualmente prevista na regulação do mercado de capitais.

Também com base na proposta do autor, a negociação de valores mobiliários por investidores informados a nível de emissores individualmente considerados em mercado secundário só poderia ser realizada entre investidores da mesma categoria, uma vez que somente esses investidores teriam capacidade de compreender adequadamente os riscos de se submeterem a uma regulação diferente do modelo padrão adotado pelo Estado.

---

111 "*What matters is not investors sophistication, but rather investors' ability to recognize and properly assess alternative sources of investor protection. Therefore, instead of utilizing wealth or trading experience, an investor classification system should target investor knowledge of different market participants. In particular, regulators should test investor knowledge of the function of different market participants, the risks they pose, and available investor protections*". CHOI, Stephen. *Regulating Investors Not Issuers: a Market-Based Proposal.* In: *California Law Review,* vol. 88, 2000, p. 33.

A essa sistemática em que a escolha da legislação aplicável é feita por agentes privados, e não imposta pelo Estado regulador, confere-se a denominação de "*self-tailored regulation*".

Além da autonomia para definir os parâmetros das regras de divulgação de informações a serem observadas, a *self-tailored regulation* também confere aos emissores ampla liberdade para a escolha ou criação de novas regras para compor o regime de responsabilidades e suas correspondentes penalidades, assim como para determinar qual autoridade governamental reguladora deve ser a entidade fiscalizadora.

A possibilidade de escolher regras, critérios e parâmetros poderia criar um ambiente mais favorável à captação de recursos porquanto permitiria às partes interessadas negociarem e acordarem aquilo que efetivamente consideram como aspectos relevantes em seu relacionamento, e não deixaria tal solução a cargo de terceiros, como autoridades públicas que muitas estão distantes dos problemas dos agentes privados regulados.

O próximo grupo de investidores na classificação de STEPHAN CHOI é formado por investidores informados a respeito de intermediários individualmente considerados, caracterizados como investidores que, a despeito de não terem conhecimento específico sobre um determinado emissor individualmente considerado, conhecem e se relacionam com diferentes intermediários e confiam em sua orientação e reputação para a realização de investimentos no mercado de capitais.

Para essa classe de investidores, caberia aos intermediários, e não aos investidores, negociar proteções diretamente com os emissores por meio de sindicatos ou grupos de intermediários.

Da mesma forma que os investidores informados a respeito de emissores individualmente considerados, a negociação com os emissores poderia ser realizada pelos intermediários sem qualquer imposição de regras de natureza estatal, observando-se, também, o modelo de *self tailored regulation*.

Por depender da atuação dos intermediários, STEPHEN CHOI propõe que tais investidores somente possam participar de transações com valores mobiliários se estiverem representados por um ou mais intermediários[112].

O terceiro grupo, formado por investidores informados por organizações nacionalmente reconhecidas no mercado, caracteriza-se como o conjunto de investidores que, a despeito de desconhecerem características de emissores ou intermediários locais individualmente considerados, conhecem algumas organizações ou intermediários financeiros de renome e reputação nacionais, denominadas pelo autor de *High Visible Organization* (HVO), tais como associações de intermediários que atuam no sistema de distribuição de valores mobiliários, intermediários com larga exposição ao mercado ou até mesmo bolsas de valores[113].

A proposta do autor para esse grupo é similar aos dos investidores informados por intermediários individualmente considerados: caberia a HVO negociar proteções com os emissores e nenhum valor mobiliário poderia ser vendido a essa classe de investidores sem a necessária intervenção de um HVO na transação.

O quarto e último grupo de investidores, formados por pessoas sem conhecimento específico sobre emissores ou intermediários individuais, e sem capacidade para avaliar nem mesmo eventuais proteções garantidas em negociações intermediadas por HVOs, teria suas transações com valores mobiliários limitadas a investimentos em cotas de fundos de investimento em índices de mercado, por meio da assessoria e intervenção obrigatória de um HVO na operação.

O racional de STEPHEN CHOI é o de que através de investimento em fundos de índices o investidor não sofisticado não precisaria fazer qualquer escolha: ou ele compraria títulos representativos de ativos emitidos por todos os emissores listados no mercado ou da

[112] No modelo proposto pelo autor, não seria necessário o prévio registro dos intermediários em agências reguladoras, nem qualquer exigência de certificação de tais entidades. Para STEPHEN CHOI, o próprio mercado e a reputação atuariam como mecanismos suficientes para regular e distinguir os intermediários, excluindo do mercado aqueles que não se adequaram aos perfis procurados pelos investidores.

[113] Entre outros exemplos, STEPHEN CHOI cita algumas instituições financeiras, como Merrill Lynch, e bolsas de valores, como a bolsa de Nova Iorque.

maior parte deles. Com isso, suas perdas ou ganhos refletiriam as perdas ou ganhos do mercado como um todo.

Em qualquer um dos cenários descritos acima, e antes de poder operar no mercado de capitais, STEPHEN CHOI defende que os investidores deveriam se sujeitar a um mecanismo de licenciamento prévio, privado ou público, neste caso conduzido pela autoridade estatal reguladora, a partir do qual receberiam autorização para negociar em uma das categorias propostas e para interagir com outros intermediários.

Ao focar a regulação nos investidores e utilizar um sistema de licenciamento de investidores, o autor alega que seria possível extinguir boa parte do confuso emaranhado de regras que disciplinam as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e a atuação dos agentes intermediários.

Ainda que as limitações das opções de investimento possam representar uma desvantagem para os investidores menos sofisticados, e possam ser apontadas como traços de paternalismo e excessiva intervenção estatal, o que é de um dos aspectos que STEPHEN CHOI busca rechaçar ao estruturar sua teoria, o autor alega que a liberdade de escolha do regime legal aplicável, de um lado, e as restrições propostas a alguns grupos de investidores, de outro lado, serviriam como método de regulação mais coerente com a proteção do público investidor do que o modelo de ampla divulgação de informações atualmente adotado.

Isso decorria da conclusão de que o *self tailored regulation*, somado ao mecanismo de diferenciação de investidores em classes, conseguiria oferecer àqueles que não precisam de proteção do aparato estatal maior autonomia e liberdade individual para negociar e formatar opções de investimento, ao mesmo tempo em que asseguraria aos investidores menos sofisticados efetiva proteção, adequada ao seu perfil de risco, o que o sistema de ampla divulgação de informações atual seria incapaz de oferecer por meio das regras de registro de oferta pública e de registro de emissores.

Adicionalmente, STEPHEN CHOI defende que o modelo de regulação de investidores é qualitativamente superior ao atual modelo de regras e à política obrigatória de divulgação de informações em pelo menos três aspectos: obrigatoriedade de registro de oferta pública

de distribuição, restrições à realização de ofertas privadas ou ofertas públicas com dispensa de registro e disciplina das ofertas públicas de pequenas empresas.

No que diz respeito à obrigatoriedade de registro das oferta pública de distribuição, o autor critica o fato de investidores sofisticados, ainda que tenham capacidade de acessar todas as informações do emissor que lhe interessam e de negociar proteções de maneira individualizada, não poderem investir em emissores que pretendem oferecer publicamente seus valores mobiliários exceto se a oferta for precedida de registro ou se o emissor tiver êxito em conseguir aplicar uma das regras de dispensa de registro previstas na legislação.

Caso o caminho escolhido seja a realização de uma oferta dispensada de registro, o emissor, na maioria das vezes, terá que aceitar limitações no montante de captação ou no número de investidores sofisticados que podem participar da oferta, o que diminuiria a flexibilidade na definição da estrutura da operação e poderia reduzir a atratividade do investimento.

Além disso, os valores mobiliários objeto de ofertas destinadas exclusivamente a investidores sofisticados estão geralmente sujeitos à restrição de negociação no mercado secundário, o que seria mais um fator em desfavor da realização desse tipo de oferta. Tais limitações não precisariam ser impostas, segundo STEPHEN CHOI, se o foco da regulação estivesse voltado apenas sobre os investidores, pois na medida em que o público investidor fosse formado apenas por investidores sofisticados, nenhuma restrição deveria ser aplicada compulsoriamente.

Neste ponto, o autor critica a incoerência do sistema, que de um lado pretende proteger os investidores não qualificados ao proibir que participem de ofertas privadas ou públicas com dispensa de registro, mas acabam por, na verdade, apenas limitar as possibilidades de investimento dos investidores sofisticados, sem, de fato, garantir um nível adequado de proteção ao público investidor de varejo. A mera circunstância de registrar uma oferta pública não significa que todos os investidores terão capacidade de entender o conteúdo do material disponibilizado[114].

[114] CHOI, Stephen. *Regulating Investors Not Issuers: a Market-Based Proposal*. In: *California Law Review,* vol. 88, 2000, p. 27.

No mesmo sentido, e esse é o segundo aspecto pelo qual o autor defende o modelo de regulação dos investidores, as regras de dispensa de registro, geralmente limitadas a investidores sofisticados, não seriam exitosas em proteger o público investidor não sofisticado na medida em que, após um curto espaço de tempo, os valores mobiliários investidos por investidores sofisticados poderiam ser livremente negociados e repassados a investidores não sofisticados.

No modelo proposto por STEPHEN CHOI, o tipo de investimento a que os investidores não sofisticados poderiam alocar seus recursos estaria limitada a determinadas espécies de investimento o que, na visão do autor, garantiria mais proteção a essa classe de investidores e mais liberdade para que outros investidores, com poder de barganha e mais acesso a informações, pudessem autonomamente negociar seus próprios instrumentos de proteção. Para o autor, exceto se estiverem representados por um intermediário financeiro ou organização equivalente, os investidores não sofisticados poderiam ter acesso aos investimentos disponibilizados aos investidores sofisticados, mesmo depois do término de qualquer período de restrição de negociação aplicável.

A terceira e última crítica do autor é aplicada a algumas das regras que disciplinam as ofertas públicas de valores mobiliários conduzidas por pequenos emissores, como a que proíbe a listagem e a manutenção de *penny stocks*. O ponto do autor é parecido com os demais expostos acima: se pode ser verdade que investidores não sofisticados não possuem conhecimento suficiente para suportar os riscos de investimentos em *penny stocks*, a mesma conclusão não deveria ser imposta *ex ante* a investidores sofisticados. A esse grupo de investidores, seria possível negociar privadamente mecanismos de proteção, com o benefício de não ter de excluir do mercado pequenos emissores que não conseguem manter seus valores mobiliários negociados acima de determinada cotação.

A despeito de seus argumentos em favor da *self tailored regulation*, STEPHEN CHOI reconhece que o regime também possui fragilidades.

Emissores que pretendem fraudar e enganar investidores poderiam, por exemplo, abusar do direito de definir qual a regulação aplicável e simplesmente optar por não estar sujeitos a regra alguma. Ainda que se admita que em um primeiro momento a liberdade de escolha poderia albergar esse tipo de conduta, também é necessário reconhecer que tais

emissores enfrentariam muitas dificuldades para conseguir convencer investidores a adquirir os valores mobiliários de sua emissão. Se por qualquer razão os investidores aceitarem o comportamento do emissor, a contrapartida provavelmente viria na forma de um substancial desconto no preço dos valores mobiliários oferecidos, o que iria de encontro aos interesses do emissor e acabaria por reduzir os efeitos danosos de eventuais fraudes.

Outra fragilidade da *self-tailored regulation* está no tratamento do conflito de interesses dos administradores na posição de escolha do modelo de regulação aplicável aos emissores. Do ponto de vista do emissor, uma forma de reforçar o seu compromisso com a divulgação de informações e níveis mais sofisticados de governança corporativa seria aceitar sujeitar-se a penalidades que poderiam trazer consequências criminais a seus administradores. Apesar dos benefícios para o emissor, como a redução dos custos de captação de recursos no mercado, como os administradores seriam, em última análise, os afetados pelo regime de responsabilidade criminal, não haveria incentivos suficientes para que eles conduzissem os emissores a optarem por tais regras.

No modelo de escolha da legislação aplicável, os emissores poderiam também, em um primeiro momento, optar por um regime mais rígido, com o objetivo de atrair mais investimentos, e posteriormente migrar para um regime mais flexível, com menos salvaguardas e garantias aos investidores. A despeito de ser possível a migração no modelo proposto por STEPHEN CHOI, o autor lembra que se isso ocorrer ou se o emissor não afastar essa possibilidade de pronto, muito provavelmente será aplicado um desconto no preço dos valores mobiliários oferecidos ao público.

A quarta e última fragilidade da *self-tailored regulation* está na criação de diferentes centros de regulação e de aplicação de regras, o que poderia trazer instabilidades e inseguranças para o mercado como um todo em razão da fragmentação e da falta de uniformidade e coesão. Mais do que isso: modelos de regulação que necessitam de economias de escala para funcionar e serem testados poderiam falhar em razão da multiplicidade de regimes aplicáveis.

Atualmente, não se tem conhecimento de nenhum mercado que tenha adotado as regras propostas quer por STEPHEN CHOI, quer por ALAN PALMITER.

Sem entrar no mérito dos modelos propostos pelos autores, não podemos deixar de observar que a inquietude demonstrada por ambos parece residir na dificuldade de estabelecer um sistema de regulação do mercado de valores mobiliários, nele incluída a disciplina das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, que seja facilmente ajustável conforme a multiplicidade de características (tipos de valores mobiliários, sofisticação e quantidade de investidores, porte dos emissores, entre outros) que podem ser apresentar em ofertas públicas de distribuição.

A busca realizada pelos autores parece ser justamente no sentido de tentar encontrar um mecanismo que seja menos rígido e engessado do que a atual forma de aplicação da política de ampla divulgação de informações, que ao mesmo tempo seria falha em proteger adequadamente o público investidor que precisaria de auxílio do Estado e limita desnecessariamente a liberdade de atuação de investidores mais sofisticados.

Apesar dessa dissertação não ter por objeto propor ou defender um método de regulação alternativo, conhecer as discussões a respeito desse tema são de extrema valia para as críticas que se pretende fazer ao longo desse trabalho, sobretudo a partir do reconhecimento de que mais regulação, por meio de um regime informacional mais extenso e verticalizado, nem sempre é a solução adequada para garantir a almejada proteção do público investidor.

* * *

CAPÍTULO II. O REGISTRO COMO INSTRUMENTO DE APLICAÇÃO DA POLÍTICA DE AMPLA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

A partir da análise realizada até este ponto, observou-se que o principal modelo de regulação de mercados de valores mobiliários adotado nas jurisdições analisadas e, por conseguinte, de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, está baseado e centrado na política de ampla divulgação de informações.

Para possibilitar que a política de ampla divulgação de informações possa ser aplicada, monitorada e fiscalizada, o Estado optou por utilizar-se de um sistema de registros como condição para autorizar a condução de ofertas públicas de distribuição e a negociação de valores mobiliários em mercados organizados de valores mobiliários.

A obrigatoriedade de registro prévio não está limitada apenas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, mas alcança os próprios emissores dos valores mobiliários e a maior parte dos intermediários que desempenham atividades no âmbito do mercado de capitais, como corretoras de valores, distribuidores, consultores, analistas, entre outros.

Em todos os casos, o registro é utilizado como instrumento, ferramenta ou meio, a partir do qual o Estado procura assegurar que o público investidor e o mercado tenham condições para acessar as informações e os dados considerados relevantes para a tomada de decisões de investimento conscientes, refletidas e independentes[115].

O objeto deste capítulo é apresentar algumas das características gerais do sistema de registros de ofertas públicas de distribuição e de emissores de valores mobiliários, assim como algumas hipóteses teóricas em que tal registro poderia ser dispensado ou simplificado diante das particularidades da oferta pública em questão. Na Parte II dessa dissertação serão

[115] "*Conclui-se, assim, que a divulgação de dados não é um objetivo e si mesmo, mas antes um meio para que se alcance a finalidade da tomada de decisão informada. Trata-se de um direito instrumental para a satisfação de outros direitos*.". CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Capítulo 7 – Os Deveres e Responsabilidades dos Administradores das Companhias Abertas Brasileiras*. In: GOMES DE ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos (coord.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015.

discutidos alguns aspectos específicos da regulação brasileira em espécie aplicáveis sobre o tema.

1. O sistema de duplo registro

As ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários podem ter por objeto: (a) a captação de recursos para o emissor, quando haverá a emissão de novos valores mobiliários ou a venda de valores mobiliários mantidos em tesouraria; (b) a captação de recursos para outros titulares de valores mobiliários que não o emissor, hipótese em não haverá a emissão de novos mobiliários, mas apenas a revenda de valores mobiliários já existentes: ou, ainda, (c) a captação de recursos tanto para o emissor quanto para os atuais titulares dos valores mobiliários sendo oferecidos publicamente[116].

Em qualquer modalidade de oferta pública de distribuição, realizada no mercado primário ou secundário, sujeita a registro prévio na autoridade fiscalizadora do mercado de capitais, a função do registro é assegurar principalmente que o público investidor da oferta tenha à sua disposição as informações e os dados necessários para decidir-se a respeito do investimento ou não em determinada companhia emissora e em seus valores mobiliários.

A divulgação do prospecto e das demais informações exigidas pela regulação influenciará, dessa forma, a formação do preço dos valores mobiliários ofertados e a negociação de diferentes direitos e regras de governança corporativa a serem observadas no relacionamento com os titulares dos valores mobiliários, como a listagem em segmentos especiais de governança corporativa em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.

[116] Quando a oferta pública é realizada pelo emissor, diz se tratar de uma distribuição realizada no "mercado primário". Nas ofertas públicas realizadas no âmbito do mercado primário, a mesma pessoa desempenha as funções de emissor e de ofertante. Por outro lado, se o responsável pela oferta pública for um ou mais titulares de valores mobiliários que não o próprio emissor, tratar-se-á de uma distribuição realizada no "mercado secundário". Nas ofertas públicas realizadas no âmbito do mercado secundário, o ofertante não se confunde com o emissor, sendo que cada um estará sujeito a diferentes responsabilidades e atribuições. Em se tratando da primeira oferta pública de distribuição, independentemente se for realizada no âmbito do mercado primário ou secundário, tal oferta será chamada de "oferta pública inicial", sendo as demais denominadas "ofertas públicas subsequentes".

Em se tratando de oferta pública subsequente, a preocupação com o histórico do emissor, de seus administradores e controladores pode ser sensivelmente menor caso a oferta inicial tenha sido registrada e tenha cumprido com todo o regime de *full disclosure* previsto na regulação aplicável. Nesse caso, a depender do período transcorrido entre a oferta pública inicial e oferta pública subsequente, caberia ao emissor principalmente atualizar as informações a seu respeito e informar o público investidores sobre as especificidades dos valores mobiliários e da nova captação de recursos a ser realizada.

A circunstância de já ter realizado oferta pública inicial registrada no passado e, portanto, ter se sujeitado a obrigações de divulgação de informações, é um fator que deveria ser considerado em eventual dispensa de requisitos para o registro da nova oferta pública de distribuição.

O mesmo ocorre com as ofertas públicas realizadas no mercado secundário quando o emissor já possui registro prévio para que seus valores mobiliários possam ser negociados em mercados regulamentados de valores mobiliários, ainda que nunca tenha feito oferta pública de distribuição anteriormente.

Nesse caso, a regulação da oferta pública deverá estar mais preocupada em informar os investidores e o mercado como um todo a respeito dos valores mobiliários que estão sendo oferecidos do que em relação ao próprio emissor, que já estará sendo monitorado e fiscalizado por meio da manutenção de seu próprio registro de emissor. Por essa razão, é de se esperar que o registro da oferta de distribuição possa ser facilitado e simplificado quando o emissor já estiver previamente registrado no órgão regulador.

Em relação especificamente ao registro do emissor, além de garantir que o público investidor de eventuais ofertas públicas de distribuição possa acompanhar o desenvolvimento do empreendimento e monitorar as decisões que a administração e os acionistas controladores da empresa venham a adotar ao longo do tempo, a obrigatoriedade visa especialmente a assegurar a produção de informações necessárias para a formação de um mercado secundário para a negociação dos valores mobiliários.

Em outras palavras, ainda que o registro de emissor seja importante para os investidores de uma oferta pública de distribuição, o objeto principal parece ser o de proteger

o funcionamento do mercado secundário e os potenciais investidores que podem vir a se relacionadas com os subscritores originais dos valores mobiliários distribuídos publicamente.

Com efeito, a divulgação contínua de informações pelo emissor por meio de seu registro é medida essencial para que os investidores que não participaram da oferta pública de distribuição consigam avaliar os preços dos ativos e negociar com base em possíveis cenários que venham a influenciar a performance da empresa.

No caso dos subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários em ofertas primárias, tais informações poderiam ser obtidas no âmbito interno da própria relação investidor *versus* emissor, sem a necessidade de recorrer a um regime público de divulgação de informações, como ocorre, por exemplo, no caso de acionistas de companhias de capital fechado.

O registro do emissor antes do registro de distribuição também pode funcionar como uma forma de o emissor se adaptar paulatinamente às rotinas e procedimentos de divulgação de informações no mercado e, dessa forma, se preparar melhor para a realização de uma oferta pública de distribuição no futuro.

Assim, por exemplo, determinado emissor poderia optar por, em um primeiro momento, apenas obter o seu registro de companhia aberta, passando a estar formalmente apto, portanto, a ter seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados, sem necessariamente realizar uma oferta pública de distribuição.

Posteriormente, quando o ambiente de negócios estiver mais favorável e a empresa mais madura, a oferta pública de distribuição poderá vir a ser realizada possivelmente um custo menor e em um prazo mais curto, haja vista o cumprimento de um regime de divulgação de informações contínuo.

Essa inclusive é a proposta do segmento especial de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo denominado “Bovespa Mais”, que assegura regras de governança corporativa tidas como “melhores práticas”, como a emissão exclusiva de ações ordinárias, a adoção de

cláusula de arbitragem e o compromisso com dispersão acionária, sem exigir a concomitante realização de distribuição pública de valores mobiliários[117].

2. Dispensa ou simplificação do processo de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários

A partir da identificação da função instrumental dos registros de ofertas públicas de distribuição e de emissor, abre-se caminho para discutir sua eventual simplificação ou dispensa em situações em que a proteção do público investidor ou do mercado pela regulação se mostrar desnecessária, pouco relevante ou desproporcional com relação aos ônus impostos pelo sistema de registros obrigatórios.

Na análise das hipóteses em que se poderia simplificar ou dispensar os registros verifica-se geralmente o embate entre dois objetivos antagônicos: de um lado, a promoção do financiamento das entidades que se socorrem do mercado para captar recursos a custos mais baixos do que se tivessem de recorrer ao mercado financeiro; de outro lado, a proteção do público investidor e do próprio mercado de valores mobiliários[118].

Nesse cenário, o desafio que se impõe ao legislador e às autoridades reguladoras é garantir que eventual incremento na possibilidade de utilização das ofertas públicas de distribuição não seja realizado às custas de significativa redução da proteção que se pretende construir em volta do público investidor e do mercado.

Da mesma forma, mas em sentindo inverso, a proteção do público investidor não pode ser tão rígida e inflexível a ponto de inviabilizar a utilização das ofertas públicas de distribuição como forma de captação de recursos, o que reduziria sensivelmente o papel do

---

[117] Para assegurar o percentual mínimo de ações em circulação, calculado em 25% do total de ações emitidas, o emissor tem o prazo máximo de 7 anos, conforme previsto no item 3.6.1 do regulamento do Bovespa Mais. Para tanto, o emissor pode vir a ser forçado a, no futuro, realizar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

[118] *"Um sistema eficiente de registro de ofertas públicas de distribuição deve conciliar (i) mecanismos de proteção aos investidores, de modo que eles possam tomar suas decisões de investimento conscientemente, com (ii) mecanismos de facilitação de captação de recursos pelas companhias, de modo que elas possam financiar seus projetos e atividades*." Trecho do voto da Diretora Luciana Dias, no Processo CVM RJ 2010/16573, julgado em 29/11/2011.

mercado de valores mobiliários como mecanismo de facilitação do financiamento da "economia real".

Geralmente, e pelo menos é assim que tem ocorrido nas experiências da regulação brasileira e norte-americana examinadas para a elaboração dessa dissertação, as autoridades reguladoras têm atuado de forma bastante conservadora, conferindo historicamente maior peso e importância ao vetor proteção do público investidor e do mercado do que à promoção do financiamento das atividades dos emissores.

Independentemente da postura dos órgãos reguladores diante do assunto, o primeiro passo para a construção de hipóteses de simplificação ou dispensa deve ser evitar a confusão geralmente causada quando se analisa a interface entre o registro de oferta pública de distribuição e o registro de emissor de valores mobiliários, na autoridade pública reguladora do mercado de capitais, e os registros em entidades privadas organizadoras dos mercados de valores mobiliários organizados (bolsas de valores e mercados de balcão organizados).

Por mais que todos as modalidades de registro possam ter a mesma finalidade comum (assegurar a proteção do público investidor e do mercado de valores mobiliários), eventuais hipóteses de dispensa e de simplificação devem ser analisadas e tratadas conforme as particularidades e os objetivos que cada registro procura assegurar especificamente e diretamente, conforme examinado no item anterior.

Assim por exemplo, se ao público investidor destinatário da oferta tiver acesso a todo o conjunto de informações e dados necessários para a tomada de decisão de investimento, sem que o mesmo acesso tenha sido conferido em relação aos demais agentes que atuam no mercado de valores mobiliários e aos potenciais investidores futuros, o registro do emissor na autoridade reguladora poderá ser dispensado ao lado da dispensa de registro de distribuição?

A resposta a esse questionamento depende dos objetivos do emissor ou do ofertante após a conclusão do processo de distribuição de valores mobiliários.

Com efeito, a lógica do funcionamento do mercado secundário de valores mobiliários é diferente da lógica de captação de recursos em ofertas conduzidas no âmbito

do mercado primário, razão pela qual a dispensa de registro de emissor, para que seus valores mobiliários possam ser negociados no mercado secundário deve ser tido como independente do registro de oferta pública de distribuição.

Por essa razão, na situação exposta acima, entende-se que o registro de emissor poderia ser dispensado desde que não fosse permitida a negociação de valores mobiliários em mercado secundário após a conclusão da oferta pública de distribuição[119].

Em outras palavras, se o público investidor teve acesso as informações e se não há disposição dos interessados em que os valores mobiliários sejam transferidos a terceiros se não de forma exclusivamente privada, então não haveria razão para exigir o registro de emissor, na medida em que o acesso a tais informações pelos demais investidores e instituições intermediarias atuantes do mercado não lhes seria útil.

Se o emissor tem por objetivo exclusivamente captar recursos no mercado primário e está disposto a arcar com o custo, inclusive de oportunidade, de não conseguir oferecer a seus investidores a possibilidade de utilização de um mercado secundário para se desfazer de seus investimentos, o que refletirá provavelmente em um desconto no preço dos valores mobiliários ofertados, não haveria motivo para exigir o registro de emissor simplesmente para que pessoas sem qualquer relação com o investimento possam ter acesso futuro às mesmas informações disponibilizadas ao público investidor da distribuição.

Por outro lado, se o emissor desejar criar um mercado secundário no qual seus valores mobiliários possam ser negociados publicamente, ainda que o público investidor destinatário da oferta pública inicial tenha tido acesso às informações que o registro da oferta os permitiria conhecer, isso não será suficiente para dispensar o registro de emissor na medida em que todo o restante do mercado e dos potenciais interessados em futuramente negociar com tais valores mobiliários não tiveram a mesma oportunidade de examinar as informações do emissor e da oferta.

[119] É exatamente isso o que prevê a "Diretiva dos Prospectos" da União Europeia, que dispensa a elaboração de prospecto para toda e qualquer oferta pública que seja dirigida unicamente a investidores qualificados, mas mantém tal exigência caso os valores mobiliários transferidos para os investidores qualificados venham a ser negociados posteriormente em mercados regulamentados. Item 25 dos considerandos e art. 1º, item 4º, alínea (a), do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017.

Nesse caso, o registro se tornaria necessário como instrumento não só de acesso às informações para o público investidor daquela oferta em especial, mas também de uniformização da oportunidade de acessar as informações sobre os valores mobiliários e o emissor a todos os agentes que atuam no mercado, permitindo que todos aqueles que tenham interesse em negociar com tais valores mobiliários publicamente possam consultar os dados da oferta, de seu emissor ou ofertante quando lhes parecer mais adequado[120].

O objetivo dos próximos itens é discutir algumas hipóteses teóricas em que a necessidade de proteção do público investidor e do mercado, tal qual imaginada pelo Estado e corporificada a partir da política de ampla divulgação de informações, pode se revelar desnecessária, o que justificaria, por conseguinte, dispensar os registros exigidos pela regulação.

2.1 Acesso prévio a informações que seriam divulgadas por meio do registro da oferta pública

A fundamentação da regulação das ofertas públicas de distribuição baseia-se na necessidade de divulgação de informações aos investidores, destinatários dos valores mobiliários a serem comercializados no âmbito da oferta, e aos demais agentes que atuam e exercem atividades no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Na medida em que seja possível verificar determinada situação de fato em que o público investidor teve prévio acesso ao conjunto de informações que lhe seria concedida por meio do registro da oferta pública de distribuição, a função da proteção registro terá sido em grande parte satisfeita.

Nesse passo, importante lembrar que a finalidade da política de ampla divulgação de informações é em princípio assegurar tão somente o "acesso" a informações, já que não

[120] É o sentido da previsão contida no art. 3º, item 3 da "Diretiva dos Prospectos": "*3. Sem prejuízo do artigo 1º, n.º 5, os valores mobiliários só podem ser admitidos à negociação num mercado regulamentado que esteja situado ou a funcionar na União após a publicação prévia de um prospeto, nos termos do presente regulamento.*". Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017.

é possível garantir que o público investidor adotará uma decisão de investimento racional a partir disso.

De um lado, tal acesso pode ser tido como simples e mera disponibilização de informações, sem qualquer outra consideração em relação a efetiva capacidade do público investidor de barganhar e negociar condições comerciais e mecanismos jurídicos que possam salvaguardar seu investimento.

De outro lado, o acesso também pode ser considerado como um instrumento para permitir que os investidores possam melhor defender sua posição em relação a emissores ou ofertantes, dando-lhes a oportunidade de, a partir da consulta a informações, ajustar a forma como a oferta está sendo conduzida, pressionando emissores e ofertantes a fazer com que o investimento possa ser realizado de modo mais favorável.

A despeito de a doutrina não aprofundar a discussão nesse ponto, a justificativa da política de ampla divulgação de informações e, por conseguinte, da obrigatoriedade de registro da oferta pública de distribuição não parece ser simplesmente franquear ao investidor um conjunto de informações e dados, mas pressupõe, também, que o investidor poderá, com base em tais informações, negociar e barganhar proteções e alterações nas condições das ofertas.

Em outros termos, apesar de a regulação não ter meios de garantir que o público investidor adote uma decisão racional, é pressuposto para a dispensa do registro da oferta pública de distribuição a existência de alguma capacidade dos investidores de utilizar as informações disponibilizadas voluntariamente por emissores e ofertantes para negociar melhores condições comerciais e jurídicas.

Para tanto, não bastaria a mera e simples disponibilização de informações, mas seria necessário verificar a relevância das informações divulgadas e, adicionalmente, a capacidade do público investidor de se valer de tais informações para barganhar com o emissor ou com o ofertante.

A relevância das informações divulgadas é uma característica modulável pelo próprio Estado e pelas entidades organizadoras dos mercados de valores mobiliários

organizados, uma vez que são essas as entidades que definem a extensão e a verticalização das informações que devem ser divulgadas, assim como a forma de disponibilização, que é tão importante quanto o conteúdo.

Com relação à capacidade de compreensão dos dados divulgados, construiu-se paulatinamente o conceito de investidor sofisticado ou qualificado, que seria justamente a pessoa que, em razão de determinadas características particulares, reúne as melhores condições para se utilizar das informações publicadas com o objetivo de reduzir sua exposição a riscos de fraudes, práticas comerciais abusivas e eventuais atos ilícitos[121].

Entre outras características para classificar determinado investidor como sofisticado, podem ser destacadas as seguintes: (a) prévia experiência em atividades realizadas no mercado de valores mobiliários; (b) existência de investimentos pessoais em valores mobiliários; (c) valor total investido em valores mobiliários; (d) qualificação profissional; (e) qualificação educacional; (f) idade[122]; e (g) patrimônio e renda[123].

Quanto mais o investidor puder ser compreendido como "sofisticado", o que depende da combinação dos fatores indicados acima, menor será a necessidade de prévio registro da oferta pública de distribuição[124].

---

[121] Ao analisar um caso envolvendo a venda de valores mobiliários, o ministro da suprema corte norte-americana chegou a afirmar que "'I *believe that Congress wanted to protect Investors who do not have access to inside information and who are not in a position to protect themselves from fraud by obtaining appropriate contractual warranties'. In light of that policy, Justice Stevens suggested that a business purchaser's sophistication provided enough protection*.". FLETCHER III, C. Edward. *Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws*. In: *Duke Law Journal*, 1988, p. 1135.

[122] "*The very old and the very young are particularly vulnerable to predation in securities transactions. Thus, extremities of age suggest a lack of sophistication*". FLETCHER III, C. Edward. *Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws*. In: *Duke Law Journal*, 1988, p. 1151.

[123] Nem sempre, entretanto, patrimônio e renda significam que o investidor terá capacidade para negociar proteções. Na verdade, os investidores mais ricos e menos educados financeiramente são aqueles mais vulneráveis a fraudes e práticas abusivas no mercado de valores mobiliários. FLETCHER III, C. Edward. *Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws*. In: *Duke Law Journal*, 1988, p. 1152.

[124] Nesse sentido é a conclusão de Arnoldo Wald, após analisar a definição de investidor qualificado no Brasil e no Direito Comparado: "*Em todos os sistemas analisados, observamos que o investidor qualificado, em razão de sua capacidade técnica e econômica real ou presumida para melhor avaliar os riscos das operações das quais participa ou pretende participar, não necessita de maior proteção regulatória. Em tais países* [incluindo o Brasil], *há sempre regras mais rígidas dirigidas às companhias emissoras de valores mobiliários e aos intermediários quando lidam com o investidor comum, considerado carente de maio proteção a ser dada pelo Estado, em razão da sua vulnerabilidade (em geral, ele tem menos condições técnicas e econômicos de avaliar os riscos a que está sujeito*.". WALD, Arnoldo. *O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro.* In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n.º 32, abr./jun. 2006, p. 32.

Para ilustrar o raciocínio, podemos pensar em dois conjuntos de investidores: de um lado, gerentes e executivos de uma metalúrgica; de outro lado, operários e funcionários da linha de produção. Ambos seriam destinatários da oferta pública de distribuição de valores mobiliários e todos teriam acesso as mesmas informações, disponibilizadas por meio de uma *data room* virtual organizado e mantido pela administração do emissor.

A dispensa da obrigatoriedade de registro da oferta pública de distribuição é mais facilmente defensável para os gerentes e executivos do que para os operários e funcionários da linha de produção da fábrica. E por qual razão? Porque de partida se pressupõe que o primeiro grupo de investidores, com base no acesso às informações e por ser mais sofisticado do que o segundo grupo, tem mais chances de negociar alterações nas condições da oferta e se defender de potenciais abusos.

Isso não significa dizer que a oferta deva ser registrada simplesmente para tentar proteger os operários e funcionários da linha de produção, até porque se sabe que o registro na autoridade reguladora por si só não garante a adoção de uma decisão de investimento racional por parte desses agentes.

De outro lado, no caso concreto, poderia ser exigido como condição para a dispensa do registro, por exemplo, a adoção de determinadas condutas por parte do emissor de modo a efetivamente fazer com que o público destinatário menos qualificado da oferta possa compreender melhor os riscos envolvidos nessa espécie de investimento ou, alternativamente, estabelecer limitações ao montante total de recursos que cada empregado poderia investir individualmente.

Por essa razão, a sofisticação dos investidores não é o único elemento a ser considerado em eventual dispensa de registro. Se o valor total de investimento de cada operário for muito diminuto, talvez mesmo eventual risco de fraude na oferta possa ser relevado diante da desproporcionalidade da exigência de registro, como será discutido nos itens seguintes.

Por tudo que se viu até aqui, não parece existir um único critério claro e objetivo, a partir do qual possa ser segmentada as hipóteses que autorizam ou não a dispensa de registro de distribuição com base no acesso prévio a informações e a sofisticação do público

investidor. Quase que invariavelmente, a análise sempre recairá sobre os elementos de cada caso concreto vis a vis os requisitos adotados na legislação nacional para proteção do público investidor e do mercado.

2.2 Independentemente do acesso prévio a informações, quando o valor do investimento for pouco relevante

Em determinadas situações, a dispensa da obrigatoriedade de registro de oferta pública de distribuição pode se fundamentar não no acesso prévio a informações e na sofisticação do público investidor, mas no baixo valor que a oportunidade de investimento representa.

Nesse sentido, a regulação não deveria dispensar a mesma preocupação com a proteção do público investidor e do mercado que motiva o registro das ofertas públicas de distribuição quando o valor total da oferta é reduzido ou o valor individual a que cada investidor poderá comprometer na oferta é baixo ou pouco relevante vis a vis seu patrimônio pessoal ou renda anual.

Nesses cenários, por mais que fraudes ou práticas abusivas possam vir a ser cometidas porque o investidor, por exemplo, não tem a sofisticação necessária para entender os riscos de investimentos em valores mobiliários, o tamanho das perdas individuais a que cada investidor teria de suportar seria tão irrelevante que justificaria a preferência pela regulação em privilegiar a captação de recursos a proteção do público investidor e do mercado como um todo.

A imposição de limitações, como a restrição no número de vezes em que um determinado ofertante poderia se valer de tal hipótese de dispensa de registro ou a proibição de negociação pública em mercado secundário dos valores mobiliários comercializados sem registro prévio, também funcionariam como mecanismos para atenuar eventuais externalidades negativas de ofertas públicas mal-sucedidas.

De toda a forma, mesmo nessas situações, a regulação deveria obrigar os emissores a divulgação de informações, ainda que mínimas, para que os investidores pudessem

conhecer melhor a oferta e as pessoas por de trás do empreendimento que se pretende realizar com os recursos captados em mercado[125].

2.3 Independentemente do acesso a prévio a informações, quando o número de investidores for limitado

Outra situação em que a dispensa do registro da oferta pública de distribuição não estaria fundamentada preponderantemente no acesso prévio a informações e na sofisticação do público investidor são os casos em que a oferta está restrita a um número limitado de investidores.

De um lado, a intervenção regulatória do Estado poderia ser justificada, mesmo nessa hipótese, na medida em que por mais que apenas poucos investidores participassem da oferta pública, a perda do investimento a que cada investidor estaria sujeito poderia representar um relevante impacto em seu patrimônio.

De outro lado, por se tratar de um grupo restrito de investidores, geralmente constituído por pessoas próximas da administração ou do controle do emissor, as chances de que salvaguardas e proteções com relação ao emissor sejam negociadas privadamente é sensivelmente maior, o que dispensaria, por conseguinte, a tutela estatal.

Nesse passo, não deveria caracterizar oferta pública a distribuição de valores mobiliários para uma mesma pessoa ou um conjunto de pessoas sujeitas a influência ou controle comum.

A limitação no número de investidores também naturalmente restringiria eventuais efeitos negativos sobre o mercado de valores mobiliários que pudessem decorrer da realização de uma oferta pública fraudulenta ou ilícita, o que, por sua vez, motivaria a preferência pelo vetor promoção da captação de recursos.

[125] Nesse sentido, a Diretiva dos Prospectos da União Europeia dispõe que os Estados Nacionais podem exigir outros requisitos de divulgação de informações que sejam compatíveis com o tamanho do emissor e da oferta, de modo a não constituir "*encargo desproporcionado ou desnecessário*". Item 12 dos considerandos e art. 1º, item 3, do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017.

PARTE II. A OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL

CAPÍTULO I. A CARACTERIZAÇÃO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO DIREITO BRASILEIRO

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários é espécie do gênero oferta de contratar[126], qualificada pelo objeto oferecido ao público investidor pelo ofertante: valores mobiliários.

Do ponto de vista da teoria da regulação, conforme discutido na parte I, a importância da diferenciação entre ofertas públicas e ofertas privadas está em que as ofertas privadas repercutem quase que exclusivamente na esfera privada dos indivíduos envolvidos, enquanto as ofertas públicas podem produzir efeitos e afetar o funcionamento de todo o mercado de capitais e, por consequência, atingir uma variada gama de pessoas e instituições, o que justifica o tratamento diferenciado dispensado a essas últimas[127].

A legislação brasileira, à semelhança do que ocorre em outros países nos quais o legislador pátrio se inspirou[128], em vez de conceituar o que se entende por oferta pública de

[126] A oferta de contratar consubstancia-se na manifestação unilateral de vontade por meio da qual alguém (ofertante, proponente ou policitante) dirige se a outrem ou a um grupo de pessoas (destinatários ou oblatos) com o objetivo de celebrar um contrato. A aceitação da oferta pelo destinatário igualmente caracteriza uma declaração unilateral de vontade, que tem por efeito a formação do vínculo contratual. Só existe oferta de contratar se a declaração de vontade reunir os elementos necessários para celebrar o contrato que se pretende formalizar, de modo que a simples aceitação pelo destinatário da oferta deverá ser suficiente para formar a relação contratual. Se a oferta estiver sujeita à reserva de manifestação ratificadora do proponente ou à complementação de seus requisitos pelo destinatário para posterior aceite do ofertante, não há oferta no sentido técnico jurídico do termo. Haverá oferta quando as partes chegarem ao ponto em que o contrato poderá ser formado mediante simples aceitação da proposta apresentada. A esse respeito, vide PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*, 3ª ed., tomo 38. São Paulo: RT, 1984, p. 27; ZANETTI, Cristiano de Souza. *Responsabilidade pela ruptura das negociações.* São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005; FRANCO, Vera Helena de Mello. *Teoria geral do contrato: confronto com o direito europeu futuro.* São Paulo: RT, 2011, p. 160.

[127] MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, vol. I, tomo I. São Paulo: FGV, 2015, p. 27. No mesmo sentido, CÂMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários.* Coimbra: Almedina, 2009, p. 577.

[128] É o caso dos Estados Unidos da América, por exemplo, onde o *Securities Act* não define o que se entende por ofertas públicas, nem ofertas privadas. A diferenciação entre ofertas públicas e privadas é feita a partir da interpretação dada pelo poder judiciário aos casos que são levados ao seu conhecimento e pelos atos normativos

distribuição de valores mobiliários de forma precisa, completa e exauriente, preferiu exemplificar situações que caracterizam distribuição pública de valores mobiliários, sem, contudo, distingui-la da distribuição privada de títulos de investimento[129].

Mesmo após algumas décadas de aplicação da atual sistemática de caracterização das ofertas públicas[130], não se tem notícia de qualquer iniciativa ou movimento para inserir na legislação brasileira uma definição geral de oferta pública de distribuição, como ocorreu com o conceito de valores mobiliários a partir da introdução do conceito de contrato de investimento coletivo em 1998, por meio da edição da Medida Provisória 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei 10.198/2011[131].

A razão para isso é simples. A ausência de conceituação legal no campo das ofertas públicas de valores mobiliários não é algo que por si só deva ser tomado como necessariamente negativo.

Ainda que possa trazer insegurança jurídica nos primeiros anos de aplicação, a manutenção de regras que disciplinam ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários a partir de exemplos permite que sua caracterização esteja baseada fundamentalmente na identificação da função econômica que lhe é subjacente: a captação pública de recursos para investimento em valores mobiliários.

Nesse cenário, para os fins da definição do que se entende por distribuição pública de valores mobiliários, pouco importa quem é o ofertante, a forma pela qual os esforços de

---

da SEC. A esse respeito, vide EIZIRIK, Nelson. *Caracterização Jurídica da Emissão Pública de Valores Mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 83, jul./set., 1991, p. 56.

[129] Conforme será discutido no item 3 desse capítulo, a definição de valores mobiliários está fundamentada na realização de ofertas públicas de distribuição. Por essa razão, não é tecnicamente preciso utilizar o termo "valores mobiliários" em associação com "distribuição privada", uma vez que o caráter privado da oferta faz desaparecer a função de valor mobiliário. Também por esse motivo, sempre que se fizer referência, nessa dissertação, a uma distribuição privada de títulos que poderiam se qualificar como valores mobiliários caso a oferta fosse pública, será utilizado o termo "títulos de investimento" em substituição a valores mobiliários.

[130] A Lei 6.385, publicada em 07 de dezembro de 1976, completou 41 anos em 2017.

[131] A esse respeito, vide comentários no item 3 deste capítulo I. Caminho sensivelmente diferente seguiu o legislador português, ao editar o Código dos Valores Mobiliários (Decreto lei n.º 486/99) e prever em seu artigo 109 que "*Considera-se pública a oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados*". O Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, também chamado de "Diretiva dos Prospectos", define oferta pública como "*uma comunicação ao público, independentemente da sua forma e dos meios utilizados, que apresente informações suficientes sobre os termos da oferta e os valores mobiliários em questão, de modo a que um investidor possa decidir da aquisição ou subscrição desses valores mobiliários*.".

venda são realizados, quem compõe o público investidor abordado ou quais são os tipos e as características dos valores mobiliários objeto da distribuição pública. Desde que a situação concreta analisada possa se subsumir no contexto de uma captação pública de recursos para investimento em valores mobiliários, estaremos diante de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

É apenas em um passo seguinte, depois de concluir que a oferta examinada preenche os requisitos para ser qualificada como oferta pública de distribuição de valores mobiliários, que se verifica as particularidades da oferta pública em questão, como ofertante, público destinatário, esforços de venda e plano de distribuição, entre outros, para, assim, conseguir identificar se a oferta está ou não, ou deveria estar ou não, sujeita a registro na CVM.

Nesse sentido, este capítulo tem por objeto (a) examinar os requisitos referidos na legislação e regulação brasileira aplicáveis para a caracterização de uma oferta como oferta pública de distribuição de valores mobiliários e (b) elucidar a confusão geralmente realizada entre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários não sujeitas a registro na CVM em razão de determinadas particularidades do relacionamento existente entre emissor e o público investidor destinatário, de um lado, e ofertas privadas, de outro lado.

Ao final do caminho que se pretende percorrer, espera-se conseguir distinguir não apenas o caráter "público" do "privado" em ofertas de valores mobiliários, mas também diferenciar algumas hipóteses gerais em que apesar de pública, a oferta deveria ser tratada tal qual uma oferta privada de forma mais clara e expressa para os fins e efeitos da regulação brasileira.

Com o objetivo de sistematizar a análise da caracterização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários que será empreendida a seguir, pode-se afirmar que a conceituação é construída em torno de três pilares: (a) meios de exteriorização da oferta: instrumentos de apresentação da oferta ao público investidor; (b) sujeitos da oferta: ofertante e público investidor; e (c) objeto da oferta: valores mobiliários.

Cada um dos três pilares é de igual importância para a definição de distribuição pública de valores mobiliários, de modo que a ausência de qualquer um deles poderá fazer

com que a situação em análise não seja qualificada como oferta pública de distribuição de valores mobiliários, conforme será demonstrado.

1. Meios de exteriorização da oferta pública: esforços de colocação destinados ao público investidor em geral

No Brasil, a Lei 6.385/1976 e a Instrução CVM 400/2003[132] são as atuais normas responsáveis por elencar os meios usualmente utilizados para fazer chegar ao público investidor a notícia a respeito de determinada oportunidade de investimento em valores mobiliários.

O objetivo de tais normas é e sempre foi o de apenas exemplificar situações em que se verificam esforços de venda capazes de ensejar a caracterização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, sem, todavia, qualquer pretensão de esgotá-las por meio da imposição de um rol taxativo.

Por essa razão, na medida em que venham a ser criadas novas formas de oferecer publicamente valores mobiliários[133], caberá ao órgão regulador, por meio de sua atuação normativa e fiscalizadora, esclarecer ao mercado a identificação de iniciativas típicas de colocação de valores mobiliários junto ao público investidor segundo os objetivos da regulação, garantindo, assim, a estabilidade jurídica tão cara ao adequado funcionamento do mercado de capitais[134].

Atualmente, a regulação brasileira prevê que a prática de qualquer dos seguintes atos é suficiente para caracterizar a ocorrência de esforços capazes de atingir o público investidor em geral[135]:

---

[132] Art. 3º da Instrução CVM 400/03, que replica e detalha o rol art. 19, § 3º da Lei 6.385/76.

[133] Como é atualmente o caso das moedas eletrônicas e das correspondentes *Initial Coin Offerings* (ICO), analisadas no item 3.2 deste capítulo I.

[134] "*Quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não individualizados os destinatários da oferta (meios holográficos, performáticos, etc., dependendo da inventiva da emissora) podem também ser considerados como caracterizados da emissão pública*". EIZIRIK, Nelson. *Caracterização Jurídica da Emissão Pública de Valores Mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro* n.º 83, jul./set., 1991, p. 56. No mesmo sentido, SILVA, Sueli da. *Colocação de ações entre empregados da companhia (parecer sobre registro de emissão)*. In: *Revista da CVM*, v. 6, n. 21, jul./set.1988, p. 58.

[135] Conforme previsto no artigo 19, § 3º da Lei 6.385/1976 e no artigo 3º da Instrução CVM 400/2003.

(a) a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

(b) a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas, endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários;

(c) a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

(d) a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

Não basta, entretanto, a realização de um ou mais atos indicados acima para caracterizar a oferta como pública sob a ótica dos mecanismos de publicidade dos esforços de distribuição. Segundo as atuais normas e orientações da CVM, é preciso que o ofertante utilize os meios de exteriorização da oferta com a finalidade específica de atingir o público investidor em geral residente, domiciliado ou constituído no Brasil[136].

[136] Conforme previsto no art. 2º da Instrução CVM 400/2003, a caracterização da oferta pública para os fins da regulação e supervisão da CVM depende da verificação de que o público destinatário (pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos) tem residência no Brasil. Da mesma forma, é isso o que prevê o Parecer de Orientação 33/2005 da CVM.

Em razão da dificuldade em comprovar o intuito do ofertante, a finalidade específica referida é presumida a partir da constatação da utilização de meios de comunicação que tenham potencial de atingir o público investidor brasileiro em geral sem que as devidas cautelas para evitar que isso venha a ocorrer tenham sido adotadas tempestivamente.

A internet[137], por exemplo, é um mecanismo que passou a ser utilizado nos últimos anos de forma mais intensa como meio para realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, sobretudo de empresas de pequeno porte ou de segmentos específicos da economia, como o setor imobiliário e as ofertas de *condohotel*.

Ainda que o uso da internet represente um meio apto a caracterizar esforços de venda próprios de uma distribuição pública de valores mobiliários, isso não significa que, necessariamente, sempre que esse for o método escolhido se estará diante de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Nesse ponto, a CVM orienta os interessados a tomarem alguns cuidados para evitar que determinada oferta seja caracterizada como pública apenas por estar sendo realizada por meio da internet, entre os quais destacam-se[138]: (a) a adoção de providências que impeçam que o público em geral tenha acesso ao conteúdo da página da oferta; (b) a inexistência de divulgação da página por meio de esforços públicos (envio de correio eletrônico, organização de salas de discussão, realização de propaganda em páginas da internet ou revistas, divulgação em redes sociais, etc.); e (c) a existência de indicação, direta ou indireta, mas suficientemente clara, de que a página da oferta não foi criada para o público em geral.

Em se tratando de ofertas de distribuição de valores mobiliários emitidos no exterior, realizadas por meio da internet, além dos cuidados referidos acima, a CVM também sugere: (a) inclusão de aviso de fácil acesso e exposto de maneira clara, que alerte para o fato de que a oferta pública está sendo realizada apenas para os países nas quais o ofertante possui autorização para realizá-la (a lista de países deve estar exposta no website);

[137] A CVM, por meio dos Pareceres de Orientação 32 e 33 de 2005, deixou claro que a rede mundial de computadores é meio perfeitamente apto para a realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários na medida em que *"permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio*".

[138] Parecer de Orientação CVM 32/2005.

(b) a adoção de providências para impedir que o público brasileiro tenha acesso ao conteúdo da página; (c) a indicação direta e clara de que a página não foi criada para investidores residentes no Brasil; e (d) certificação de inexistência de texto, ainda que em idioma estrangeiro, para atrair investidores residentes no Brasil[139].

Dessa forma, desde que o instrumento de publicidade da oferta de valores mobiliários tenha o potencial de alcançar uma generalidade de pessoas, e exceto no caso em que salvaguardas tenham sido adotadas para evitar que esse efeito seja atingido, se estará diante de um ato de distribuição pública. A caracterização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, para os fins da regulação brasileira, ainda depende, contudo, da verificação dos demais pilares, que serão analisados a seguir.

2. Sujeitos da oferta: ofertante e público investidor

2.1 Ofertante

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários pode ser realizada tanto pelo próprio emissor dos valores mobiliários, quanto por qualquer outra pessoa que seja titular de valores mobiliários.

[139] Parecer de Orientação CVM 33/2005. A esse respeito, importante pontuar também que a intermediação de operações com valores mobiliários emitidos e ofertados exclusivamente no exterior, ainda que para investidores brasileiros, por meio da utilização de intermediários constituídos no exterior, não constituirá irregularidade ou caracterizará matéria sujeita à supervisão e fiscalização da CVM desde que a atividade de prospecção seja realizada exclusivamente no exterior e, adicionalmente, a operação intermediada não caracterize oferta pública de distribuição de valores mobiliários no Brasil. Por outro lado, a intermediação, no Brasil, de valores mobiliários emitidos no exterior ou lastreados em títulos emitidos no exterior, como é o caso dos BDRs, deve necessariamente contar com um intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários brasileiro, ainda que os valores mobiliários sejam negociados no exterior e ainda que a operação intermediada não se caracterize como uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários no Brasil (a esse respeito, vide Processo CVM RJ 2005/3947, sobre a implantação do projeto piloto de integração entre a BOVESPA e a Bolsa Mexicana. Assim, desde que as atividades de intermediação e prospecção não sejam realizadas no Brasil, nem se verifique a realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no Brasil ou operação com títulos emitidos por empresa brasileira, a mera circunstância de haver investidores brasileiros envolvidos não atrai por si só a competência da CVM. Na verdade, o principal elemento de conexão para que a oferta pública de valores mobiliários emitidos no exterior passe a estar subordinada à legislação brasileira é a territorialidade, e não a nacionalidade dos sujeitos participantes da oferta ("*o domicílio do investidor é o principal elemento de conexão para fins de incidência das regras da Lei 6.385/76, pelo menos no que diz respeito à oferta e negociação de valores mobiliários de emissores estrangeiros*". Processo CVM SP2009/0102, julgado em 05/10/2010 (Consulta sobre prestação de serviços a clientes não residentes – ICAP do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.).

A Lei 6.385/1976 equipara ao emissor, para fins de caracterização da oferta como pública e para o correspondente registro de distribuição na CVM, o acionista controlador e as pessoas por ele controladas, o coobrigado dos valores mobiliários, as instituições financeiras e demais sociedades que participam do sistema de distribuição pública de valores mobiliários e quem quer que tenha subscrito ou adquirido valores mobiliários com a finalidade de distribuí-los em mercado[140].

Com essa equiparação, a legislação procura evitar que se argumente que determinada distribuição não se qualifica como genuína oferta pública pelo simples fato de o ofertante não se confundir com o próprio emissor dos títulos que serão colocados junto aos investidores.

A partir da edição da Instrução CVM 400/2003, o tratamento das ofertas primárias e secundárias de distribuição de valores mobiliários foi unificado sob a mesma instrução normativa, o que fez com que ficasse claro que, para fins de caracterização de uma oferta como pública, pouco importa quem atua como ofertante (o próprio emissor, o acionista controlador, uma corretora de valores mobiliários, a instituição líder da distribuição, entre outros)[141].

Até o presente momento, a legislação do mercado de capitais e a regulação editada pela CVM não exigem, como regra, o cumprimento de requisitos estruturais específicos de quem quer que seja que tenha interesse em distribuir publicamente valores mobiliários, excetuando-se aqueles que exercem a distribuição de valores mobiliários como atividade

[140] Art. 19, § 2º, da Lei 6.385/1976.

[141] Apesar disso, é interessante notar que já houve tentativas de afastar a obrigatoriedade de registro de oferta pública com base na sua condução por terceiros que não o emissor. No contexto do direito norte-americano, Robert Clark relata discussão sobre esse ponto a partir da análise das hipóteses de exceção de registro de oferta pública previstas no *Securities Act*. Com efeito, o artigo 4 (a) (1) do *Securities Act* determina que não está sujeita a registro na SEC a oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada por qualquer pessoa exceto emissores, *underwriters* ou corretores de valores mobiliários ("*Sec. 4. (a) The provisions of section 5 shall not apply to (1) transactions by any person other than an issuer, underwriter or dealer*.") Em princípio, portanto, qualquer acionista ou titular de valores mobiliários que não o próprio emissor, um *underwriter* ou um corretor de valores mobiliários poderia realizar uma oferta pública sem precisar registrá-la. Robert Clark aponta, entretanto, para a sutileza da definição de *underwriter* prevista no artigo 2 (11) do *Securities Act*, que alcança qualquer pessoa que tenha adquirido valores mobiliários com o *objetivo* de vendê-los ou colocá-los em circulação no mercado. Ao analisar casos julgados pela SEC, o autor mostra que a definição de *underwriter* consagrada é a mais ampla possível e que a exceção do artigo 4 (a) (1) do *Securities Act* busca afastar do regime de registro obrigatório transações ordinárias envolvendo valores mobiliários que já tenham sido objeto de oferta pública, e não que venham a ser negociados em mercado a partir de uma oferta secundária. CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Nova York: Aspen Law & Business, 1986, p. 734.

profissional, que estão sujeitos a regras e registro próprio de tal atividade na CVM. Em outras palavras, qualquer pessoa ou entidade pode se qualificar como ofertante de valores mobiliários.

Por outro lado, o art. 2º, § 3º, da Lei 6.404/1976 atribui à CVM competência para exigir que os emissores de valores mobiliários se constituam sob a forma de sociedade por ações.

Essa competência foi exercida por meio da edição da Instrução CVM 480/2009, que prevê, em seu art. 1º, § 2º, que o emissor de valores mobiliários deve estar constituído necessariamente sob a forma de sociedade anônima, exceto quando a instrução dispuser de modo diverso[142].

Uma explicação possível para a exigência da adoção do tipo societário de sociedade por ações pelos emissores de valores mobiliários decorre da intrínseca ligação da Lei 6.385/1976 com a Lei 6.404/1976 e da consagração das sociedades por ações como veículo por excelência para acesso ao mercado de valores mobiliários[143].

Entre outras características, a Lei 6.404/1976 atribui à sociedade por ações o cumprimento de um regime informacional mais rígido do que aquele exigido das sociedades por quotas de responsabilidade limitada, demandando, por exemplo, a publicação dos atos constitutivos[144], das demonstrações financeiras e do relatório da administração[145], das atas

---

[142] A regra naturalmente não se aplica a determinados valores mobiliários que não podem ser emitidos por sociedades anônimas, como cotas de fundos de investimento e Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC).

[143] A esse respeito, vide os comentários do deputado federal Inaldo Leitão no relatório apresentado à Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados por ocasião da aprovação do projeto que resultou na Lei 11.301/2011: "*Com efeito, não há como separar, do ponto de vista temático, o regime jurídico das sociedades anônimas e a disciplina do mercado de capitais e da própria Comissão de Valores Mobiliários, agência governamental incumbida de sua fiscalização. As sociedades anônimas constituem-se no instrumento basilar do mercado de capitais, representando o veículo por excelência de captação da poupança pública para investimento em atividades empresariais. Assim sendo, tanto a Lei n° 6.404/76 como a Lei n° 6.385/76, materialmente consideradas, tratam de aspectos diferentes de um mesmo objeto* [...]". Disponível em http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=35612&filename=PRL+1+CCJC+%3D%3E+PL+3115/1997. Acesso em 11/12/2017. No mesmo sentido, CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; Copola, Marina; *Comentários ao art. 2º da Lei n 6.385/76.* In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 89.

[144] Art. 94 da Lei 6.404/1976.

[145] Art. 133 da Lei 6.404/1976.

de assembleia geral de acionistas e de reuniões do conselho de administração[146], além de prever órgãos de fiscalização e supervisão como o conselho fiscal.

A estrutura típica das sociedades por ações estaria, dessa forma, mais alinhada com a política de ampla divulgação de informações que permeia a regulação do mercado de capitais, o que igualmente teria influenciado sua escolha como tipo societário padrão para os emissores de valores mobiliários.

Outros tipos legais e entidades que podem se utilizar do mercado de capitais para acessar a poupança popular são os fundos de investimento, as sociedades limitadas, os municípios e as cooperativas agrícolas, estando sua autorização geralmente atrelada, todavia, à oferta pública de distribuição de tipos específicos de valores mobiliários, como os CEPACs, no caso dos municípios, e as notas comerciais do agronegócio (NCA), no caso das cooperativas agrícolas[147].

A capacidade de impor eventuais limitações à liberdade de determinadas entidades de acessar o mercado de valores mobiliários deve ser exercida pela CVM com prudência e ter como fundamento a promoção da política de ampla divulgação de informações, sobretudo por meio da adequada transparência das atividades e negócios dos emissores de valores mobiliários.

2.2 Público investidor

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários caracteriza-se como a oferta de contratar determinado investimento em valores mobiliários lançada a uma generalidade de pessoas, que formam o público investidor[148].

---

146 Art. 134, § 5º, e 142, § 1º, da Lei 6.404/1976.

147 Art. 33 da Instrução CVM 480/2009.

148 "*Os destinatários da oferta constituem o elemento mais importante para a classificação da emissão como pública ou privada. Caracteriza-se a oferta pública basicamente pelo fato de ser uma proposta dirigida a pessoas indeterminadas, não individualizadas*. [...] *Há portanto na emissão pública uma oferta dirigida à generalidade de indivíduos.* [...] *A essência da emissão pública está contida precisamente na ausência de individualização do ofertado, ainda que este se encontre em um grupo limitado de pessoas*". EIZIRIK, Nelson. *Caracterização Jurídica da Emissão Pública de Valores Mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 83, jul./set., 1991, pp. 58-59. No mesmo sentido, vide CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações.* Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 23.

No Brasil, a definição de público investidor está baseada no conceito de "público em geral" previsto no artigo 3º, § 1º da Instrução CVM 400/2003, segundo o qual o público de uma distribuição pública de valores mobiliários é composto por uma "*classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora*".

Ainda que compartilhem de características comuns, que façam com que pertençam a um grupo mais restrito e individualizado de pessoas, dos quais são exemplos os moradores do Município de São Paulo ou os empregados de uma fábrica têxtil, tais grupos de pessoas continuam podendo se qualificar como público investidor alvo de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários por mais que a generalidade ínsita ao conceito de público em geral esteja atenuada.

Inclusive, a redação do art. 3º, II, da Instrução CVM 400/2003, ao prever que a oferta pública pode ser destinada a "*destinatários individualmente identificados*", deixa transparecer que a identificação das pessoas que compõem o público investidor destinatário dos esforços de venda não é elemento suficiente para descaracterizar a oferta como pública.

Em outras palavras, por mais que todos os investidores tenham sido perfeitamente identificados e qualificados no material de distribuição, a colocação em questão poderá ser tida como oferta pública se estiverem presentes os demais requisitos (meios de exteriorização da oferta capaz de atingir o público em geral e valores mobiliários como objeto).

Por outro lado, é essencial verificar se está presente, na situação em análise, a ressalva de prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, entre o emissor e os destinatários da oferta pública, conforme previsto na Instrução CVM 400/2003.

Se for possível demonstrar tal relação, pode se estar diante de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários que não prescinde de registro na CVM em razão da circunstância de que os investidores prospectados, justamente por terem relacionamento prévio, estreito e habitual com a emissora, tiverem acesso a todas as informações de que

necessitam para sua tomada de decisão de investimento consciente e refletida, tornando dispensável a tutela estatal.

Nesse aspecto, importante pontuar que a norma utiliza o termo "emissora" como contraparte de investidores, do que se extraí que, em princípio, a relação prévia, estreita e habitual deva ser estabelecida entre o emissor dos valores mobiliários e o público destinatário da oferta.

A hipótese de os investidores manterem relação prévia, estreita e habitual com ofertante que não seja a emissora, tais como o acionista controlador, as instituições intermediárias ou qualquer outra entidade participante dos esforços de distribuição, também pode relevar indícios de significativa proximidade com o empreendimento a ser financiado, de modo equivalente à existência de relacionamento prévio, estreito e habitual com a emissora[149].

Em qualquer cenário, o critério parece ser demonstrar que os investidores a serem abordados no âmbito da oferta reúnem condições de autonomamente, isto é, sem a intervenção do Estado na relação privada do investidor com a emissora ou com pessoas próximas da emissora, ter acesso a todas as informações de que precisam para sua decisão de investimento.

Ao examinar a Instrução CVM 400/2003, GABRIEL BUSCHINELLI critica a forma pela qual foram excluídas, do âmbito da regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, as ofertas destinadas a pessoas que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual com a emissora[150].

Segundo o autor, contrapartes em relações comerciais ou trabalhadores em geral não têm acesso a informações específicas e suficientes relacionadas à emissora ou ao investimento que possa afastar a tutela garantida em lei aos investidores. A brecha prevista

[149] Não é isso, todavia, o que mostram julgados da CVM sobre o assunto analisados para essa dissertação, que revelam a preferência da autarquia por uma interpretação literal da norma, ou seja, aquela que exige relacionamento prévio com a emissora.

[150] BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Comentários aos arts. 19 e 20 da Lei n 6.385/76.* In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 389.

na regulação poderia, assim, ser utilizada de forma prejudicial ao desenvolvimento do mercado.

Para que a norma possa fazer sentido e ser coerente, argumenta GABRIEL BUSCHINELLI, seria necessário interpretar restritivamente os termos "estreito e habitual". Nesse sentido, o vetor de interpretação passaria a ser verificar, em uma dada situação, se em razão dos relacionamentos previamente existentes com os investidores seria possível assegurar que os destinatários da oferta tiveram acesso a nível de informações mínimo, equivalente ao exigido por meio da regulação através da imposição do registro de distribuição, o que tornaria dispensável a tutela do Estado[151].

A esse respeito, o caso *SEC vs. Ralston Purina Co*.[152] é um dos mais importantes precedentes utilizados até hoje para delimitar os contornos do teste de relação prévia existente entre emissor e destinatários para afastar o regime de registro obrigatório das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

A Ralston Purina é uma fabricante de alimentos e rações para animais que realizava ofertas de distribuição de valores mobiliários de sua emissão para seus funcionários como forma de promover alinhamento de interesses. A administração da empresa entendia que a oferta não se qualificava como pública por ter como destinatários apenas pessoas que já tinham prévio vínculo com a emissora. A despeito de alegar que eram destinatários da oferta apenas funcionários-chave, a investigação conduzida na época apontou que pessoas com as mais diversas funções e salários eram elegíveis a adquirir os valores mobiliários oferecidos pela empresa.

---

[151] "*Não basta uma ligação ordinária entre o emissor e o investidor que se enquadra em uma das quatro categorias (vínculo societário, comercial, trabalhista ou creditício). Tal relação deve estar revestida do caráter de estreiteza e habitualidade, expressão que é pouco técnica, porque não se sabe dizer o que seria uma relação societária 'estreita', por exemplo (ela existe ou não), mas que, ainda assim, deve ser interpretada sistemática e teleologicamente*". BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Comentários aos arts. 19 e 20 da Lei n 6.385/76*. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 389. No mesmo sentido, Nelson Eizirik: "*Concluindo, podemos afirmar que, para a caracterização da emissão como pública ou privada, embora sejam relevantes os meios utilizados na colocação dos títulos, o elemento essencial e decisivo refere-se à situação dos ofertados. Daí decorre que uma emissão, mesmo que colocada com a utilização de listas ou boletins, ou mediante os serviços de instituições do mercado, podem ser consideradas privadas se os ofertados forem pessoas certas ou determinadas, se forem investidores sofisticados e com alto poder de barganha frente à companhia emissora, ou ainda se tiverem acesso ao mesmo tipo de informação que a companhia forneceria por ocasião do registro na CVM*.". EIZIRIK, Nelson. *Caracterização Jurídica da Emissão Pública de Valores Mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 83, jul./set., 1991, p. 61.

[152] S.E.C. v. Ralston Purina Co., 346 U.S. 119 (1953) 346 U.S. 119.

A Suprema Corte Norte-Americana, atendendo a pedido da SEC, julgou irregular a oferta realizada pela companhia sem registro. Segundo a decisão, a caracterização ou não da oferta como pública não dependia da verificação do número absoluto de destinatários, nem da existência ou não de prévia relação com o emissor. Era necessário dar um passo além e analisar qualitativamente o tipo de vínculo existente entre o ofertante e os destinatários.

Nesse sentido, apenas não haveria a necessidade da intervenção regulatória na situação em que ficasse evidenciado que a relação existente entre o emissor e os destinatários tornasse efetivamente dispensável a divulgação de informações exigida pelo registro obrigatório da oferta pública de distribuição. Por outro lado, se os destinatários da oferta não tiveram prévio acesso às mesmas informações ou a informações substancialmente similares às que lhes seriam disponibilizadas por força do registro da oferta pública, a obrigatoriedade de registro não poderia ser afastada. A proteção do público investidor por meio de sua adequada informação, ainda que se tratasse de investidores com algum nível de prévio relacionamento com o emissor, deveria ser assegurada e não poderia ser relegada a segundo plano.

Os próximos itens têm por objeto justamente discutir situações e precedentes da CVM em que se procurou afastar a caracterização de esforços de venda destinados ao público investidor em geral em razão da existência de relação prévia, estreita e habitual com investidores.

Antes de prosseguir com a análise, entretanto, é importante esclarecer que a Instrução CVM 400/2003, nem qualquer outra norma editada pela autarquia sobre o assunto falam em dispensa ou em isenção de registro de distribuição em razão da verificação de relação prévia, estreita e habitual com os investidores-alvo da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Essa é uma interpretação que decorre dos julgados analisados pela autarquia e que deveria, em eventual revisão das instruções que disciplinam as ofertas públicas de distribuição, sobretudo a Instrução CVM 400/2003, estar melhor retratada no próprio texto das normas editadas pela CVM.

Com efeito, a CVM poderia utilizar a experiência acumulada ao longo dos anos de aplicação da Instrução CVM 400/2003 para informar o mercado sobre circunstâncias e situações comuns em que, de antemão, entende que a oferta, apesar de ser pública, não precisaria ser registrada na autarquia uma vez que não apresenta preocupação regulatória em termos da adequada informação do público investidor.

Esse tipo de medida e de postura da CVM certamente ajudariam a mitigar a insegurança jurídica que ainda existe em razão da ausência de regras mais claras e objetivas para a aplicação da exceção de investidores com prévia, estreita e habitual relação com o emissor ou com o ofertante dos valores mobiliários.

Atualmente, diante da ausência de previsão de dispensa automática de registro, o ofertante que entender que a sua oferta pública está isenta de registro em razão da ressalva prevista no § 1º do art. 3º da Instrução CVM 400/2003 deve submeter pedido de dispensa à CVM antes de iniciar os procedimentos de distribuição, o que demanda tempo, energia e recursos, além do risco de perda de oportunidade e de sofrer eventuais penalidades em razão da realização de oferta pública de forma irregular.

2.2.1 Oferta pública para empregados

Entre as hipóteses em que a definição de público em geral está ressalvada na Instrução CVM 400/2003 está a oferta direcionada a pessoas com prévia relação de trabalho com o emissor, o que pode ser caracterizada por meio da celebração de contratos de emprego ou de prestação de serviços, por exemplo, e em uma acepção mais ampla do termo " relação trabalhista" prevista na norma, até contratos que disciplinam o exercício de função de cargos estatutários, como diretoria e conselho de administração.

Na origem do tratamento da matéria, ao regular as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários por meio da Resolução 88/1968, o Banco Central do Brasil (BCB) afastou do âmbito das ofertas privadas as ofertas públicas para empregados ao considerar que as "*ofertas de títulos e valores mobiliários a empregados das pessoas jurídicas emitentes serão necessariamente consideradas como públicas*".

Em outras palavras, independentemente da qualificação dos empregados, de sua posição na empresa ou da verificação do nível e da quantidade de informações disponibilizadas pela emissora aos destinatários, a oferta a empregados deveria ser necessariamente tratada como se pública fosse. A exceção eram as ofertas em que não estivessem presentes os elementos caracterizadores das ofertas públicas, ou seja, que fossem eminentemente privadas[153].

A esse respeito, interessante examinar o parecer da procuradoria federal especializada da CVM, elaborado por SUELI DA SILVA, a respeito da possibilidade de colocação de ações entre empregados de uma companhia sem a necessidade de prévio registro da oferta pública de distribuição na autarquia[154].

Na ocasião, discutia-se, em caráter exclusivamente teórico, a pertinência da obrigatoriedade de se exigir o registro de oferta pública de distribuição quando o público destinatário dos esforços de venda fosse formado exclusivamente por empregados da emissora dos valores mobiliários.

Sem excluir a necessidade de analisar as circunstâncias de cada caso concreto que venha a ser apresentado à CVM, o parecer assinado por SUELI DA SILVA foi no sentido de que a proteção garantida pelo registro da oferta pública seria dispensável, em princípio, desde que os empregados, em razão do cargo e função exercidos na emissora, não prescindissem das informações garantidas pelo registro da oferta para a tomada de sua decisão de investimento a respeito dos valores mobiliários oferecidos[155].

---

[153] Resolução BACEN 88/1968: "*XX. As ofertas de títulos e valores mobiliários a empregados das pessoas jurídicas emitentes serão necessariamente consideradas como públicas e, portanto, capituláveis no item XII, sempre que não se enquadrem no item XVIII*." O item XVIII, por sua vez, previa que: "*O disposto no item XIII não se aplica à emissão de títulos e valores mobiliários oferecidos sob o regime de subscrição particular (entendida esta como sendo a que não for capitulável no §2 do art. 16 da Lei 4.728) ou à emissão por empresas com sede e atividades em regiões consideradas pelo Banco Central como afastadas dos centros de mercado de capitais e que não objetivem sua transformação em sociedades anônimas de capital aberto*." A caracterização da oferta pública a empregados, nos termos da antiga resolução do Banco Central, era circular, pois previa que seria sempre aplicado o regime das ofertas públicas, exceto quando se tratasse de oferta que não pudesse ser considerada oferta pública, sem, contudo, definir o que se entendia por oferta pública, o que gerava incertezas quanto ao âmbito de sua verdadeira aplicação.

[154] SILVA, Sueli da. *Colocação de ações entre empregados da companhia (parecer sobre registro de emissão)*. In: *Revista da CVM*, v. 6, n. 21, jul./set.1988.

[155] "*A proteção do registro não se dirige àquelas pessoas que, em virtude de circunstâncias especiais, tais como relação de emprego, tenham acesso às informações que lhes permitam, de forma apta, decidir por si mesmas sobre os riscos de seu investimento*". E completou, lembrando que "*a companhia fechada não está impedida de oferecer seus valores mobiliários a pessoas determinadas que não sejam seus acionistas, desde que não se utilize dos meios que caracterizam uma oferta pública e dos instrumentos e instituições do sistema*

De forma equivalente, a regulação da CVM, pelo menos uma vez, já reconheceu a ausência de necessidade de tutela específica para empregados a quem são oferecidas oportunidades de investimento em valores mobiliários.

Trata-se da Instrução CVM 332/2000, que disciplina a emissão e a negociação de BDRs e prevê que a oferta pública de distribuição de BDRs patrocinados Nível I somente pode ser realizada para investidores qualificados ou para empregados da companhia aberta estrangeira emissora dos valores mobiliários que servem de lastro para o BDR, incluindo também empregados de empresas que fazem parte do grupo econômico da emissora estrangeira.

Equiparou-se, portanto, para fins de oferta pública de distribuição de BDRs patrocinados Nível I, investidores qualificados e empregados, provavelmente com base no pressuposto de que empregados, tanto quanto investidores qualificados, teriam acesso a informações e dados do emissor dos valores mobiliários que lhes permitisse tomar uma decisão de investimento consciente e refletida sem que o amparo do Estado se fizesse necessário.

Nesse ponto, mais uma vez, a atividade normativa da CVM poderia contribuir para esclarecer ao mercado em quais circunstâncias uma oferta pública destinada a empregados ou a pessoas que mantenham relação de trabalho com o emissor de valores mobiliários está automaticamente dispensada de registro de distribuição na autarquia, como nos casos de planos de *stock option* e outros mecanismos de incentivo por meio da atribuição de valores mobiliários.

de distribuição. O que lhe é vedado é o apelo ao público em geral, a negociação de seus títulos no mercado de valores mobiliários e a utilização dos mecanismos desse mercado". SILVA, Sueli da. *Colocação de ações entre empregados da companhia (parecer sobre registro de emissão)*. In: *Revista da CVM*, v. 6, n. 21, jul./set.1988. p.59.

2.2.2 Oferta pública para credores

Outra exceção ao conceito de público em geral prevista na Instrução CVM 400/2003 são as pessoas que mantém relacionamento creditício de forma estreita e habitual com a emissora de valores mobiliários.

A esse respeito, em 2004, o Colegiado da CVM analisou caso envolvendo pedido de dispensa de elaboração de prospecto, de declaração de veracidade das informações contidas no prospecto e de publicação dos anúncios de início e encerramento da distribuição da 2ª emissão de debêntures conversíveis em ações da Companhia Energética do Maranhão - CEMAR[156]. A oferta pública fazia parte do processo de reestruturação financeira da companhia e somente credores com créditos financeiros ou oriundos de emissões de debêntures anteriores da CEMAR, devidamente listados na escritura de emissão das debêntures, poderiam participar da oferta pública.

Segundo as alegações da CEMAR, todos os credores que poderiam aderir à oferta eram investidores qualificados, signatários do denominado "*Acordo de Subscrição de Debêntures e Outros Pactos*", tinham amplo acesso às informações da companhia, assim como aos termos e condições das debêntures e dos fatores de riscos relacionados às debêntures e à própria CEMAR.

Na ocasião, o Colegiado da CVM deferiu o pleito de dispensa de elaboração e publicação do prospecto com base, entre outros argumentos, na circunstância de que o público investidor seria formado exclusivamente por credores que, além de serem investidores qualificados, possuíam relação estreita e habitual com a CEMAR.

De forma equivalente, em 2005, ao analisar o pedido de dispensa de requisitos para o registro da oferta pública de distribuição de debêntures simples da 3ª série da 1ª emissão da Companhia de Saneamento do Paraná - SANEPAR, a CVM verificou que o público destinatário da oferta era formado exclusivamente por investidores qualificados, instituições financeiras titulares das debêntures das 1ª e 2ª séries de emissão da companhia[157].

---

[156] Processo Administrativo CVM RJ2004/4376, relator Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 24/08/2004.

[157] Processo CVM RJ2005/3234, julgado em 21/07/2005, relatado pela SRE.

A despeito de a SANEPAR ter solicitado apenas a dispensa do requisito da elaboração do prospecto, o entendimento da área técnica da CVM foi de que, no caso em questão, teria sido inclusive verificado o requisito da prévia relação estreita e habitual entre os investidores e a emissora, o que tornaria a oferta isenta de registro. O entendimento da área técnica da CVM baseou-se no pressuposto de que os debenturistas, na qualidade de credores próximos à companhia, estariam sempre "*acompanhando a performance da Companhia, de forma a avaliar os riscos incorridos*"[158]. O Colegiado da CVM concordou com a manifestação da área técnica e deferiu o pedido de dispensa.

Em 2006, o Colegiado da CVM examinou recurso contra decisão que indeferiu o pedido de dispensa de registro da distribuição pública de cotas de emissão de Bancorp FIDC Multisegmentos[159]. Um dos fundamentos do recurso da Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM, instituição intermediária responsável pela oferta de distribuição, era o de que os subscritores das cotas de emissão do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) eram investidores com estreita e habitual relação comercial e creditícia com a Bancorp Fomento S.A., empresa especializada em fomento mercantil, para a qual se havia atribuído os encargos de análise e seleção dos direitos creditórios passíveis de formarem a carteira do fundo.

O gerente de registros da CVM à época entendeu que a existência de relação comercial entre os investidores e a Bancorp Fomento S.A. não caracterizaria a ressalva prevista no § 1º do art. 3º da Instrução CVM 400/2003, uma vez que a Bancorp Fomento S.A. não poderia ser equiparada ao emissor das cotas objeto da distribuição pública.

De maneira diversa, o Superintendente de Registro de Valores Mobiliários afirmou que a Bancorp Fomento S.A., dada sua relevância no funcionamento do FIDC, poderia sim ser equiparada à emissora. O problema no caso concreto, segundo o Superintendente, seria que a Rio Bravo não teria logrado êxito em comprovar a caracterização de relação "prévia e habitual" entre os investidores e a empresa de fomento mercantil, o que desautorizaria o recurso ao §1º do art. 3º da Instrução CVM 400/2003. A decisão do Colegiado confirmou o entendimento da área técnica.

[158] SRE MEMO/SRE/Nº 105/2005
[159] Processo CVM RJ 2006/7974, julgado em 22/11/2006, relatado pela SRE.

Mais recentemente, em 2016, ao analisar caso em que a oferta era destinada a um grupo de credores da Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A., a CVM concluiu de forma diversa e favorável à obrigatoriedade de prévio registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários na autarquia[160].

Na época, alguns credores da Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A. constituíram uma sociedade por ações na qual aportaram créditos detidos contra a Boi Gordo. Após a constituição da sociedade anônima, os fundadores passaram a oferecer ações da companhia em troca de quem fizesse uma contribuição em dinheiro e aportasse créditos detidos contra a Boi Gordo. A companhia seria então responsável por cobrar os créditos devidos pela Boi Gordo, que passariam a estar concentrados em uma única pessoa jurídica, e por representar os interesses dos acionistas no processo de concordata[161] daquela empresa.

Ao analisar o caso, a CVM não aceitou o argumento dos acusados de que os destinatários da oferta faziam parte de um grupo de pessoas previamente definido - clientes cadastrados em um dos representantes comerciais da Boi Gordo. Segundo o voto condutor proferido pelo diretor MARCELO TRINDADE, o vínculo anterior não foi estabelecido entre a companhia emissora e os investidores, mas entre esses e um dos representantes comerciais da Boi Gordo, o que não correspondia à previsão literal de relacionamento com a emissora disposta no art. 3º, § 1º, da Instrução CVM 400/2003.

Além disso, e mais importante, ainda que o vínculo pudesse ser caracterizado com a própria emissora, a CVM ressaltou que não havia nada nos autos que comprovasse que os investidores tiveram acesso prévio a informações sobre a companhia para tomar a sua decisão de investimento de forma consciente e informada, tal qual seria possível, em teoria, a partir da divulgação de informações a que estão sujeitas as ofertas públicas registradas na autarquia[162].

---

[160] Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2005/1160, relator Diretor Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 12/12/2006.

[161] A Lei 11.101/2005, que instituiu o regime da recuperação judicial em substituição ao da concordata, ainda não havia sido aprovada.

[162] "*Além disso, a uniformidade dos destinatários — derivada de sua condição de clientes da SEC* (SEC Representações Ltda.) *e credores da Boi Gordo — não comprova que tivessem informação suficiente a respeito da Global Nordeste, para que pudessem tomar sua decisão de investimento*. " Processo CVM RJ2005/1160, relator Diretor Presidente Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 12/12/2006. No mesmo sentido, voto de Marcelo Fernandez Trindade no Processo CVM RJ2006/3364 "*O regulador, ao estabelecer tal exceção,*

Em outras palavras, a CVM reconheceu que o vínculo entre o emissor e o investidor deve ser de tal relevância que possibilite acesso qualificado a informações sobre a oferta e sobre a própria emissora de forma a permitir a tomada de decisão de investimento consciente e refletida. Se houver vínculo entre o emissor e os investidores, ou entre o ofertante ou qualquer representante do emissor e os investidores, mas a relação não puder ser qualificada dessa maneira, ainda assim seria necessário realizar o registro prévio da oferta pública na autarquia como forma de disponibilizar as informações necessárias para a decisão de investimento, assegurando, por consequência, a proteção do investidor através de sua adequada informação.

2.2.3 Oferta pública para acionistas ou cotistas

Além dos relacionamentos trabalhista e creditício analisados anteriormente, a relação societária estreita e habitual pode ser utilizada como fundamento para eventual dispensa do regime de registro obrigatório das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

No caso de aumentos de capital com subscrição privada, o entendimento da CVM é o de que a oferta estaria isenta da obrigatoriedade de registro por ser direcionada exclusivamente a pessoas que já mantém relação societária pretérita com a sociedade emissora.

A esse respeito, a Nota Explicativa 19/80, que acompanhou à Instrução Normativa 13/80, que por sua vez disciplinava as operações de aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição, demonstrava que a CVM entendia "*não haver necessidade de registro, partindo-se do princípio que os elementos necessários à tomada de decisão já estão disponíveis*"[163].

considerou, evidentemente, que um grupo determinado de agentes que mantivessem relacionamento de natureza comercial e habitual frente à sociedade emissora possuiria as informações necessárias à realização do investimento, afastando a necessidade de intervenção estatal. " Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2006/3364, relator Diretor Presidente Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 16/05/2007.

[163] A esse respeito, o art. 7º da Instrução CVM 13/1980 também expressamente afastava do âmbito dos esforços de distribuição típicos das ofertas públicas as colocações de valores mobiliários para pessoas que já eram acionistas da companhia emissora: "*Art. 7º - Considera-se pública a subscrição de ações ofertadas mediante: I – a utilização de listas ou boletins de subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de novos subscritores <u>não acionistas</u> por meio de empregados, administradores ou através de*

Esse posicionamento foi reforçado posteriormente por meio do Parecer/CVM/SJU/Nº 005, de 19/02/1986, por meio do qual a antiga Superintendência Jurídica da CVM acrescentou que esse tipo de oferta teria "*natureza idêntica à da emissão colocada particularmente*".

Com a edição da Instrução CVM 400/2003, a Instrução Normativa 13/80 foi revogada. Atualmente, as normas da CVM não excetuam do regime de registro obrigatório de distribuição as ofertas públicas direcionadas a acionistas da companhia emissora, a cotistas de fundos de investimento ou a quaisquer outras pessoas que já sejam titulares do mesmo tipo de valor mobiliário objeto da oferta pública em análise, cabendo aos precedentes do Colegiado da autarquia e às análises realizadas pelas áreas técnicas a função de repositório interpretativo a respeito de quando tal ressalva poderia ser utilizada.

No âmbito dos julgados pelo Colegiado da autarquia, interessante precedente envolveu a tentativa de realização de oferta pública de distribuição secundária de ações de emissão da Gerdau S.A. com dispensa de registro[164].

Na ocasião, a Metalúrgica Gerdau S.A. pretendia oferecer ações de emissão de sua controladora, a Gerdau S.A., para cerca de 1.050 acionistas de 5 companhias fechadas do grupo[165]. A operação envolveria a permuta de 2,13 ações ordinárias de emissão da Gerdau S.A. para cada lote de 5 ações, correspondendo a 1 ação de emissão de cada uma das 5 companhias fechadas do grupo envolvidas na transação. A oferta tinha o valor total estimado de pouco mais de R$ 350 milhões.

A área técnica e a diretora NORMA PARENTE manifestaram-se favoravelmente ao pedido de dispensa de registro da oferta ao considerarem que todas as informações que constariam de um possível prospecto, com exceção do laudo de avaliação, que foi solicitado

pessoas físicas ou jurídicas integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação, quando dirigida a <u>não acionistas</u> da sociedade emissora.".

[164] Processo Administrativo CVM RJ2005/7527, relatora Diretora Norma Jonssen Parente, julgado em 13/12/2005.

[165] As companhias fechadas envolvidas na operação eram Gerdau Aços Longos S.A., Gerdau Aços Especiais S.A., Gerdau Comercial de Ações S.A., Gerdau América do Sul Participações S.A. e Gerdau Açominas S.A..

pela área técnica como condição para o deferimento do pedido de dispensa de registro, já se encontravam à disposição dos investidores[166].

Também foram considerados como elementos favoráveis à dispensa de registro a circunstância de ambas as companhas abertas envolvidas na operação, a Metalúrgica Gerdau S.A. (ofertante) e a Gerdau S.A. (emissora), estarem sujeitas ao regime de ampla divulgação de informações continuada há algum tempo e a oportunidade de liquidez oferecida aos acionistas das companhias fechadas, que poderiam passar a negociar ações em bolsa de valores.

O diretor MARCELO TRINDADE, por outro lado, apresentou voto contrário à dispensa de registro, no que foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado da CVM. Segundo o diretor, na situação sob exame, não teria sido comprovado que o público investidor destinatário tinha prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual com a emissora ou com o ofertante de modo tal a dispensar o registro de distribuição na autarquia.

Da mesma forma, o fato de os investidores serem acionistas de companhias fechadas do grupo Gerdau, e não da Gerdau S.A., não atestava que tinham previamente acesso a todas as informações da emissora e condições para a tomada de decisão de investimento informada a respeito da oferta[167] O volume total da operação[168] e o grande número de investidores também foram fatores utilizados pelo diretor para indeferir o pedido de dispensa de registro da oferta pública de distribuição.

A despeito das características de volume financeiro e quantidade de investidores envolvidos, que poderiam desautorizar a dispensa de registro de distribuição em razão dos potenciais efeitos para o mercado de valores mobiliários, não se pode concordar com o

---

166 "*Dessa forma, entendo, na esteira da área técnica, que é possível a dispensa do registro, uma vez que o acesso democrático e de forma transparente às informações em igualdade de condições a todos os investidores, principal função do registro, está assegurado. Cabe lembrar ainda que a operação permitirá que acionistas que hoje não contam com a proteção da CVM passem a dela também usufruir*." Voto da Diretora Norma Jonssen Parente.

167 "*Trata-se, ainda, aparentemente, de um grupo sem qualquer qualificação ou sofisticação financeira que indicasse a possibilidade de tomada de uma decisão de investimento informada*". Voto do Diretor Presidente Marcelo Fernandez Trindade.

168 Segundo o diretor, o valor da oferta pretendida pela Metalúrgica Gerdau era maior do que o volume destinado ao varejo de praticamente todas as ofertas públicas realizadas em 2004 e 2003 e, em algumas vezes, até maior do que volume total da oferta.

argumento de MARCELO TRINDADE de que os investidores não teriam tido acesso prévio às informações para sua decisão de investimento pelo fato de não serem acionistas da emissora, nem de que a falta de "qualificação" ou "sofisticação financeira" deveria ser utilizada como fator para indeferir o pedido de dispensa.

Para os fins do art. 3, § 1º da Instrução CVM 400/2003, o que importa é a existência de relação prévia, estreita e habitual como elemento indicativo de acesso prévio a informações necessárias para a tomada de decisão de investimento por parte do público destinatário da oferta.

No caso da oferta promovida pela Metalúrgica Gerdau S.A., ainda que os investidores abordados não fossem acionistas da Gerdau S.A., o fato de ambas as companhias envolvidas na operação serem abertas e estarem sujeitas ao regime informacional imposto pela Instrução CVM 480/2009 revela que os investidores tinham a sua disposição um leque de informações e dados muito mais amplo do que nos casos envolvendo ofertas públicas de valores mobiliários de emissores ou ofertantes que são companhias fechadas.

Portanto, ainda que, em uma interpretação literal, o requisito de prévio relacionamento entre investidores e companhia emissora não estivesse preenchido, a função da regra, que é justamente assegurar a adequada informação do público investidor, parece ter sido promovida por outras formas, inclusive mais eficientes, como é o caso de emissores e ofertantes sujeitos ao regime de ampla divulgação de informações padrão adotado pelo Estado.

Ademais, é curial observar que em nenhuma passagem a norma exige que o público investidor tenha sofisticação para compreender as informações e tomar uma decisão de investimento consciente e refletida. Pelo contrário, os precedentes examinados mostram que a construção do dispositivo foi feita em torno do "acesso" a um conjunto de informações, e não à "capacidade" dos investidores de processá-las adequadamente em seu processo decisório[169].

[169] A esse respeito, vide também a discussão apresentada no item 2.1 do capítulo II da parte I a respeito da racionalidade da hipótese de dispensa de registro em razão do acesso prévio a informações.

Por isso, não caberia ao Colegiado da CVM indeferir o pedido de dispensa formulado com base na exceção da existência de relacionamento societário prévio, estreito e habitual referido no art. 3, § 1º da Instrução CVM 400/2003 em razão de características pessoais e da qualificação dos investidores. A decisão da autarquia deveria, na verdade, ser vinculada. Dessa forma, uma vez preenchidos os requisitos que atestam o acesso a informações úteis para a tomada de decisão de investimento, a dispensa de registro de distribuição deveria ser a única decisão possível.

Ainda sobre esse ponto, em 2012 o colegiado da CVM enfrentou caso envolvendo pedido de dispensa de cumprimento de requisitos para distribuição de cotas do fundo de investimento imobiliário responsável pelo financiamento de estádio de futebol no Munícipio de São Paulo que seria utilizado na Copa do Mundo de Futebol de 2014[170].

Entre outros argumentos utilizados pela área técnica da autarquia para fundamentar o seu entendimento favorável à dispensa pleiteada pela administradora do FII, no que foi acompanhada pelo colegiado, foi a equiparação da condição dos cotistas do fundo a de acionistas de uma companhia.

Na oportunidade, segundo a área técnica, "*uma oferta pública de distribuição de ações que seja destinada exclusivamente aos acionistas da companhia emissora, com cancelamento do saldo porventura não colocado – sem possibilidade, portanto, de colocação de sobras junto a não acionistas -, não requereria a obtenção de registro de distribuição nesta CVM.*" [171].

De forma equivalente, a área técnica expôs entendimento de que a oferta destinada exclusivamente a cotistas de fundo fechado, pessoas que teriam prévia, estreita e habitual relação com o fundo, nos termos do §1º do art. 3º da Instrução CVM 400/2003, não demandaria a obrigatoriedade de registro da oferta pública.

Apesar de no caso analisado o fundo de investimento ser um FII e todos os cotistas serem investidores qualificados, a área técnica da CVM não restringiu sua interpretação nem ao tipo de fundo de investimento, nem à sofisticação dos investidores envolvidos, o que

[170] Processo CVM RJ2011/14594, julgado em 27/03/2012. Trata-se da Arena Corinthians, em Itaquera.
[171] MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 59/2012, extraído do Processo CVM RJ2011/14594.

implicaria a possibilidade de extensão de tal entendimento a outras situações análogas que sejam levadas ao conhecimento do Colegiado.

2.2.4 Oferta pública para clientes bancários

O último dos tipos de relação entre emissor e investidores previsto na Instrução CVM 400/2003, que poderia ser utilizado como fundamento para requerimento de dispensa de registro de distribuição, é a existência de relação comercial, prévia e habitual.

Sobre esse aspecto, ao decidir consulta submetida à CVM a respeito da possibilidade de não caracterização de distribuição pública na colocação de cédulas de debêntures pelo Unibanco a seus clientes, a diretora MARIA HELENA SANTANA examinou a definição de público investidor à luz do relacionamento existente entre bancos e seus correntistas[172].

Segundo a diretora, a dispensa pleiteada pelo Unibanco não poderia ser obtida com base na ressalva de prévia relação comercial ou creditícia com os clientes da instituição financeira na medida em que tal relacionamento, seria, na maioria das vezes, de massa, ao passo que a relação prévia de que trata o art. 3º, § 1º da Instrução CVM 400/2003 exigiria, na verdade, maior proximidade entre o emissor e o tomador dos valores mobiliários.

O entendimento do Colegiado foi posteriormente ratificado pela área técnica da autarquia no âmbito do relatório da audiência pública da Instrução CVM 569/2015, oportunidade em que a Superintendência de Desenvolvimento do Mercado expôs a opinião de que "*o simples fato do adquirente ser cliente ou correntista da instituição financeira emissora não impede, por si só, a caracterização da colocação como ato de oferta pública, que dependerá da análise dos atos realizados*"[173].

Na visão deste autor, a interpretação da diretora e da área técnica está correta e é compatível com a melhor construção da norma, que exige um tipo de relacionamento prévio, estreito e habitual mais qualificado do que aquele que em geral existe entre instituições

[172] Processo CVM RJ2006/8566, relatora Diretora Maria Helena Santana, julgado em 26.02.2007.
[173] Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 13/2014, extraído do Processo CVM RJ2005/3331, datado de 14/10/2015.

financeiras e seus clientes. Isso não significa, porém, que em outras situações não poderia existir tal relação prévia, estreita e habitual entre bancos e determinados correntistas.

Basta pensar, por exemplo, em pessoas ou famílias com grandes fortunas e empresas que mantém a maior parte de seus investimentos em produtos financeiros alocados em uma ou outra instituição financeira com quem mantém relacionamento de longa data.

Nesse caso, a depender das características dos títulos ofertados e do regime informacional a que se sujeita a instituição financeira em questão, poderia se aventar a possibilidade de existência de acesso prévio a informações capaz de permitir que o investidor consiga tomar sua decisão de investimento sem que o registro da oferta pública na CVM se faça imprescindível.

Nesse caso, diferentemente das hipóteses discutidas nos itens anteriores, a ausência de uma diversidade maior de julgados pela CVM torna mais difícil o trabalho de positivar na norma os requisitos e as características a partir das quais a existência de prévio relacionamento comercial entre investidores e emissores ou ofertantes autorizaria a dispensa de registro de oferta pública.

2.2.5 Oferta pública para número limitado de investidores

Além da qualificação dos investidores e da verificação de seu relacionamento prévio, estreito e habitual com o emissor, algumas jurisdições utilizam o critério quantitativo para determinar se dada oferta deve ser tratada como pública para os fins da imposição da obrigatoriedade de registro.

No direito português, por exemplo, esse é um critério utilizado para decidir situações duvidosas e fronteiriças. Será considerada oferta pública a oferta dirigida a, pelo menos, 150 pessoas que sejam investidores não qualificados com residência ou estabelecimento em Portugal[174]. De outro lado, sempre serão caracterizadas como ofertas privadas as ofertas destinadas a investidores qualificados, independentemente do número de investidores qualificados que se pretenda alcançar[175].

[174] Conforme artigo 109, 3, C, do Código dos Valores Mobiliários Português.
[175] Conforme artigo 110, 1, A, do Código dos Valores Mobiliários Português.

No direito norte americano, logo após a edição do *Securities Act*, a SEC publicou um comunicado em que entendia que ofertas destinadas a não mais do que 35 pessoas não deveriam ser qualificadas como ofertas públicas[176]. Atualmente, não existe nos EUA uma regra que excetue do âmbito das ofertas públicas determinada oferta apenas com base apenas no número de investidores procurados.

No Brasil, a Instrução CVM 286/1998, que disciplina a alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas, direta ou indiretamente, pelo Poder Público, prevê que na hipótese de oferta pública, por um ente público, de ações de companhia fechada, caso o leilão de ações resulte em número de acionistas superior a 100, então a companhia que tiver as ações leiloadas terá o prazo de 180 dias para requerer o seu registro na CVM como companhia aberta.

De forma equivalente, a Instrução CVM 429/2006, revogada pela Instrução CVM 566/2015, previa que as ofertas públicas de distribuição de debêntures simples, não conversíveis em ações ou em outros valores mobiliários, de certificados de recebíveis imobiliários, de cotas de fundo de investimento imobiliário e de cotas de fundos de investimento em empresas emergentes, desde que destinadas à aquisição ou subscrição por não mais do que 20 investidores, estavam sujeitas ao procedimento de registro automático na CVM.

Ou seja, ainda que a oferta destinada a um universo de 20 investidores pudesse ser considerada como "pública", era possível simplificar o procedimento de registro seja porque a pequena quantidade de investidores já seria um apontamento de prévia, estreita e habitual relação com o emissor ou com o ofertante, seja porque eventuais fraudes ou irregularidades que viessem a ser cometidas apresentavam reduzido risco de atrapalhar o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Ainda sobre a quantidade e qualificação dos destinatários da oferta, o Colegiado da CVM analisou caso que envolvia a distribuição de cotas de um Fundo de Investimento em Participações (FIP), no valor de R$ 1 milhão a R$ 4 milhões, para 2 (dois) dos sócios da

[176] General Counsel's Opinion, Securities Act Release No. 282, de 24/01/1935.

instituição então administradora da carteira de valores mobiliários do fundo. As quotas do FIP não seriam admitidas à negociação em mercado secundário.

Na ocasião, foi solicitada à CVM a dispensa da obrigatoriedade de registro de oferta pública por, entre outras razões, a circunstância de que o público destinatário da oferta das cotas do FIP estaria limitado a dois indivíduos com prévio relacionamento com a instituição administradora do fundo e amplo conhecimento a respeito do funcionamento do mercado de capitais.

Na oportunidade, o Colegiado da CVM, que acompanhou o parecer da gerência da área técnica, indeferiu o pleito, sob os argumentos de que (a) a circunstância de os investidores serem sócios da administradora do fundo não é suficiente para caracterizar a existência de interesse único e indissociável (raciocínio que, se aceito, poderia implicar na dispensa de registro, por força do previsto no art. 5º, II, da Instrução CVM n.º 400/2003[177]); (b) a não admissão das cotas à negociação não é característica reconhecida na legislação como fundamento para dispensa do registro; e (c) não há casos julgados pela CVM que permitam a dispensa solicitada[178].

Em outras palavras, a CVM deixou claro, a partir do posicionamento exposto nesse caso, que para a caracterização de uma oferta pública pouco importa, em princípio, o número de pessoas envolvidas, não obstante esse possa ser um fator a ser considerado em eventual pedido de dispensa de cumprimento de requisitos do registro ou do próprio registro em si. Nessa situação, entretanto, a CVM deverá ser demandada a analisar caso concreto em específico, podendo conceder ou não as dispensas pleiteadas após a análise da situação.

De forma equivalente, no âmbito da audiência pública que culminou com a publicação da Instrução CVM 476/2009, a autarquia foi chamada a esclarecer dúvidas dos participantes do mercado a respeito da possibilidade de que toda oferta em que não se

[177] "*Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição: [...] II – de lote único e indivisível de valores mobiliários*".
[178] MEMO/SER/GER-3/Nª 46/2008, extraído de Processo CVM RJ2007/12229, julgado em 19.02.2008.

procurassem investidores acima do limite numérico sugerido na norma[179] fosse considerada como oferta privada.

O posicionamento da área técnica da CVM foi claro no sentido de que o que caracteriza uma oferta pública não é o número de investidores procurados ou que venham a subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados, mas sim a forma por meio da qual os esforços de venda e de colocação dos valores mobiliários junto aos investidores é realizada[180].

Por mais que se possa aceitar que o número de investidores procurados é indiferente para os fins da caracterização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, segundo a legislação e a regulação brasileiras, é necessário aprofundar a discussão a respeito da efetiva necessidade de obrigar o registro de ofertas públicas de distribuição destinadas a poucas pessoas.

Do ponto de vista das preocupações da regulação com o cumprimento da política de ampla divulgação de informações, a limitação do número de investidores aponta para ofertas geralmente destinadas a pessoas que mantém relação próxima com o ofertante ou com o emissor, o que pressuporia, em princípio, acesso a informações necessárias para a tomada de decisão de investimento consciente e refletida. Se não fosse assim, dificilmente o emissor ou o ofertante conseguiria ter apelo comercial suficiente para convencer os poucos investidores prospectados a aderirem à oferta.

No que diz respeito ao regular funcionamento do mercado de valores mobiliários, qualquer fraude, vício ou irregularidade que venha a ser constatado em uma oferta pública dirigida a uma quantidade restrita de pessoas dificilmente conseguirá impactar negativamente e substancialmente as negociações em mercado secundário ou novas ofertas públicas de distribuição no mercado primário.

---

[179] Na época da edição da norma, o limite de procura era de 50 investidores qualificados, dos quais até 20 poderiam subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados.

[180] "*Dado o disposto no art. 18, § 3º, da Lei 6.385, de 1976, resta evidente a vontade do legislador no sentido de caracterizar uma oferta de distribuição de valores mobiliários como pública ou não pela forma de procura dos investidores, e não pelo número de investidores procurados ou que venham a subscrever ou adquiri-la. Logo, no entendimento da SDM, não há como se afirmar, de antemão, que toda oferta em que vierem a ser contatados menos de 50 investidores, ou que seja subscrita ou adquirida por menos de 20 investidores, será considerada uma oferta privada ou pública*". Relatório de Análise SDM – Audiência Pública nº 05/2008 – 05/12/2008.

Além disso, considerando as limitações financeiras e de pessoal das autoridades reguladoras, seria mais eficiente alocar recursos financeiros e humanos para monitorar e fiscalizar ofertas públicas que trazem maiores preocupações regulatórias, como é o caso das ofertas destinadas a uma grande quantidade de pessoas e que buscam captar elevado montante de recursos.

Diante disso, em complemento às hipóteses de dispensa automática de registro em razão da existência de relação prévia, estreita e habitual com investidores, a CVM deveria também analisar e discutir com o mercado a possibilidade de incluir em suas normas casos de dispensa automática de registro de distribuição quando a oferta for direcionada a uma pequena quantidade de investidores.

A esse respeito, observa-se que outras jurisdições, como a europeia, já trazem previsões nesse sentido.

A "Diretiva dos Prospectos", por exemplo, dispensa a publicação de prospecto nos casos em que a oferta seja dirigida a menos de 150 investidores, independentemente de sua caracterização como investidores qualificados, ou aos atuais ou antigos membros dos órgãos da administração ou trabalhadores do emissor, desde que, nesta última hipótese, seja elaborado um documento mais simples contendo informações básicas sobre a quantidade e a natureza dos valores mobiliários emitidos, assim como as razões e as particularidades da oferta[181].

Segundo os considerandos da Diretiva, exigir a elaboração de prospecto quando a oferta é dirigida exclusivamente a um círculo restrito de investidores, mesmo investidores não qualificados, representaria a criação de um "*encargo desproporcional tendo em conta o pequeno número de pessoas visadas pela oferta*"[182], o que apenas reforça a argumentação apresentada acima e a necessidade de revisão das normas editadas pela CVM.

[181] Art. 1º, item 4, alínea (b) e (i), do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017.
[182] Item 15 dos considerandos do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017.

3. Objeto da oferta: os valores mobiliários

3.1 A construção da definição de valores mobiliários

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários tem por objeto a venda, a promessa de venda, a oferta à venda ou a subscrição de valores mobiliários.

A conceituação de valores mobiliários, assim como a definição dos contornos da oferta pública de distribuição, é importante para delimitar a área de aplicação das normas que regulamentam o mercado de valores mobiliários, atraindo a competência normativa e fiscalizadora da CVM[183].

Com efeito, pode-se estar diante de uma oferta pública com todas as características de uma típica oferta pública de distribuição de valores mobiliários, segundo os critérios analisados acima, mas cujos títulos ou contratos ofertados não se caracterizem como valores mobiliários.

Nesse caso, não incidirá todo o regramento atinente às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, como a obrigatoriedade de registro na CVM e a imposição de regime de ampla divulgação de informações e de responsabilidades ao ofertante e às instituições intermediárias[184].

Por essa razão, bem fixar os conceitos de oferta pública e de valores mobiliários não é uma tarefa despropositada ou sem maiores consequências e desdobramentos práticos.

---

[183] Nesse sentido é o voto de OTÁVIO YAZBEK: "[...] *a própria tipologia variada dos valores mobiliários na atualidade (uma vez que eles englobam títulos de dívida, de participação, derivativos etc), acaba por demonstrar que, em termos de definição da natureza jurídica propriamente dita, a caracterização de um instrumento como valor mobiliário é de pouca valia. Ela importa, muito mais, para a incidência de um regime regulatório próprio que, historicamente, é conformado com base na tutela do investidor, sobretudo a partir de regras de cunho informacional (em especial referentes ao full disclosure e à vedação ao insider trading), e na garantia da eficiência dos mecanismos de mercado (sobretudo a partir da proteção aos mecanismos de formação de preços dos ativos).*". Processo CVM RJ2009/6346, julgado em 07/07/2009, no qual se discutia a possibilidade de Reduções Certificadas de Emissões (RCE) ou créditos de carbono serem qualificados como valores mobiliários.

[184] A definição de valores mobiliários tem inclusive repercussões na área criminal, haja visto que a Lei 7.492/1986 define como crime a prática de emitir, oferecer ou negociar valores mobiliários sem prévio registro perante a autoridade competente.

Constitui, na verdade, pressuposto e etapa necessária para o exame que se pretende realizar neste trabalho[185].

A conceituação de valores mobiliários remonta, novamente, ao direito norte-americano.

Em razão da ausência de definição legal quando da edição do *Securities Act* e do *Securities and Exchange Act*, coube preponderantemente ao judiciário norte-americano o papel de desenvolver critérios e testes para identificar quais títulos e contratos de investimento poderiam ser caracterizados, em sua substância, como valores mobiliários[186]. Uma das mais importantes decisões sobre o tema foi proferida pela Suprema Corte norte-americana em 1946, no caso *SEC v. W.J. Howey Company*[187].

Na ocasião, a *Howey Company* vendia pequenos terrenos agrícolas na Flórida e, por meio de uma de suas subsidiárias, oferecia aos compradores a possibilidade de contratação de serviços de plantio, colheita e venda de frutas cítricas. Os adquirentes dos terrenos não eram obrigados a contratar os serviços, mas a *Howey Company* os alertava de que não seria economicamente viável cultivar a terra de forma independente e autônoma em razão do pequeno tamanho das glebas. Dados mostravam que 85% dos adquirentes de terrenos optaram por contratar os serviços de plantio e venda de frutas cítricas, que geravam rendimentos de cerca de 10% ao ano sobre o montante investido.

Em sua grande maioria, os investidores eram pessoas sem qualquer conhecimento de cultivo de frutas cítricas, razão pela qual inclusive quase todo o trabalho era conduzido

---

[185] A esse respeito, Ary Oswaldo Mattos Filho aponta que "*a conceituação não visa somente saber o que é valor mobiliário pelo prazer de tal, mas também, e como consequência, delimitar o campo de atuação dos órgãos do Poder Executivo federal encarregados de normatizar e incentivar o seu uso, ou punir pela má utilização de seus mecanismos*.". MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, vol. I, tomo I. São Paulo: FGV, 2015, p. 26.

[186] O detalhamento dos casos analisados pelo judiciário norte-americano está contido em MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, vol. I, tomo I. São Paulo: FGV, 2015.

[187] SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). A respeito da influência do caso SEC v. Howey Co. sobre a definição de valores mobiliários no Brasil, MARCOS BARBOSA PINTO afirmou: "*2.8 O inciso IX* [do art. 2º da Lei 6.385/1965] *foi claramente inspirado em decisões da Suprema Corte dos Estados Unidos a respeito do conceito de security, em particular, no caso SEC v. W. J. Howey Company. Neste caso, a Suprema Corte decidiu adotar um "princípio flexível e não estático, capaz de se adaptar aos variáveis e incontáveis arranjos criados por aqueles que captam dinheiro de terceiros*"". Processo CVM RJ2007/11593, julgado em 22/01/2018.

pela *Howey Company*, responsável ainda pela contratação de funcionários, aquisição de máquinas, equipamentos e realização de todas as etapas da plantação, colheita e venda dos alimentos.

Os instrumentos jurídicos oferecidos pela *Howey Company* – contrato de compra e venda de imóvel e contrato de prestação de serviços – não estavam no rol de títulos tidos pela SEC como valores mobiliários à época, o que dificultou, em um primeiro momento, sua caracterização como tal.

Após a análise das circunstâncias do caso e dos precedentes sobre o tema, a Suprema Corte entendeu que valores mobiliários (*securities*) ou contratos de investimentos (*investment contracts*) deveriam ser compreendidos como qualquer contrato, transação ou esquema por meio do qual pessoas investem dinheiro em um empreendimento comum com a expectativa de obter retorno financeiro a partir dos esforços de terceiros, sendo irrelevante a atribuição ou não ao investidor de títulos ou instrumentos formais que evidenciem seu direito sobre os ativos do empreendimento.

Tais elementos passaram ser utilizados a fim de identificar ou não a existência de contratos de investimentos coletivo no que foi denominado mais tarde como "*Howey Test*". Os contratos de investimentos coletivo, por sua vez, foram qualificados como um "tipo" de valor mobiliário[188].

Mais tarde, em 1975, outro caso, no qual agora se discutia a possibilidade de caracterização de ações como valores mobiliários, foi também analisado pela Suprema Corte Norte-Americana[189]. Na oportunidade, os magistrados examinaram se as ações emitidas por

[188] No âmbito de audiência pública em que se discutia a reforma da Instrução CVM 476/2009, a CVM esclareceu o entendimento de que os valores mobiliários podem ser classificados em "tipos" (tais como ações, debêntures, etc.) e em "espécies" (ações ordinárias e ações preferenciais, debêntures simples e debêntures conversíveis). Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/2014, datado de 25/09/2014, extraído do Processo CVM RJ-2013/5756

[189] United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837 (1975). Em 1965, a administradora do empreendimento circulou um comunicado público no qual afirmava que o custo total previsto para a construção dos apartamentos seria de cerca de 283 milhões de dólares, dos quais apenas 32,7 milhões seriam obtidos por meio da venda de ações, sendo o saldo financiado por meio de um empréstimo de 40 anos com a agência de financiamento habitacional de Nova Iorque. Para adquirir o direito de utilizar os apartamentos de *Co-op City*, o interessado precisava aceitar comprar 18 ações por cada quarto de apartamento, ao preço de 25 dólares a ação, o que totalizava 450 dólares por quarto. As ações não poderiam ser transferidas a terceiros, nem oneradas ou dadas em garantia. As ações também não tinham direito de voto autônomo – cada apartamento tinha 1 voto nas assembleias da *Co-op City*, independentemente do número de quartos. Ao final do contrato, as ações eram

uma cooperativa privada responsável pela construção e operação de um conjunto habitacional de baixo custo em Nova Iorque, denominado de *Co-op City*, poderiam ser qualificadas como valores mobiliários, nos termos do *Securities Act* e do *Securities and Exchange Act*.

Como não possuíam direito de voto, não eram negociáveis em mercado, não podiam ser dadas em garantia, representavam uma parte ideal de um empreendimento coletivo sem fins lucrativos e serviam apenas ao propósito de garantir um lugar para viver aos seus adquirentes, e não retornos financeiros em razão dos esforços de terceiros, a Suprema Corte Norte-Americana entendeu que as ações de *Co-Op City* não poderiam ser caracterizadas como valores mobiliários, razão pela qual não poderiam ser aplicadas as disposições antifraude do *Securities Act* e do *Securities and Exchange Act*, como desejavam os autores da ação contra a administradora de *Co-Op City*.

No Brasil, as primeiras referências ao termo valor mobiliário remontam à Lei 4.728/1965, que disciplinava o funcionamento do mercado de capitais antes da Lei 6.385/1976 e na qual os valores mobiliários eram apresentados como sinônimo de "títulos" oferecidos ou distribuídos publicamente no mercado, sem maiores explicações ou detalhes a respeito de suas características[190].

---

recompradas pela administradora de *Co-op City* ou, no caso de ausência de interesse na recompra, podiam ser vendidas a terceiros previamente selecionados pela administradora, pelo preço original, somado à diferença de amortização da hipoteca paga até aquele momento. Após a construção do empreendimento, os moradores de *Co-op City* também seriam obrigados a pagar um aluguel mensal, variável em razão do tamanho, tipo e localização do apartamento. O valor do aluguel seria utilizado para pagar a dívida com a agência de financiamento habitacional de Nova Iorque. Havia também a expectativa de que o aluguel mensal poderia ser reduzido ao longo do tempo na medida em que a administradora de *Co-op City* conseguisse alugar as salas comerciais do empreendimento e, ainda, em razão de deduções de impostos e outros benefícios fiscais a serem pleiteados perante as autoridades públicas locais. Em razão da realização de alterações no projeto original de construção, o preço da obra e, por conseguinte, do aluguel mensal dos apartamentos, foram revistos várias vezes, passando de $23.02 para $39.68 por quarto em julho de 1974. Inconformados com o aumento dos preços, os titulares das ações de *Co-op City* ingressaram com ação judicial para solicitar o pagamento de indenização e a redução do valor dos aluguéis com fundamento em suposta irregularidade no procedimento de ajustes dos preços, alegando que na circular recebida quando do início do empreendimento a administradora de *Co-op City* havia afirmado que seria responsável por todas as alterações de custos na construção, inclusive decorrentes de variação da taxa de inflação.

190 "*Anteriormente, podemos encontrar, nas várias leis e regulamentos que tratam da matéria, diversas expressões de cunho mais ou menos genérico como 'papéis de crédito' (Código Comercial, art. 10), 'valores comerciais' (Regulamento dos Corretores de Fundos Públicos na Praça da Capital Federal, aprovado pelo Dec. 2.475, de 13.3.1897, art. 76), 'efeitos comerciais' ou, mais modernamente, 'títulos de crédito'*.". ARAGÃO, Paulo Cézar. *Novos Aspectos dos Valores Mobiliários na Lei das Sociedades por Ações*. In: *Revista dos Tribunais*, ano 73, vol. 584, jun. 1984, p. 292. A esse respeito, vide também o histórico apresentado em TEIXEIRA, Egberto Lacerda. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, vol 1. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 29 e seguintes.

Posteriormente, com o advento da Lei 6.385/1976, o direito brasileiro passou a conhecer uma relação de títulos que eram considerados como valores mobiliários, que incluía, nos termos do art. 2º em sua redação original, (a) ações, partes beneficiárias e debêntures, ou cupons desses títulos e os bônus de subscrição, (b) certificados de depósito de valores mobiliários e (c) outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Mais uma vez, portanto, o legislador nacional se esquivou de conceituar valores mobiliários ou mesmo de elencar características gerais que deveriam ser observadas para que determinado título, contrato ou acordo pudesse ser considerado como valor mobiliário, preferindo apenas listar títulos que já se sabia que poderiam exercer tal função.

A ausência de definição legal ou de uma conceituação ampla e genérica de valores mobiliários impediu que a CVM atuasse antecipadamente no caso das ofertas de contratos de investimento coletivo em "boi gordo", que geraram perdas para milhares de investidores na década de 90 e no começo dos anos 2000[191].

Na época, a Fazenda Reunidas Boi Gordo S.A. oferecia ao público, inclusive por meio de propagadas em rede de televisão[192], contratos de investimento por meio do qual a Boi Gordo comprava bezerros, os engordava e posteriormente os comercializava, prometendo rentabilidade de cerca de 42% em um período de 18 meses. Posteriormente, a empresa pediu concordata em outubro de 2001 e faliu alguns anos mais tarde, ocasião em

[191] A esse respeito, interessante a reconstrução histórica do caso feita por DA COSTA, Ana Paula Paulino. *Casos de Fraudes Corporativas Financeiras: antecedentes, recursos substantivos e simbólicos relacionadas.* Tese de Doutorado. São Paulo: FGV, Escola de Administração, 2011. A autora também comenta a circunstância de a regulamentação da CVM ter chegada muito tarde e a segurança exposta pelo controlador da Fazenda Reunidas Boi Gordo de que não seria punido pela autarquia: "*E o controlador da Boi Gordo tinha plena consciência disso; observe-se, por exemplo, um comentário seu sobre a capacidade da CVM de auditá-lo: "A CVM tem 30 fiscais para olhar todas as companhias de capital aberto. Como é possível um deles subir no lombo de um burro para ver se eu tenho boi no pasto para saldar os meus contratos?."*. Em março de 2001, após tomar conhecimento da realização de ofertas públicas de distribuição de contratos de boi gordo sem prévio registro, a CVM emitiu a Deliberação 376/2001, na qual determinou que a Fazenda Reunidas Boi Gordo não mais distribuísse publicamente contratos de investimento coletivo sem o competente registro na autarquia.

[192] Um dos garotos propaganda era Antonio Fagundes, que na mesma época (1996/1997) gravava a novela "Rei do Gado", o que ajudou no apelo junto ao público investidor.

que se comprovou que os controladores haviam cometido uma ampla variedade de fraudes, inclusive esquemas de pirâmide financeira com os recursos dos investidores[193].

Foi nesse contexto em que se editou a Medida Provisória 1.637, de 8 de janeiro de 1998, e a Instrução CVM 270, de 28 de janeiro de 1998, que regulavam o registro de sociedade emissora de títulos ou contratos de investimento coletivo.

O art. 2º da Medida Provisória 1.637/1998 previa que eram considerados valores mobiliários, para os fins da Lei 6.385/1976, "*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*"[194].

A Medida Provisória 1.637/1998 foi reeditada 40 vezes entre a sua publicação e sua conversão na Lei 10.198, de 14 de fevereiro de 2001. Posteriormente, foi editada a Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que, entre outras alterações, reformulou a redação do art. 2º da Lei 6.385/1976[195] e incluiu, em seu inciso IX, a mesma definição de contrato de

---

193 "*Ocorre que, na medida em que as parcerias de engorda ganharam volume, os "parceiros criadores" estruturam seu negócio sob a forma de pirâmide, ou seja, os contratos vencidos eram quitados com recursos da celebração de novos contratos. Quando os vencimentos superaram os investimentos, a pirâmide desmoronou, afetando a poupança de milhares de pessoas*". OIOLI, Erik Frederico; AMARAL, José Romeu G. *O conceito de oferta pública como elemento delineador do regime jurídico dos valores mobiliários.* In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, n.º 2, novembro de 2015, p. 166.

194 A semelhança com o conceito de valores mobiliários utilizado no direito norte-americano é confirmada em parecer da CVM: "*Esse conceito nada mais do que uma reprodução do conceito de security (significado rudimentar de valor mobiliário), presente no Securities Act de 1933, §2 (1), 15 U.S.C. § 77 (1970); no Securities and Exchange Act de 1934, §3º (a) (10), 15 U.S.C. 78 (c) (a) (10) (1970); no Public Utility Holding Company Act de 1935, § 2 (a), (16), 15 U.S.C. § 79b(a) (16) (1970); no Investment Company Act de 1940, §2º (a), (35), 15 U.S.C. § 80a-2(a) (36) (1970); e no Investment Advisers Act de 1940, § 202(a), (17), 15 U.S.C., 80-b-2(a), (18) (1970).".* Parecer da Procuradoria Federal Especializada da CVM, nº 09/2001, p. 13.

195 "*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. § 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas. § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;*

investimento coletivo introduzida no ordenamento jurídico nacional a partir da Medida Provisória 1.637/1998.

Com a inclusão da definição geral de contrato de investimento coletivo na Lei 6.385/1976, passou-se a considerar tal enunciação como sinônimo do conceito de valores mobiliários, e não mais como um mero "tipo" de valor mobiliário[196]. Os títulos passíveis de caracterização como valor mobiliário, referidos nos demais incisos do art. 2º, que agora tinha se transformado em um rol meramente exemplificativo[197], e não mais exaustivo[198], deveriam se enquadrar na definição do inciso IX para que pudessem ser tidos como verdadeiros tipos de valores mobiliários[199].

Diante desse panorama, passou a se reputar como conceito de valor mobiliário qualquer acordo, contrato ou transação que (1) seja ofertado publicamente e por meio do qual seja realizado (2) investimento de recursos em (3) empreendimento comum ou coletivo

---

III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões. § 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.".

196 Em sentido contrário, RITA DE CÁSSIA LUZ TEIXEIRA MOTTA defende que o conceito de contrato de investimento coletivo não deveria se confundir com o de valores mobiliários. Segundo a autora, se o legislador quisesse ter utilizado a definição genérica de contrato de investimento coletivo como conceito de valores mobiliários, o art. 2º da Lei n.º 6.385/1976 deveria conter apenas o inciso IX. Apesar disso, reconhece que "*o conceito de contrato de investimento coletivo, dado seu termo aberto, acaba sendo assimilado e referenciado como conceito de valores mobiliários em geral*". MOTTA, Rita de Cássia Luz Teixeira. *O conceito de valor mobiliário no direito brasileiro.* Dissertação de Mestrado. São Paulo, 2002, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

197 "*Destarte, diante da acolhida, pelo direito pátrio (Lei nº 10.128/2001), do mesmo conceito de security dado pelo direito norte Americano, infere-se que constituem valores mobiliários não só aqueles títulos expressa e claramente previstos na lei nas Resoluções do CMN, mas também inserem-se nessa noção os mais diversos investimentos, desde que os recursos sejam obtidos junto ao público e não haja expressa exclusão legal*". Parecer da Procuradoria Federal Especializada da CVM, nº 09/2001, p. 14.

198 "*Já a criação da figura dos contratos de investimento coletivo, inicialmente pela Medida Provisória nº 1.637/98, sinalizara que, a partir dali, o que antes era uma lista fechada, passava a ser objeto de um exercício interpretativo.*". Voto do Diretor Otavio Yazbek no Processo CVM RJ2009/6346, julgado em 07/07/2009. No mesmo sentido, MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, vol. I, tomo I. São Paulo: FGV, 2015, p. 161.

199 No mesmo sentido, LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS afirma que "[...] *a melhor interpretação do art. 2º da Lei nº 6.385/76 é aquela que o lê como se houvesse um complemento no sentido de que são valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei "quando ofertados ou negociados publicamente", pois só assim se compreende e se esclarece, por exemplo, que as ações ou debêntures de companhias fechadas, que não são ofertados ou negociados publicamente, estão fora do regime da Lei nº 6.385/76; da mesma forma, os derivativos negociados privadamente estão fora do regime da Lei nº 6.385/76 ou as notas comerciais e por aí vai.*". Processo CVM RJ2003/0499, julgado em 28/08/2003, diretor relator Luiz Antonio de Sampaio Campos.

com (4) a expectativa de obter retorno financeiro a ser gerado substancialmente a partir do (5) esforço de terceiros[200].

Os valores mobiliários podem se materializar em diferentes formatos e suportes: acordos, contratos, títulos, transações[201], notas ou quaisquer outros instrumentos. Não há restrição quanto ao formato ou suporte dos valores mobiliários, que podem, inclusive, aproveitar-se de contratos legalmente tipificados, como visto no caso *Howey Company.* O essencial é que a operação tenha substancialmente as características de valor mobiliário, sendo irrelevante a forma adotada[202].

Nesse passo, para caracterizar-se como valor mobiliário, é preciso que o título ou contrato de investimento coletivo seja necessariamente objeto de oferta pública de distribuição. É somente por meio do oferecimento ao público que tais títulos passam a fazer as vezes de valor mobiliário, isto é, passam a permitir que o emissor ou o ofertante recolha recursos de uma generalidade de pessoas com vistas a investimento em um empreendimento coletivo. Esse é o aspecto funcional, e o mais relevante, da definição de valores mobiliários.

Assim, muito embora ações, debêntures, bônus de subscrição e cotas de fundos de investimento, por exemplo, possam caracterizar-se como valores mobiliários, a disciplina legal dos valores mobiliários somente será aplicável a esses instrumentos a partir do momento em que passarem a ser ofertados publicamente[203]. É necessário, portanto, que tais

---

[200] ARY OSWALDO MATTOS FILHO traz a seguinte definição: "*é o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional*.". MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O conceito de valor mobiliário.* In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 59, jul./set. de 1985, p. 49.

[201] "*A expressão transação é utilizada no seu sentido mais amplo, significando todo e qualquer negócio jurídico, independentemente de forma*.". LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O conceito de "security" no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro.* In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 14, jul./set. de 1974, p. 48.

[202] "*Não é relevante para a caracterização de um valor mobiliário o nome com o qual este venha ao mundo. O que realmente importa é a substância do negócio jurídico, e seu fundamento econômico*". MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O conceito de valor mobiliário.* In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 59, jul./set. de 1985, p. 44.

[203] Foi essa a decisão a que chegou a Suprema Corte Norte-Americana ao analisar se ações deveriam ser qualificadas como valores mobiliários simplesmente por se chamarem ações e estarem expressamente indicadas no *Securities Act* como exemplo de tipo de valor mobiliário: "*We reject at the outset any suggestion that the present transaction, evidenced by the sale of shares called "stock," must be considered a security transaction simply because the statutory definition of a security includes the words "any . . . stock." Rather, we adhere to the basic principle that has guided all of the Court's decisions in this area:"[I]n searching for the meaning and scope of the word 'security' in the Act[s], form should be disregarded for substance and the emphasis should be on economic reality.*"". United Housing Foundation, Inc. v. Forman, 421 U.S. 837 (1975)

títulos estejam com seu potencial de captação da poupança popular ativado em razão de terem sido colocados à disposição dos investidores de forma pública.

Com efeito, a mera previsão e referência a esses títulos como tipos de valores mobiliários, conforme previsto nos incisos do art. 2º da Lei 6.385/1976, não os torna automaticamente valores mobiliários, o que dependerá necessariamente da realização de uma oferta pública de distribuição[204].

Em troca da aquisição do valor mobiliário, o investidor paga ao ofertante determinada quantia mensurável em dinheiro. Não descaracteriza a definição de valor mobiliário, todavia, o fato de o investimento ser realizado por meio da dação de bens, desde que suscetíveis de avaliação em pecúnia, ou por meio da assunção de uma dívida a ser paga em momento futuro. O investimento consiste, por conseguinte, na realização de uma prestação pecuniária ou na obrigação de realizar o pagamento em bens ou em dinheiro, ainda que em momento futuro.

O investimento realizado por meio da aquisição de valores mobiliários é realizado em um empreendimento ou projeto de terceiros. A ideia subjacente ao investimento em valores mobiliários é que o investidor contribua com bens ou dinheiro para um empreendimento coletivo, isto é, do qual outros investidores também participem ou possam participar.

A esse respeito, compartilha-se da opinião de ERIK FREDERICO OIOLI e JOSÉ ROMEU G. AMARAL, para quem não é essencial "[...] *para qualificação como valor mobiliário, a natureza coletiva do empreendimento, mas sim o apelo à coletividade para o investimento*"[205].

[204] Em caso envolvendo a distribuição pública de cotas de fundo de investimento, a procuradoria federal especializada da CVM registrou o entendimento de que "*O conceito de valores mobiliários deve envolver o apelo à oferta pública, inclusive no tocante às cotas de fundo de investimento, os quais só se inserem no conceito do inciso IX, art. 2º da Lei 6.385/76 caso se tratem de contratos de investimento coletivo ofertados publicamente.*". Processo CVM RJ2005/2345, julgado em 21/02/2006.

[205] OIOLI, Erik Frederico; AMARAL, José Romeu G. *O conceito de oferta pública como elemento delineador do regime jurídico dos valores mobiliários.* In: Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, n.º 2, novembro de 2015, p. 168.

Não importa, dessa forma, o meio de vinculação dos interesses dos diferentes investidores no empreendimento: contratual, societário, associativo, entre outros. Deve existir, como elemento comum, o interesse econômico conjunto no sucesso do empreendimento. Também é irrelevante a circunstância de o investimento ser formalizado individualmente com cada investidor, e não por meio de um instrumento que congregue o conjunto de investidores abordados[206].

O retorno financeiro do investimento em valores mobiliários pode ser gerado por meio da valorização do título adquirido, hipótese em que o lucro será auferido a partir da revenda dos valores mobiliários, ou ainda por meio do pagamento de rendimentos ou outras vantagens econômicas, desde que avaliáveis em dinheiro[207].

Há também o entendimento de que o retorno não precisa ser material, tangível ou mesmo financeiro. A esse respeito, LEÃES narra caso julgado pela Suprema Corte da Califórnia no ano de 1961, em que se entendeu que um título de clube de campo era valor mobiliário porque o valor investido inicialmente, quando o clube ainda estava sob construção, era inferior aos benefícios e vantagens que os associados passariam a gozar a partir do momento em que as instalações estivessem completamente construídas e prontas para utilização[208].

Recentemente, por meio da publicação da Instrução CVM 588/2017, a CVM afastou expressamente do campo de incidência da norma as captações de recursos realizadas

---

[206] Nesse sentido, o colegiado da CVM já manifestou entendimento de que o fato de os recursos coletados individualmente com diferentes investidores serem todos congregados para a realização de um mesmo empreendimento, do qual depende o retorno dos investidores, é suficiente para caracterizar o caráter coletivo do investimento. Processo Administrativo Sancionador n.º 23/2004, julgado em 28/09/2006.

[207] No Processo RJ2009/6346, em que se discutia a possibilidade de caracterização dos créditos de carbono como espécie de valor mobiliário, o diretor OTAVIO YAZBEK manifestou posição contrária à possibilidade de preenchimento do requisito de retorno do investimento por meio da valorização e negociação em mercado secundário: "*Primeiro porque aqui se está tratando de títulos "resgatáveis" (destinados ao resgate em um determinado tipo de bem ou de direito, como acima esclarecido) e não em instrumentos geradores de um rendimento financeiro propriamente dito. No Processo CVM nº RJ 2003/0499, a linha adotada pelo Diretor Relator foi distinta, adotando-se a interpretação de que a existência de um mercado secundário, em que se podem alienar com ganho os títulos, permitiria o reconhecimento do caráter lucrativo dos instrumentos. Entendo que esse caráter lucrativo deveria dizer respeito ao próprio título, estando diretamente relacionado à sua natureza de instrumento de investimento*.". A ausência da corporificação de um investimento financeiro propriamente dito e a circunstância de que não há manutenção de vínculo entre o adquirente de um crédito de carbono e seu emissor foram os fatores considerados por OTÁVIO YAZBEK para afastar a disciplina dos valores mobiliários dos créditos de carbono. Processo CVM RJ2009/6346, julgado em 07/07/2009.

[208] Caso Silver Hills Country Club v. Sobieski, 55 Gal. 2.d. 811, 361, p. 2d. 906, referido por LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O conceito de "security" no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro.* In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 14, jul./set. de 1974, p. 52.

em campanhas de investimento coletivo em que o investimento seja realizado a título de doação ou quando o retorno do capital recebido se der por meio de brindes e recompensas ou bens e serviços. Segundo os termos da instrução, tais ofertas não se consideram como oferta pública de valores mobiliários[209].

Em qualquer caso, o investidor de valores mobiliários incorre necessariamente no risco de perder até todo o valor de principal investido e ainda de não receber qualquer retorno financeiro adicional. Por essa razão, não desqualifica o conceito de valor mobiliário a circunstância de o investimento realizado não gerar efetivo retorno financeiro para o comprador. O ponto crucial é assegurar ao investidor a legítima expectativa de vir a receber contrapartida economicamente apurável em razão do investimento realizado. Auferir ganhos ou lucros passa a ser, nesse contexto, questão meramente circunstancial.

Da mesma forma, o resultado atribuível ao investidor deve decorrer do sucesso do empreendimento em razão da administração realizada por terceiros, ainda que o investidor possa vir a, de alguma forma, influenciar na gestão. Assim, por exemplo, não caracteriza valores mobiliários a aquisição de quadros ou diamantes com a expectativa de revender tais objetos no futuro a um preço maior do que o de compra. Por outro lado, poderá caracterizar valores mobiliários a compra de quotas de participação no resultado da venda de um futuro quadro ou de quotas ideais de um lote de diamantes a ser comercializado por outrem que não o investidor[210].

Por isso, e em regra, o investidor assume a condição de passividade no investimento, sem poder de ingerência sobre a condução e os rumos do empreendimento e da empresa emissora.

Segundo LEÃES[211], a ausência de poder de decisão e a impossibilidade de solicitar a imediata devolução dos recursos investidos a qualquer tempo seria um dos motivos pelos

---

[209] "*Art. 2º,* […] *§ 1º Não se considera como oferta pública de valores mobiliários o financiamento captado por meio de páginas na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico, quando se tratar de doação, ou quando o retorno do capital recebido se der por meio de: I – brindes e recompensas; ou II – bens e serviços*.".

[210] MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O conceito de valor mobiliário.* In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 59, jul./set. de 1985, p. 42.

[211] LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O conceito de "security" no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro.* In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 14, jul./set. de 1974, p. 53.

quais a legislação exige que os tomadores dos recursos divulguem o máximo de informações sobre o empreendimento e sobre o plano de negócios a ser adotado, permitindo, assim, maior fiscalização e controle por parte do investidor. O autor também mostra que essa é uma das características mais importantes do investimento em valores mobiliários, o que o distinguiria de outras formas de investimentos em que o investidor permanece com o poder para si de decidir a respeito do investimento [212].

Ainda que estejam presentes todos os elementos que compõem a caracterização de valores mobiliários em determinada situação, conforme detalhado acima, a Lei 6.385/1976 preferiu expressamente excluir alguns títulos de investimento do âmbito de competência regulamentar da CVM e atribuir o poder regulamentar a outros órgãos do Sistema Financeiro Nacional, como o BCB.

É o que acontece atualmente com os títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira[213], que serão examinados a seguir.

3.2 Dualidade regulatória: valores mobiliários e o tratamento dispensado aos títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal e títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras

Ainda que possam caracterizar-se como valores mobiliários, o artigo 2º, § 1º da Lei 6.385/1976 exclui títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal e títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, excetuando apenas as debêntures, do regime jurídico aplicável aos valores mobiliários[214].

---

[212] No mesmo sentido é o comentário de Ary Oswaldo Mattos Filho. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, vol. I, tomo I. São Paulo: FGV, 2015, p. 188.

[213] "*Assim, os títulos de dívida pública e os títulos cambiais das instituições financeiras, embora ontologicamente estejam ligados ao conceito de valor mobiliário aqui tratado, não são assim considerados unicamente em razão de expressa previsão legal*". Parecer da Procuradoria Federal Especializada da CVM, nº 09/2001, p. 15.

[214] *"Art. 2º* [...] *§ 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."*. Os títulos cambias de responsabilidade de instituições financeiras também não configuravam valores mobiliários sujeitos a registro prévio para serem negociados em mercado sob a égide da Lei 4.728/1965. "*Art. 19. Somente poderão ser negociados nas Bôlsas de Valôres os títulos ou valôres mobiliários de emissão: I - de pessoas jurídicas de direito público; II - de pessoas jurídicas de direito privado registradas no Banco Central. § 1° O disposto neste artigo não se aplica aos títulos cambiais colocados no mercado de acôrdo com o art. 17*.". [...] *Art. 21. Nenhuma emissão de títulos ou valôres mobiliários poderá ser lançada, oferecida*

Títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal são títulos emitidos pelos tesouros da União, Estados ou Municípios para custear os déficits dos respectivos governos e servem também como instrumento de atuação sobre os níveis de liquidez da economia, podendo reduzi-lo, por meio da venda de títulos e diminuição dos recursos em circulação, ou aumentá-lo, por meio da compra dos títulos e retorno de dinheiro à economia[215].

Títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira são títulos de emissão de instituição financeira cujo pagamento é garantido pela própria instituição financeira, tais como recibos de depósitos bancários (RDB), certificado de depósito bancário (CDB), letras de câmbio, entre outros. O termo "cambiais" utilizado pela Lei 6.385/1976 não se refere a operações de câmbio, mas sim a títulos de crédito[216].

Há, contudo, títulos que mesmo quando emitidos e garantidos por instituições financeiras, podem se qualificar como valores mobiliários caso ofertados publicamente ou estarem sujeitos ao mesmo tratamento dos valores mobiliários independentemente de se qualificarem como tal. Esse é o caso das debêntures, expressamente excetuadas no § 1º do art. 2º da Lei 6.385/1976, e das letras financeiras, que são reconhecidas expressamente como títulos sujeitos à fiscalização da CVM para fins de oferta pública de distribuição, nos termos do art. 39 da Lei 12.249/2010[217].

---

públicamente, ou ter iniciada a sua distribuição no mercado, sem estar registrada no Banco Central. [...] *§ 4° O disposto neste artigo não se aplica aos títulos cambiais colocados no mercado com a coobrigação de instituições financeiras*.".

[215] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico,* 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 7.

[216] LOBO, Jorge. *As 'Dez Regras de Ouro' dos Títulos Cambiais*. In: *Revista da EMERJ*, v.3, n. 9, 2000, p. 55.

[217] Ao analisar a obrigatoriedade de resgate ou cancelamento de letras financeiras do Banco Daycoval S.A. como condição para o fechamento de capital da companhia, a área técnica discutiu se as letras financeiras poderiam ou não ser caracterizadas como valores mobiliários. "*Em suma, verifica-se que a despeito de a Lei 6.385 excluir os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira de seu regime, a CVM decidiu normatizar a distribuição pública das Letras Financeiras. Sobre esse ponto, inclusive, vale destacar que a Instrução CVM 476 passou a incluir, a partir da edição da Instrução CVM 488, as Letras Financeiras como valores mobiliários cuja distribuição com esforços restritos estaria regida por aquela Instrução* [...] *Pelo acima exposto, verifica-se que, se por um lado a Lei 6.385 parece ter excluído as Letras Financeiras de seu regime, ao definir valores mobiliários, por outro a Instrução CVM 476 trata as Letras Financeiras explicitamente como valores mobiliários, conforme comentamos no parágrafo 11 acima. A discussão acima, entretanto, não foi por nós abordada no Memorando 79, por entendermos que, para análise do tema em tela, qual seja, a aplicabilidade ou não do art. 47 da Instrução CVM 480 às Letras Financeiras em circulação, não se faz necessário definir se tais títulos deveriam ser considerados valores mobiliários ou apenas títulos de crédito de emissão de companhia aberta distribuídos publicamente*.". Memorando 7/2016-CVM/SRE/GER-1, de 06/01/2016, extraído do Processo CVM RJ 2015/12695.

O argumento usualmente utilizado para defender a exclusão dos títulos de responsabilidade de instituição financeira como espécie de valores mobiliários pode ser encontrado na exposição de motivos da Lei 6.385/1976, segundo a qual caberia ao BCB, e não a CVM, a competência de regular o mercado monetário, o mercado de capitais representando por títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira e o mercado de títulos da dívida pública[218].

A implicação prática de tal exclusão é que ofertas públicas de distribuição de títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal e ainda de títulos de responsabilidade de instituição financeira, exceto debêntures, não seriam caracterizadas como ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e, por conseguinte, estariam isentos de observar a regulamentação expedida pela CVM.

A esse respeito, interessante observar que em mais de uma oportunidade a CVM analisou casos em que a distribuição de títulos de responsabilidade de instituição financeira poderia ter caracterizado oferta pública de distribuição de valores mobiliários não fosse a exclusão promovida pela Lei 6.385/1976.

Em fevereiro de 2007, a CVM julgou consulta apresentada pelo Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A. a respeito da obrigatoriedade de registro de oferta pública de distribuição de cédulas de debêntures emitidas pela própria instituição financeira consulente[219].

Na ocasião, o Unibanco tinha interesse em ofertar publicamente cédulas de debêntures "não vinculadas", emitidas pelo banco e que teriam como lastro debêntures mantidas em sua carteira. As cédulas confeririam direito de crédito ao seu titular contra o Unibanco, e não contra o emissor das debêntures, como ocorreria em caso de emissão de cédulas de debêntures "vinculadas".

---

[218] "*Permanecem na área de competência do Banco Central o mercado monetário, o mercado de capitais representados por títulos de responsabilidade de instituição financeira (exceto as debêntures), e o mercado de títulos da dívida pública, inclusive o open-market*." Exposição de Motivos da Lei 6.385/1976.

[219] Processo Administrativo CVM RJ2006/8566, relatora diretora Maria Helena Dos Santos Fernandes de Santana, julgado em 26.02.2007.

Como as cédulas de debêntures estão listadas no rol do art. 2º da Lei 6.385/76, o Unibanco questionou a CVM se tais títulos poderiam ser enquadrados na exceção de "títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira" contida no inciso II do § 1º do mesmo artigo de lei. Caso fossem consideradas valores mobiliários, o Unibanco solicitou à CVM, em pedido subsidiário, que as tratasse como "lote único e indivisível de valores mobiliários", nos termos do art. 5º, inciso II, da Instrução CVM 400/2003, dispensando a oferta de registro na CVM por se tratar de cédulas com diferentes valores, prazos e condições de pagamento, destinadas a clientes individualizados, com proibição ou limitação de negociação no mercado secundário[220].

Após examinar os elementos do caso, a diretora MARIA HELENA SANTANA entendeu que a oferta pretendida pelo Unibanco não se qualificaria como oferta pública na medida em que (a) a distribuição seria feita caso a caso, em lotes únicos e indivisíveis, junto a investidores específicos; (b) os títulos possuíam data de vencimento, prazo e esquemas de pagamento diferentes entre si, seguindo, portanto, o perfil de investimento de cada cliente, não existindo possibilidade de comunhão de interesses entre os investidores, nem fungibilidade entre os títulos; e (c) a negociação em mercado secundário seria bloqueada[221].

O voto da diretora ignorou a argumentação do Unibanco de que o pagamento aos investidores seria garantido pela instituição financeira, o que poderia afastar o regramento previsto na Lei 6.385/1976 ao qualificar o título como sendo de responsabilidade de instituição financeira. Na realidade, a manifestação da diretora limitou-se a verificar se, na prática, haveria oferta pública de tais títulos por parte do banco a partir da identificação dos esforços de venda para colocação ao público investidor.

Nesse caso, o Colegiado da CVM deixou escapar oportunidade de esclarecer ao mercado os contornos da exclusão dos títulos cambiais de responsabilidade de instituição

[220] Também por essas razões, segundo o banco, faltaria às cédulas de debêntures que pretendia emitir o requisito da fungibilidade, ínsito aos valores mobiliários, o que inviabilizaria a formação de um mercado secundário.

[221] "*As cédulas, portanto, serão títulos ilíquidos, infungíveis, que poderão ser negociados apenas privadamente ou pelo próprio Unibanco. Diante dessas características, que revelam que as cédulas não adquirirão as tradicionais características de títulos de investimento coletivo (fungibilidade, mercado secundário, comunhão de interesses), entendo que a venda dos títulos descrita na consulta do Unibanco não caracteriza oferta pública de cédulas de debêntures*". Trecho do voto da diretora Maria Helena Santana, extraído do Processo Administrativo CVM RJ2006/8566.

financeira do conceito de valores mobiliários, especialmente no que diz respeito às ofertas públicas de cédulas de debêntures "não vinculadas"[222].

Desfecho diferente seguiu o Processo CVM RJ 2007/11593, julgado em janeiro de 2008 pelo Colegiado da CVM, e por meio do qual o Banco Itaú BBA S.A. solicitou dispensa de registro de oferta pública de distribuição de 20 cédulas de crédito bancário (CCB) emitidas pela Bracor Investimentos Imobiliários Ltda. em seu favor[223].

As CCBs são títulos de crédito emitidos em favor de instituições financeiras[224] e que não estão listadas no rol originalmente constante no art. 2º da Lei 6.385/1976 como exemplos de valores mobiliários.

Como as CCBs originalmente são emitidas em favor de instituição financeira, os bancos são, em princípio, credores, e não devedoras do título. Por conseguinte, em sua gênese, as CCBs não são títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, podendo exercer a função de valores mobiliários caso venham a ser comercializadas publicamente.

A despeito de inicialmente não serem títulos de responsabilidade de instituição financeira, o art. 29, § 1º, da Lei 10.931/2004 prevê a possibilidade de a própria instituição financeira credora da CCB endossar e transferir o título a terceiros, o que poderá ser realizado com ou sem assunção, pela instituição financeira, da obrigação de pagamento ao cessionário[225].

---

[222] Em sentido diverso é a opinião de Gabriela Codorniz, Laura Patella e Marina Copolla, para quem mesmo as cédulas de debêntures de responsabilidade de instituição financeira não devem ser tratadas como valores mobiliários: "[...] *ainda que sejam de responsabilidade integral de instituição financeira, ou seja, cédulas de debêntures não-vinculadas, não será aplicável o disposto no art. 2º, § 1º, inciso II, da Lei nº 6.385/76*". CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. *Comentários ao artigo 2º da Lei n.º 6.385/76*. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 61.

[223] Processo CVM RJ2007/11593, relatado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. O colegiado decidiu em 22/01/2008, acompanhando na íntegra o voto do diretor MARCOS BARBOSA PINTO.

[224] Art. 26 da Lei 10.931/2004: "*Art. 26. A Cédula de Crédito Bancário é título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade*.".

[225] A esse respeito, vide o art. 15 da Lei Uniforme sobre Letras de Câmbios e Notas Promissórias, aprovada por meio do Decreto 57.663/1966.

Caso o endosso seja feito sem exclusão de responsabilidade da instituição financeira, então o pagamento da CCB poderia ser reclamado também da instituição financeira, o que tornaria o título uma espécie de título cambial de responsabilidade de instituição financeira, sobretudo para os fins de aplicação da exceção contida na Lei 6.385/1976.

Após analisar as características das CCBs que o Banco Itaú pretendia distribuir publicamente e as ponderações da área técnica, o Colegiado da CVM, nos termos do voto do Diretor MARCOS BARBOSA PINTO entendeu que as CCBs poderiam exercer a função de valor mobiliário caso fossem, cumulativamente, objeto de oferta pública de distribuição e não estivessem sujeitas a qualquer tipo de garantia ou obrigação de pagamento por parte da instituição financeira ofertante – em outras palavras, se não pudessem ser qualificadas como título cambial de responsabilidade de instituição financeira[226].

Pouco antes de completar 1 ano da publicação da decisão do colegiado no caso das CCBs do Banco Itaú, foi editada a Instrução CVM 476/2009, que disciplina as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos e prevê, como uma das espécies de valores mobiliários passíveis de serem distribuídas por meio de sua aplicação, justamente as CCBs que não são de responsabilidade de instituição financeira[227]. De 2009 até 2017, entretanto, a realização de apenas 1 oferta pública de distribuição de CCB com esforços restritos foi comunicada à CVM[228].

Outros títulos que em princípio poderiam caracterizar-se como valores mobiliários, como os títulos de capitalização, são objeto de regulamentação e fiscalização por outras

[226] Esse entendimento foi posteriormente ratificado por ocasião da publicação da Instrução CVM 476/2009, quando, no relatório de audiência pública (Relatório de Análise SDM – Audiência Pública nº 05/2008 – 05/12/2008) a CVM aceitou alterar a redação proposta da norma para deixar mais claro que a regra de oferta pública somente se aplicaria às CCBs não garantidas por instituição financeira.

[227] Instrução CVM 476/2009: "*Art. 1º Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. §1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de:* [...] *II – cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira*; [...]".

[228] Trata-se da oferta pública de CCBs emitidas pela VBI GSBR Empreendimentos e Participações Ltda. em favor do Banco BTG Pactual S.A. A oferta foi realizada entre 18/01/2016 e 27/01/2016 e movimentou R$ 27.290.157,67. Dados obtidos na página eletrônica da CVM, na seção de ofertas públicas com esforços restritos, em 06/12/2017.

autoridades públicas, como a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)[229], e também estão excluídos do âmbito das normas atinentes aos valores mobiliários.

Um dos motivos que poderia ser apontado para se argumentar a favor da manutenção da dualidade regulatória atualmente existente é o de que a regulação do BCB seria suficiente, em relação aos títulos de investimentos emitidos pelas entidades sujeitas a sua fiscalização, para assegurar a proteção do público investidor sem a necessidade de recorrer um regime de ampla divulgação de informações como exigido pela CVM.

Nesse sentido, a existência de mecanismos como o Fundo Garantidor de Crédito (FGC), no âmbito de operações bancárias, e uma rígida regulamentação prudencial sobre as instituições financeiras em geral mitigariam, em grande parte, o risco de o investidor perder seu investimento ou ser lesado pelo ofertante.

Especificamente quanto aos títulos públicos, MARCIO CATAPANI sustenta que não haveria razão para proteger o público investidor contra abusos e fraudes que poderiam ser praticadas pelo próprio Estado uma vez que não havia interesse, por parte do Estado, em lesar os investidores, tal como pode existir no caso de agentes privados. Adicionalmente, o autor alega que o Estado já está sujeito a regras de publicidade e divulgação de informações que permitem ao público investidor conhecer, até de forma mais detalhada do que ocorre no âmbito do mercado de capitais, a situação financeira das entidades da administração pública. Por último, MARCIO CATAPANI defende, ainda, que como é o próprio Estado o responsável por regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e seus agentes, seria um contrassenso admitir que ele mesmo se submetesse a tal regime[230].

É difícil concordar com as razões apresentadas por MARCIO CATAPANI. Em primeiro lugar, não parece tecnicamente preciso afastar a aplicação das normas que regulamentam os valores mobiliários dos títulos públicos pelo simples argumento de que o Estado não poderia ou não teria interesse em cometer fraudes ou abusos contra o público investidor. Os escândalos de corrupção trazidos à luz nos últimos anos mostram exatamente

[229] A esse respeito, vide MOTTA, Rita de Cássia Luz Teixeira. *O conceito de valor mobiliário no direito brasileiro*. Dissertação de Mestrado. São Paulo, 2002, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, p. 117.
[230] CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto.* São Paulo: Quartier Latin, 2014, pp. 169-171.

o contrário, inclusive com efeitos negativos para grandes empresas com ações negociadas em bolsa de valores.

Também não convence o ponto de que as entidades públicas já estão sujeitas a um regime de divulgação de informação tão ou mais severo do que o regime de divulgação de informações aplicado no âmbito do mercado de capitais. Ainda que esse argumento possa ser tido como verdadeiro, o que apenas se admite para fins de debate teórico, o fato de que as entidades públicas não divulgam informações usando o mesmo padrão exigido e adotado para os demais agentes que atuam no mercado de capitais é ruim para os investidores, que perdem a capacidade de comparar diferentes oportunidades de investimento com perfis de risco bastante distintos, como é o caso de investimentos em títulos públicos e em títulos privados.

A circunstância de que títulos públicos, criados pelo Estado, também possam ser fiscalizados e monitorados pelo Estado não parece ser uma insensatez, pois é perfeitamente possível a criação de estruturas que mitiguem situações de potencial conflito de interesses e garantam a efetiva segregação de atividades e poderes. Ademais, não é porque títulos de dívida pública e títulos de responsabilidade de instituição financeira não estão sujeitos à regulação da CVM que se pode concluir que eles não devam estar sujeitos à regulação estatal alguma. Há apenas uma separação de competências entre BCB e CVM, e não exclusão ou ausência de regulação.

Apesar dos diferentes argumentos e motivações expostos, até a conclusão deste trabalho não foi identificado nenhum estudo ou evidência empírica que justifique ou embase o tratamento regulatório distinto para diferentes modalidades de investimento que poderiam ser igualmente qualificadas como valores mobiliários[231].

[231] Ao analisar a possibilidade de CEPACs serem considerados valores mobiliários diante da nova redação do art. 2º da Lei 6.385/1976, o diretor LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS afirmou que com o alargamento da competência da CVM "*adotou-se, em grande medida, a postura do regulador único para o mercado de valores mobiliários e buscou-se diminuir as hipóteses de* [...] *arbitragem regulatória por conta da existência de reguladores diferentes para produtos que, em essência, podem não diferir*.". E também completou, criticando a dualidade regulatória existente: "*Nesse sentido, a existência de um regulador único não só permite uma visão de conjunto, como também restringe a disparidade de tratamento de instrumentos que possam ter efeitos similares, evitando-se assim a arbitragem regulatória, ao mesmo tempo que reduz a opacidade do mercado. Evita-se, também, o eventual vácuo ou concorrência regulatória, o que poderia levar a uma disputa entre duas ou mais agências reguladoras quanto à extensão da competência para regular determinada modalidade de investimento, fenômeno que já se viu no Brasil, não só entre a CVM e Bacen, mas, em outro contexto, entre Bacen e CADE, exemplificativamente.*". Processo CVM RJ2003/0499, julgado em 28/08/2003.

Com efeito, a existência de regulamentações diversas sem que existam sólidos fundamentos pode criar discrepâncias no mercado de valores mobiliários e entre o mercado de valores mobiliários e o mercado financeiro, favorecendo determinadas oportunidades de investimento ou segmentos da economia em detrimento de outros, contribuindo, por conseguinte, para uma decisão de investimento potencialmente enviesada por parte do público investidor[232].

3.3 Valores mobiliários e moedas virtuais

Em 2017, a CVM foi chamada a se manifestar a respeito da possibilidade de aderência ao conceito de valores mobiliários e à definição de ofertas públicas de distribuição das iniciativas de criação de moedas virtuais ou *criptomoedas*[233] e de realização de *Initial Coin Offerings* (ICO).O mesmo ocorreu com o BCB em seu campo de regulação, o que resultou na publicação de comunicados e cartilhas de perguntas frequentes por ambas as autoridades reguladoras.

As moedas virtuais, conforme descrito pelo Banco Central do Brasil no Comunicado BCB 31.379/2017, são representações digitais de valores que "*não são emitidas nem garantidas por qualquer autoridade monetária, por isso não têm garantia de conversão para moedas soberanas, e tampouco são lastreadas em ativo real de qualquer espécie, ficando todo o risco com os detentores*".

As moedas virtuais não se confundem com as moedas eletrônicas, disciplinadas pela Lei 12.865/17, que são uma forma de expressão de créditos em reais que permitem ao usuário final efetuar transações de pagamento por meios eletrônicos. Ainda segundo o órgão, o valor das moedas virtuais estaria exclusivamente atrelado à confiança depositada pelos investidores no emissor.

---

[232] A esse respeito, vide também CODORNIIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. *Comentários ao artigo 2º da Lei n.º 6.385/76*. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 82.

[233] A mais famosa moeda virtual é o Bitcoin, criada em 2009. A invenção da Bitcoin é atribuída a Dorian Nakamoto, codinome que seria utilizado por Satoshi Nakamoto, físico nascido no Japão, mas radicado nos Estados Unidos da América. O suposto autor até hoje não reconheceu a paternidade da Bitcoin.

Poderão ser consideradas como valores mobiliários se verificado o preenchimento dos requisitos previstos no inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/1976, como, por exemplo, quando conferirem ao investidor direitos de participação no capital, envolverem acordos de remuneração com taxas pré-fixadas sobre o valor do investimento ou atribuírem direito de voto em assembleias que venham a determinar a organização e o direcionamento dos negócios do emissor.

Em outros casos, como por exemplo na emissão de "*utility tokens*", que conferem ao investidor apenas "*acesso à plataforma, projeto ou serviço, nos moldes de uma licença de uso ou de créditos para consumir um bem ou serviço*", a conciliação com a definição de valores mobiliários não é evidente, o que, em princípio, afastaria a competência normativa e fiscalizadora da CVM[234].

Não existe ainda, portanto, uma definição clara de que moedas virtuais são ou não um "tipo" de valor mobiliários, mas apenas a orientação de que poderão assim se qualificar a depender das circunstâncias do caso concreto[235]. Em algumas jurisdições, entretanto, as autoridades reguladoras, receosas dos possíveis efeitos negativos que poderiam afetar o funcionamento do mercado de capitais, preferiram o caminho mais conservador e proibiram a realização de ofertas públicas de moedas virtuais como forma de captação de recursos[236].

A caracterização das moedas virtuais que não conferem direito a rendimentos para os investidores como tipo de valores mobiliários remete à discussão tratada no âmbito dos Processos CVM RJ2003/0499 e CVM RJ2009/6346, julgados pelo Colegiado da CVM em 28/08/2003 e 07/07/2009, respectivamente.

---

[234] Item 2 do FAQ da CVM a respeito das *Initial Coin Offerings* (ICO), publicado em 16/11/2017 e disponível em http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171116-1.html. Acesso em 16/12/2017.

[235] Foi essa também a abordagem adotada pela SEC: "*Whether or not a particular transaction involves the offer and sale of a security— regardless of the terminology used—will depend on the facts and circumstances, including the economic realities of the transaction*." Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO. Release n.º 81207 / 25/07/2017. Na ocasião, a SEC analisou uma oferta pública de moedas virtuais da DAO que permitia aos investidores votarem em projetos e receberem distribuições dos ganhos do empreendimento e acabou por concluir, neste caso, em favor da caracterização dos *tokens* como valores mobiliários.

[236] Matéria publicada na Revista Capital Aberto mostra que China, Rússia e Coreia do Sul proibiram a emissão de moedas virtuais e a captação via ICOs em seus mercados até que os reguladores locais criem regras específicas a esse respeito. FALLETI, Felipe. *Sinais de uma bolha?* Revista Capital Aberto, 17 de dezembro de 2017.

No primeiro caso, com base no voto do diretor relator LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS, foi definido que CEPACs se caracterizam como valores mobiliários, quando ofertados publicamente, pois representam uma forma de investimento, ainda que especulativo, por meio do qual o investidor espera obter retorno financeiro a partir da valorização do título no mercado secundário e sua posterior revenda.

No segundo caso, por meio do voto do diretor OTAVIO YAZBEK, entendeu-se que as reduções certificadas de emissão (RCE ou créditos de carbono) não se qualificam como valores mobiliários, entre outras razões, por não envolver a produção de rendimento financeiro propriamente dito a partir da titularidade do crédito (sendo desconsiderado, para esse fim, a possibilidade de valorização do título e sua posterior venda no mercado secundário) e por estar desvinculada do emissor e do projeto de origem após sua emissão, não sendo, inclusive, oponíveis ao emissor[237].

Houve, portanto, alteração de entendimento no âmbito do Colegiado da CVM a respeito da forma pela qual o requisito "expectativa de obtenção de rendimentos" poderia ser preenchido na conceituação de valores mobiliários. Em 2003, por ocasião da análise de CEPACs, bastava a possibilidade de obtenção de lucro no mercado secundário por meio da revenda. Em 2009, no caso dos certificados de carbono, a interpretação foi mais restritiva, estabelecendo que o ganho atribuível ao investidor deveria decorrer da produção de rendimentos financeiros pela titularidade do próprio título.

Considerando que grande parte das moedas virtuais, nos moldes atualmente conhecidos, não produzem rendimentos financeiros autonomamente (os ganhos dependem da valorização especulativa e da negociação no mercado secundário) e, após sua emissão, estão totalmente desvinculadas de quem as emitiu (a propósito, sequer existe uma autoridade central a quem se possa reclamar qualquer dificuldade ou problema na negociação das moedas virtuais), sua qualificação como valor mobiliário, nos moldes da decisão do Processo CVM RJ2009/6346, dependeria da verificação de condições bastante específicas na operação.

---

[237] "*O fato é que, (i) não havendo a manutenção de vínculo, em razão da aquisição de uma RCE, entre o adquirente desta e o agente econômico que implantou o projeto de MDL; e (ii) não se destinando as RCEs a corporificar um investimento propriamente financeiro, não há que se falar na caracterização dos créditos de carbono em si como valores mobiliários também por força do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76.*".

Se, por outro lado, for compreendido que a mera expectativa de lucro, a partir da negociação em mercado secundário, já é suficiente para o preenchimento do requisito de obtenção de rendimentos da definição de valor mobiliário, tal qual exposto no Processo CVM RJ2003/0499, restaria apenas o óbice da ausência de manutenção de relacionamento entre investidores e o emissor para caracterização das moedas virtuais como valores mobiliários.

Com efeito, a dificuldade em localizar um agente único para o qual possam ser imputadas as obrigações, responsabilidades e regras das ofertas públicas de distribuição é um dos maiores desafios em eventual exercício de regulação das moedas virtuais como tipo de valor mobiliário.

Se as moedas virtuais são comparadas aos valores mobiliários, as ICOs ou distribuições públicas de moedas virtuais se aproximam das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Em ambos os casos de oferta pública, o emissor busca a captação de recursos do público investidor. Até a conclusão deste trabalho, nenhum ICO com características de distribuição pública de valores mobiliários foi registrado ou dispensado de registro pela CVM[238].

Atualmente, nem o BCB, nem a CVM regulam as moedas virtuais, os emissores de moedas virtuais ou as empresas que negociam ou desempenham os serviços de custódia, negociação e pós negociação de moedas virtuais em nome dos investidores[239]. Se além de prestação de serviços relacionados a ativos virtuais, tais empresas passaram a prestar serviços financeiros ou que envolvam valores mobiliários, então deverão ser observados os regramentos previstos nas normas do BCB e da CVM a esse respeito.

---

[238] Em notícia publicada no periódico "Valor Econômico" em 03/01/2018, a jornalista Juliana Schincariol relata processo administrativo no qual a área técnica da CVM teria considerado que a oferta pública de distribuição de moedas virtuais chamadas de "niobiuim coin" pela Bolsa de Moedas Digitais Empresariais de São Paulo (Bomesp) não se qualificaria como oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Segundo a reportagem, a decisão final ainda depende da ratificação pelo Colegiado da CVM. Até a conclusão desse trabalho, não foi possível ter acesso ao processo administrativo referido pela reportagem.

[239] "*4. As empresas que negociam ou guardam as chamadas moedas virtuais em nome dos usuários, pessoas naturais ou jurídicas, não são reguladas, autorizadas ou supervisionadas pelo Banco Central do Brasil. Não há, no arcabouço legal e regulatório relacionado com o Sistema Financeiro Nacional, dispositivo específico sobre moedas virtuais. O Banco Central do Brasil, particularmente, não regula nem supervisiona operações com moedas virtuais*.". Comunicado BCB 31.379/2017.

No caso dos ICOs e das moedas virtuais, somente existirá competência da CVM quando as moedas virtuais ofertadas representarem oportunidade de investimento configurável como valor mobiliário, nos termos da regulamentação em vigente e conforme os critérios discutidos nos itens acima. Nesse caso, o ICO consequentemente passará a ser tido como distribuição pública de valores mobiliários, estando ambos, moeda virtual e ICO, portanto, sujeitos à autoridade da CVM.

As moedas virtuais e os ICOs são exemplos atuais e interessantes da relevância e da importância prática em se definir os contornos e os limites das definições de valores mobiliários e ofertas públicas de distribuição.

4. Ofertas públicas e ofertas privadas: identificação de oferta pública de distribuição de valores mobiliários

A partir dos elementos da definição de oferta pública analisados acima (meios de distribuição, sujeitos e objeto), este último item tem por pretensão apresentar uma proposta de teste a ser aplicado nos casos em que se procura identificar a ocorrência de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no Brasil.

Adicionalmente, e, em um segundo momento após a verificação da oferta pública de distribuição, deve ser perquirida a necessidade de registro da oferta na CVM a partir da identificação de relacionamento prévio, estreito e habitual entre emissor ou ofertante e o público investidor.

Para que isso seja possível, sugere-se percurso formado por três etapas consecutivas de validações, de modo que a passagem para a etapa posterior estará condicionada à verificação do preenchimento de todos os requisitos da etapa anterior. As referidas três etapas correspondem, justamente, no exame dos elementos discutidos nos itens 1 a 3 deste capítulo.

Por último, é proposta também uma etapa adicional, que não corresponde à verificação de que determinado evento caracteriza oferta pública de distribuição de valores mobiliários, nos termos da legislação brasileira aplicável, o que ocorrerá uma vez vencida a

3ª etapa do teste, mas sim à investigação da necessidade ou não de registro da oferta pública em questão na CVM.

Assim, a 4ª etapa é importante sobretudo porque ao emissor e ao ofertante interessam saber qual é o regime jurídico aplicável à distribuição que se está a realizar, ou seja, se a oferta pode ou não ser dispensa de registro prévio de distribuição na CVM.

Caso a oferta seja pública, mas possa estar isenta de registro na autarquia, e nem deva seguir determinadas exigências adicionais para sua realização, como ocorre com determinadas ofertas dispensadas de registro, mas reguladas pela CVM, será considerada, na prática, para todos os fins e efeitos, como uma oferta privada.

Nesse ponto, é importante ressalvar mais uma vez que as hipóteses de dispensa de registro de oferta pública em virtude do relacionamento existente entre emissor ou ofertante e investidores não está prevista nas normas da CVM como um caso de dispensa automática de registro.

Ou seja, o interessado em gozar de tal possibilidade deverá necessariamente submeter consulta à CVM e aguardar a decisão antes de iniciar os procedimentos de distribuição junto ao público investidor, o que, como já se discutiu acima, é um procedimento que merece revisão em eventual alteração das regras da autarquia que cuidam do tema, sobretudo a Instrução CVM 400/2003.

1ª etapa

A primeira etapa do teste consiste em analisar os meios pelos quais a oferta de contratar determinada oportunidade de investimento em valores mobiliários é propagandeada ao público investidor brasileiro.

Se houver a utilização de mecanismos de comunicação públicos ou esforços de publicidade com a finalidade de atingir o público investidor em geral residente, domiciliado ou constituído no Brasil, restará preenchido o primeiro elemento do teste de caracterização da realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Ainda que não possa ser comprovada a finalidade de atingimento de pessoas residentes ou domiciliadas no Brasil, se forem utilizados instrumentos passíveis de atingir uma grande quantidade de pessoas (como é o caso da internet) sem que o responsável tenha adotado medidas para evitar a disseminação das informações a respeito da oportunidade de investimento que está sendo oferecida, então também terá sido satisfeito o requisito de utilização de meios públicos para colocação dos valores mobiliários.

2ª etapa

A segunda etapa compreende a verificação de quem são as pessoas para quem os esforços de distribuição estão sendo dedicados.

Se o objetivo for atingir uma generalidade de pessoas residentes, domiciliadas ou constituídas no Brasil, ainda que possam ser perfeitamente identificadas e individualizadas, terá sido atendido o requisito de lançamento da oferta ao público investidor em geral.

Para fins de caracterização da oferta pública, pouco importa a qualificação ou as características do público investidor abordado, elementos que somente serão considerados em eventual dispensa de registro de distribuição.

3ª etapa

A terceira e última etapa do teste para confirmação de que determinada oferta qualifica-se como oferta pública de distribuição de valores mobiliários envolve o exame dos ativos objeto da distribuição e a sua subsunção ao conceito de valores mobiliários.

A esse respeito, utiliza-se a definição de título, instrumento ou contrato, ofertado publicamente, por meio da qual alguém investe recursos em empreendimento comum ou coletivo com a expectativa de obter rendimentos a partir dos esforços de terceiros.

Se a oferta tiver por objeto qualquer outro produto, mercadoria, serviço ou ativos que não possam ser remontados ao conceito de valor mobiliário, ou ainda se estiver diante das hipóteses de exceção em que a lei expressamente afasta determinados títulos do regime aplicável aos valores mobiliários (títulos públicos e títulos de responsabilidade de instituição

financeiras, exceto debêntures, por exemplo), então não poderemos falar em oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

De forma equivalente, mas no sentido oposto, se determinado título de investimento não se encaixar no conceito de valor mobiliário, mas a legislação tiver determinado que a sua regulação compete à CVM expressamente, então também deverá ser dispensado a tais títulos o mesmo tratamento que é dado aos demais tipos de valores mobiliários.

Uma vez confirmado que o objeto da oferta é constituído por títulos capazes de se qualificar como valores mobiliários e que não tenham sido despojados de tal tratamento por expressa previsão legal, as três etapas do teste terão sido percorridas e todos os requisitos para a caracterização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários estarão presentes na hipótese em análise.

Etapa adicional: a oferta pública deve ser registrada na CVM?

A caracterização de determinada oferta como pública para os fins da Lei 6.385/1976 e da regulação editada pela CVM não implica, necessariamente, na obrigatoriedade de seu registro na autarquia.

Por essa razão, a análise deve ser sempre segmentada: em primeiro lugar, verifica-se a ocorrência de oferta pública de distribuição de valores mobiliários; em segundo lugar, investiga-se a possibilidade de dispensa de registro. Os capítulos seguintes desse trabalho buscam justamente examinar quando o regime de registro obrigatório pode ser afastado, no todo ou em parte.

De maneira geral, a maioria das hipóteses em que o registro pode ser dispensado está relacionada com a sofisticação ou com a relação do público investidor com o emissor ou ofertante dos valores mobiliários. É o que acontece, por exemplo, com as ofertas públicas destinadas a empregados, credores, acionistas e pessoas com quem emissores e ofertantes tenham relação prévia, estreia e habitual relação, examinadas nos itens 2.2.1 a 2.2.4, acima.

Na hipótese de se demonstrar a existência de tal relação prévia, estreita e habitual, ainda assim a oferta continuará a ser considerada como "pública", mas será tida pela

regulação como equivalente a uma oferta privada, haja visto a desnecessidade de intervenção da autoridade reguladora do mercado de capitais para fazer com que os investidores consigam ter acesso as informações de que necessitam para tomada de decisão de investimento consciente e refletida[240].

Por conseguinte, o emissor ou ofertante poderão pleitear a isenção de registro da oferta na CVM. Até que a CVM se manifeste, contudo, a oferta continuará a ser tida como "pública" para os fins da regulação do mercado de valores mobiliários, inclusive no que diz respeito ao regime de responsabilidades.

Exemplos de oferta que não caracterizam distribuição pública é a oferta de ações ou cotas de fundo emitidas em operação de captação de recursos tendo como destinatários exclusivamente os atuais acionistas ou cotistas da emissora.

Outras circunstâncias sensíveis para a regulação são o valor total da oferta e o valor unitários dos valores mobiliários, a forma de distribuição e as limitações na negociação em mercado secundário. Nessas situações, os investidores já possuem acesso a informações e a adequada proteção que lhe seria dispensada pelo registro da oferta. A manutenção da obrigatoriedade do registro, de outro lado, poderia inviabilizar a realização da oferta e a captação dos recursos por parte dos emissores, o que comprometeria o financiamento de suas

[240] Em sentido diverso, Nelson Eizirik entende que nesses casos as ofertas seriam, em realidade, "privadas": "*Podem ser consideradas privadas as emissões colocadas apenas junto a investidores sofisticados, os quais não necessitam da proteção estatal conferida pelo registro, de vez que dispõem de suficiente poder de barganha frente à companhia emissora, até mesmo para discutir as condições financeiras da operação. Nessa linha, colocações realizadas unicamente a um número limitado de investidores institucionais, instituições financeiras ou sociedades de capital de risco podem ser consideradas como privadas, independentemente do processo de oferta*". EIZIRIK, Nelson. *Caracterização Jurídica da Emissão Pública de Valores Mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 83, jul./set., 1991, p. 60. No mesmo sentido que se está ora a defender, é a posição de GABRIEL BUSCHINELLI: "*A interpretação que considera uma oferta como privada por conta de considerações subjetivas, contudo, não encontra amparo no texto da lei, que não se refere à qualificação ou ao grau de informações de que os investidores dispõem para determinar de uma dada oferta é pública ou privada*. [...] *O fato de a oferta ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados não elide seu caráter público; somente justifica que os Estados-Membros afastem a obrigatoriedade de publicação de prospecto* (Diretiva 2003/73, art. 3º, 2, a). *Dessa forma, pode-se afirmar que a experiência dos países estrangeiros não indica uma orientação unívoca, dando testemunho de que há mais de um posicionamento possível no âmbito do mercado de capitais*. [...] *Dessa forma, discorda-se do posicionamento de Nelson Eizir*ik (et. al). *O fato de uma oferta ser dirigida a investidores qualificados que tenham conhecimento e experiência em negócios, e que tenham amplo acesso às informações que julgam necessárias e suficientes para a decisão de investimento, não afasta o caráter público da oferta. Esses fatores podem justificar somente a dispensa de registro ou de alguns de seus requisitos*." BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Comentários aos arts. 19 e 20 da Lei n 6.385/76.* In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 385-386

atividades, que também é um dos objetivos perseguidos pela regulação do mercado de capitais.

Em todos os casos de dispensa de registro, é importante reforçar, a oferta em essência continua sendo qualificada como uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, mas em respeito a outros valores e funções que a regulação tem interesse em promover se prefere não exigir o registro de distribuição.

* * *

CAPÍTULO II. A ADMINISTRAÇÃO DA POLÍTICA DE AMPLA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

Concluída a análise da caracterização das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, segundo a legislação e regulação aplicáveis no direito brasileiro, o Capítulo II tem por objeto analisar algumas particularidades da forma pela qual a CVM administra a política de ampla divulgação de informações no mercado de valores mobiliários do Brasil.

A esse respeito, o registro de distribuição pública de valores mobiliários e o registro de emissor são, ainda hoje, os mais importantes instrumentos à disposição da autarquia para fazer valer o regime informacional estruturado ao longo das últimas décadas. Nem sempre, todavia, ambos os registros devem ser tidos como condições necessárias para a realização de esforços de captação pública de recursos através da venda de valores mobiliários, conforme será discutido no item 1, abaixo.

Também não são todas as ofertas públicas de distribuição que inspiram o mesmo grau de preocupação quanto à adequada informação do público investidor. Em determinadas circunstâncias, a CVM poderá flexibilizar o cumprimento do regime de ampla divulgação de informações em razão do acesso pretérito, por parte dos investidores, ao conjunto de informações que lhe seria disponibilizada novamente por força de outro registro de oferta. Esse é escopo de análise do item 2, a seguir.

Em qualquer caso de distribuição de valores mobiliários sujeita a registro prévio na CVM, a decisão da autarquia a respeito da solicitação de registro deve se pautar em verificar o cumprimento dos requisitos de divulgação de informações por parte do emissor e, em princípio, não poderia denotar qualquer análise de mérito sobre a conveniência e a oportunidade de o público investidor aportar recursos em determinado empreendimento. Apesar de esse ser o sentido geral das regras editadas pela autarquia, conforme será examinado no item 3, abaixo, existem determinadas disposições previstas na legislação e na regulação que conferem à CVM margem de discricionariedade na análise de pedidos de registro de distribuição pública.

Salvo nos casos de dispensa automática, a realização de oferta pública desacompanhada de prévio registro na CVM caracteriza infração grave, nos termos e para os fins e efeitos da Lei 6.385/1976, podendo, inclusive, trazer repercussões na esfera criminal para os agentes envolvidos. As consequências e possíveis penalidades aplicáveis àqueles que oferecem publicamente valores mobiliários sem registro fazem parte do escopo de análise do item 4, abaixo.

Por último, ao lado do sistema de duplo registro na autarquia, a imposição de um robusto conjunto de regras de compliance e de responsabilidades às instituições intermediárias que fazem parte do sistema de distribuição de valores mobiliários e que participam dos esforços de distribuição em ofertas públicas também ajuda a CVM a assegurar que os investidores estejam sempre devidamente informados a respeito das oportunidades de investimento que lhe sejam apresentadas.

Dessa forma, a regulação sobre as instituições intermediárias que atuam em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, que será analisada brevemente no item 5, a seguir, também faz parte do conjunto de iniciativas adotadas pela CVM com o objetivo de administrar a política de ampla divulgação de informações no Brasil.

1. Registro de oferta pública de distribuição e registro de emissor: relacionados, mas independentes

Um dos mecanismos utilizados para assegurar o cumprimento da política de ampla divulgação de informações é exigir o registro não apenas da oferta pública de distribuição, mas também do emissor como condição para permitir que o interessado em captar recursos publicamente tenha acesso ao público investidor e possa ter seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercados de valores mobiliários regulamentados[241].

Em adição aos registros de oferta pública de distribuição e de emissor no órgão regulador, as entidades privadas que administram os mercados de valores mobiliários

[241] O mercado de balcão não organizado, o mercado de balcão organizado e as bolsas constituem as três modalidades de mercados de valores mobiliários regulamentados no Brasil (cf. art. 2º da Instrução CVM 461/2007).

organizados[242], como a bolsa de valores e o mercado de balcão organizado, também exigem que o emissor de valores mobiliário obtenha registros para si e para os valores mobiliários que pretende que passem a ser negociados publicamente em seus ambientes de negociação[243].

Dessa forma, apesar de a CVM administrar apenas duas modalidades de registro, em geral existem quatro tipos de registro que o emissor de valores mobiliários deve obter para conseguir realizar oferta pública de distribuição de valores mobiliários e, adicionalmente, obter autorização para que seus valores mobiliários possam ser negociados publicamente em mercados organizados: na CVM, registro de emissor e registro de distribuição pública; nas entidades privadas administradoras de mercado de balcão organizado, registro de listagem de emissor e registro para admissão à negociação em mercados organizados.

A relação entre o registro de emissor e o registro de oferta pública de distribuição na CVM decorre da previsão contida nos arts. 21, §§ 1º e 2º, da Lei 6.385/1976 e 4º, § 1º, da Lei 6.404/1976, que dispõem que apenas valores mobiliários de emissão de companhia registrada na CVM podem ser negociados em mercados regulamentados de valores mobiliários[244].

As ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários são realizadas, em regra, por meio da utilização do mercado de balcão não organizado[245], e não através de negociações

---

[242] Mercados organizados de valores mobiliários caracterizam-se como o espaço físico ou o sistema eletrônico que tem por finalidade a realização de negociações ou registros, por um conjunto de pessoas autorizadas a neles operarem previamente, atuando por contra própria ou em nome de terceiros, de operações envolvendo valores mobiliários (conforme artigo 3º da Instrução CVM 461/2007). São modalidades de mercados organizados de valores mobiliários no Brasil as bolsas de valores mobiliários, as bolsas de mercados e de futuros e os mercados de balcão organizados. Em todos os casos, os mercados organizados devem ser administrados por uma entidade administradora que tenha obtido prévia autorização da CVM para desempenhar essa função. A constituição e o próprio funcionamento do mercado organizado dependem igualmente de autorização prévia da CVM.

[243] Esse é o caso da Bolsa de Valores de São Paulo, que exige tanto o registro de listagem do emissor quanto de admissão de seus valores mobiliários à negociação em mercados organizados, conforme previsto no Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários.

[244] Lei 6.385/1976. Art. 21. "*§ 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão. § 2º O registro do art. 19 importa registro para o mercado de balcão, mas não para a bolsa ou entidade de mercado de balcão organizado.*". Lei 6.404/1976. Art. 4º. "*§1º - Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários*.".

[245] Os mercados de valores mobiliários não organizados são aqueles em que a negociação não ocorre em um espaço físico ou por meio de um sistema eletrônico, administrado por uma entidade administradora. Os mercados de valores mobiliários não organizados são denominados também de mercados de balcão não organizados. As negociações em mercados de valores mobiliários não organizados são qualificadas por

em bolsa ou em mercado de balcão organizado. A colocação dos valores mobiliários é feita junto ao público investidor, em um primeiro momento, por meio dos esforços de venda de corretoras de valores mobiliários, distribuidores, bancos de investimento, entre outros agentes intermediadores. Somente após a conclusão desse processo, os valores mobiliários ofertados podem passar a ser negociados em bolsa[246] ou em mercado de balcão organizado, caso o registro em tais entidades tenha sido obtido pelo emissor dos valores mobiliários – em adição ao registro da oferta pública e ao registro do emissor na CVM, conforme o caso.

Considerando que após a conclusão de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários geralmente se segue à negociação, em mercados organizados, dos valores mobiliários oferecidos na oferta, o registro de oferta pública de distribuição e o registro de emissor são geralmente tratados como duas faces da mesma moeda, exigindo-se o cumprimento de ambos para toda e qualquer oferta pública de distribuição sujeita a registro obrigatório na CVM[247].

Ocorre que o § 2º do art. 21 da Lei 6.385/1976 prevê que o registro de oferta pública previsto no art. 19 da mesma lei "*importa registro* [do emissor] *para o mercado de balcão, mas não para a bolsa ou entidade de mercado de balcão organizando*", o que parece revelar que se o ofertante não tiver interesse em ter os valores mobiliários de sua emissão negociados em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, bastaria o registro da oferta de distribuição na CVM para ter acesso ao mercado de balcão não organizado, dispensando-se, dessa forma, o registro de emissor.

Em sentido diverso, contudo, o art. 1º da Instrução CVM 480/2009 prevê que a negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados no Brasil, qualquer que seja o mercado regulamentado, inclusive o mercado de balcão não organizado, prescinde do prévio registro do emissor na CVM. Da mesma forma, ao se examinar os requisitos para o

---

ocorrerem por intermédio das instituições intermediárias que fazem parte do sistema de distribuição de valores mobiliários, sem a intervenção de uma entidade centralizadora.

[246] É importante esclarecer que no Brasil é vedada a negociação simultânea de ações em mercado de bolsa e em mercado de balcão organizado, sendo facultada a sua negociação simultânea em mais de uma bolsa ou em mais de um mercado de balcão organizado. Não há tal limitação para negociações de outros valores mobiliários que não ações, conforme previsto no artigo 57 da Instrução CVM n.º 461/2007

[247] Essa é a opinião de Eizirik et.all, para quem "[…] *a CVM apenas apreciará o pedido de registro de oferta pública de distribuição para a companhia que mantenha o registro de companhia aberta atualizado*.". EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico,* 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 136.

registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários segundo as regras da Instrução CVM 400/2003, verifica-se invariavelmente a necessidade de prévio registro do emissor na CVM[248], exceto nos casos em que a oferta é dispensada de registro, quando o registro do emissor também se tornará dispensável[249].

ANDRÉ PITTA, ao analisar a aparente contradição entre a previsão do artigo 21, § 2º da Lei 6.385/1976 e o que determina o art. 1º da Instrução CVM 480/2009, argumenta que a superioridade hierárquica da Lei 6.385/1976 deveria prevalecer sobre a norma da CVM, constituindo, por conseguinte, a previsão do § 2º uma hipótese de dispensa de registro de emissor na CVM[250].

A opinião de ANDRÉ PITTA nos parece acertada. Com efeito, o emissor pode encontrar razões para considerar interessante realizar a oferta pública de distribuição de valores mobiliários exclusivamente no âmbito do mercado de balcão não organizado, sem concomitantemente obter autorização da CVM para que os valores mobiliários oferecidos possam ser admitidos à negociação em mercados organizados após a conclusão dos esforços de distribuição.

Nesse caso, e desde que os investidores tenham conhecimento de que após a aquisição dos valores mobiliários a sua transferência para terceiros somente poderá ser realizada de forma privada, não faria sentido impor o ônus adicional de realizar o registro do emissor na CVM apenas porque a oferta pública foi realizada no mercado de balcão não organizado.

Por mais que ambas as modalidades de registro na CVM sejam estruturadas como forma de dar cumprimento a política de ampla divulgação de informações, na prática o registro da oferta pública de distribuição e registro do emissor apresentam preocupações e objetivos diferentes, ainda que complementares.

---

[248] Conforme item 11 do Anexo II da Instrução CVM 400/03, que exige a comprovação da atualização do registro do emissor perante a CVM.

[249] Esse é o caso, por exemplo, das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos, disciplinadas pela Instrução CVM 476/2009.

[250] PITTA, André Grünspun. *Comentários ao art. 21 da Lei n 6.385/76*. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 448.

Nesse sentido, o registro da oferta pública de distribuição tem por finalidade precípua assegurar que os investidores possam tomar uma decisão de investimento refletida e consciente a respeito de determinada oportunidade de investimento, apresentada durante os esforços de distribuição e, portanto, circunscrita em determinado momento no tempo.

O registro do emissor, por sua vez, busca garantir que as negociações em mercado secundário também possam ser realizadas de maneira informada, o que apresenta reflexos sobretudo na formação dos preços dos ativos e em sua liquidez. Diferentemente do registro da oferta, em que a preocupação do regulador com a divulgação de informações está concentrada no tempo durante a realização da colocação ao público, no registro do emissor a divulgação de informações constitui uma exigência de fluxo contínuo e indeterminado para o bom tráfego das transações que venham a se realizar depois que a oferta tiver sido encerrada.

Por conseguinte, não caberia a CVM vincular a autorização para realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários ao prévio registro de emissor na autarquia, nem vice e versa[251].

Na verdade, a análise deve ser bipartida.

Em primeiro lugar, é necessário examinar se a oferta deve ser registrada ou não conforme as hipóteses de dispensa previstas na legislação e regulação aplicáveis. Caso não exista nenhuma exceção ao regime de registro obrigatório, o registro de distribuição é inafastável.

Em segundo lugar, se além de realizar a oferta pública de distribuição, o emissor tiver interesse também em receber autorização para ter seus valores mobiliários admitidos à negociação em mercados organizados, então o registro de emissor passará a ser obrigatório.

[251] Essa, todavia, nem sempre foi a orientação da CVM. Ao descrever a evolução da relação entre o registro de distribuição e o registro de emissor, André Pitta mostra que por algum período o registro de emissor somente podia ser solicitado caso viesse acompanhado do pedido de registro de distribuição pública. Somente em casos excepcionais, em que a companhia já apresentasse dispersão de seus valores mobiliários em mercado, era possível solicitar o pedido individual de registro de emissor. PITTA, André Grünspun. *Comentários ao art. 21 da Lei n 6.385/76*. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 433.

Caso contrário, bastaria o registro de distribuição para que a oferta pudesse ser validamente realizada em mercado de balcão não organizado.

Assim, tem-se que o registro de emissor e o registro de oferta pública de distribuição são independentes, ainda que estejam relacionados com a promoção de uma finalidade em comum: a adequada informação do público investidor e do mercado de capitais como um todo.

No caso das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, o art. 14 da Instrução CVM 476/2009 autoriza, após o período de *lock-up* de 90 dias a contar do encerramento da oferta, que os valores mobiliários ofertados de acordo com a instrução sejam negociados nos mercados de balcão organizado e não organizado sem que o emissor possua o registro de emissor na CVM.

O art. 14 permite, assim, que em situações em que o registro de oferta pública de distribuição é dispensado, como é o caso das ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, também se dispense o registro do emissor, conquanto a negociação pública esteja limitada aos mercados de balcão não organizado e organizado.

Por meio do referido dispositivo normativo, a CVM parece ter extrapolado a autorização prevista no § 2º do art. 21 da Lei 6.385/1976, que isentava o registro do emissor para negociação em mercado de balcão não organizado, mas condicionava tal isenção à obtenção do registro da oferta pública na CVM. Inclusive, durante as discussões da audiência pública da Instrução CVM 476/2009, a CVM foi indagada sobre eventual contradição entre o disposto no art. 14 da Instrução CVM 476/2009 e a exigência de que apenas valores mobiliários emitidos por companhia aberta registrada na CVM poderiam ser negociados em mercados de valores mobiliários, sustentando a validade da norma[252].

[252] A esse respeito, a área técnica respondeu que a "*questão deve ser examinada à luz do disposto nos arts. 21, §6º, e 19, §5º da Lei nº 6.385, de 1976, que outorgam à CVM competência para dispensar quer o registro de companhia aberta quer o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários*"[252]. Com efeito, o § 6º do art. 21 da Lei 6.386/1976 de fato atribuí à CVM competência para "*especificar os casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados*". A dúvida do participante, porém, continua sendo pertinente na medida em que a dispensa "especificada" pela CVM por meio da Instrução CVM 476/2009 contraria frontalmente o disposto no § 2º do art. 21, o que poderia significar, em última análise, que a autarquia excedeu a competência regulamentar que lhe fora atribuída em lei. Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/2014, datado de 25/09/2014, extraído do Processo CVM RJ2013/5756.

De toda a forma, a conclusão que fica dessa discussão é a necessidade de bem delimitar as diferentes modalidades e hipóteses de incidência das regras que determinam o registro de emissor e o registro de distribuição de valores mobiliários na CVM a fim de demonstrar que nem sempre os registros de emissor e de distribuição pública serão necessários de forma concomitante e, adicionalmente, construir cenários em que um ou outro registro deveria ser automaticamente dispensado diante da verificação de determinadas circunstâncias na situação em concreto.

2. Ofertas públicas de distribuição iniciais e subsequentes: diferentes preocupações e respostas regulatórias?

Salvo em situações específicas previstas na regulação, a regra geral é a de que toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, independentemente de ter por objeto a venda de valores mobiliários pelo emissor ou por qualquer ofertante outro que não o emissor, deve ser registrada na CVM.

Apesar disso, há diferentes preocupações e respostas regulatórias a depender da realização de ofertas públicas inicias ou ofertas públicas subsequentes de distribuição de valores mobiliários.

Nas ofertas públicas iniciais, sejam elas realizadas no mercado primário ou secundário, a preocupação regulatória é máxima, uma vez que os ativos passarão a ser pela primeira vez negociados publicamente em mercados de valores mobiliários regulamentados. Não há ainda histórico, nem informações em quantidade suficiente quer sobre o emissor, quer sobre os valores mobiliários ofertados, o que representa, por si só, uma dificuldade adicional para a tomada de decisão por parte do público investidor.

Em se tratando de ofertas públicas subsequentes, realizadas após o registro do emissor ou do registro de uma oferta pública inicial, o nível de preocupação regulatória é sensivelmente mais baixo, pois se presume que o emissor está em cumprimento com a obrigação de continuamente manter o mercado informado sobre suas atividades e negócios e que o mercado já teve tempo suficiente para conseguir avaliar e precificar os valores mobiliários da companhia emissora em questão.

Nesse caso, as regras de registro de ofertas públicas de distribuição tendem a ser mais flexíveis e aceitar determinados "descontos regulatórios".

Com efeito, a circunstância de a companhia emissora dos valores mobiliários objeto da oferta pública ser companhia aberta registrada na CVM e estar em cumprimento com as suas obrigações de divulgação de informações ou já ter realizado uma oferta pública de distribuição registrada na autarquia dos últimos meses são características importantes para dispensar o registro ou a observância de requisitos para o registro da oferta pública.

Entre outros exemplos, o art. 6º da Instrução CVM 400/2003 admite que o registro de ofertas públicas secundárias de ações, que já estejam admitidas à negociação em mercados organizados e cuja emissora esteja com seu cadastro atualizado na CVM, seja realizada por meio de um procedimento de análise simplificada.

Da mesma forma, a alienação de blocos de ações relativa à desestatização de participação acionária determinada em lei federal, estadual ou municipal que apresente requisitos de pré-identificação, pré-qualificação e condições especiais para os adquirentes também pode ser dispensada de registro pela CVM, nos termos do art. 3º da Instrução CVM 286/1999, desde que determinados requisitos sejam observados, como a necessidade de o registro da companhia aberta estar atualizado e a apresentação de determinadas informações e documentos.

Portanto, ainda que a regra geral demanda que toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários seja registrada, entre aquelas distribuições que não se aproveitam de nenhuma hipótese de dispensa automática de registro a regulação deve estar atenta as diferentes características que se apresentam, de modo a proporcionar respostas regulatórias proporcionais e compatíveis a cada tipo de situação.

3. Registro de oferta pública de distribuição: decisão vinculada da CVM?

Em teoria, a análise, pela CVM, dos pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários é baseada exclusivamente em critérios formais de legalidade, sem qualquer juízo de mérito ou de conveniência em relação à oportunidade, à

conveniência ou ao potencial de sucesso do empreendimento que se pretende financiar por meio da realização da distribuição pública.

Em outras palavras, mediante a apresentação de requerimento para registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a decisão da CVM estaria vinculada e dependeria tão somente do cumprimento dos requisitos previstos em lei e na regulamentação aplicável, o que refletiria a adoção da política de ampla divulgação de informações em vez da política de regulação substantiva ou de mérito debatida na Parte I dessa dissertação[253].

É isso o que prevê, por exemplo, os arts. 15 e 56, § 7º da Instrução CVM 400/2003:

> "*Art. 15. O registro baseia-se em critérios formais de legalidade e não envolve qualquer garantia quanto ao conteúdo da informação, à situação econômica ou financeira do ofertante ou da emissora ou à sua administração, à viabilidade da oferta ou à qualidade dos valores mobiliários ofertados*.".

> *"Art. 56.* [...] *§ 7º - O registro não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade da companhia, sua viabilidade, sua administração, situação econômico-financeira ou dos valores mobiliários a serem distribuídos e é concedido segundo critérios formais de legalidade."*

Por outro lado, o art. 16 da Instrução CVM 400/2003, que foi nitidamente inspirado no art. 82, § 2º da Lei 6.404/1976[254], dispõe que a CVM poderá indeferir o registro de oferta

---

253 "*Assim, a intervenção do Estado no mercado de capitais, sob a forma de regulação, dá-se mediante normas que estabelecem genericamente as condições de acesso, exercício, as condutas que devem ser mantidas e, principalmente, as informações que devem ser prestadas aos investidores. Não se verificam, a não ser excepcionalmente, casos de regulação substantiva, em que o Estado escolhe discricionariamente os participantes do mercado, fixa preços para as emissões públicas de ações ou interfere nas cotações, ou mesmo julga o mérito de determinados títulos, impedindo eventualmente sua distribuição pública por considera-los de má-qualidade. A legislação sobre mercado de valores mobiliários no Brasil também seguiu tal orientação. Não se encontra, em regra, dispositivos legais que permitam regulação substantiva do mercado pelo Estado*." EIZIRIK, Nelson. *As lições do "Caso Vale"*. In: *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, vol. 6, n.º 6, jan./abr. 1980, p. 15.

254 Art. 82. § 2º "*A Comissão de Valores Mobiliários poderá condicionar o registro a modificações no estatuto ou no prospecto e denegá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores.*".

pública de distribuição em razão da "inviabilidade" ou "temeridade" do empreendimento ou "inidoneidade" dos fundadores, quando se tratar de constituição de companhia[255].

A instrução também demanda a apresentação de estudo de viabilidade econômica nas hipóteses em que a oferta tiver por objeto a constituição de emissora, quando a emissora estiver em fase pré-operacional ou quando os recursos a serem captados forem destinados preponderantemente para realização de investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pela emissora[256].

No que diz respeito à possibilidade de indeferimento por inidoneidade dos fundadores, controladores ou administradores, a regulação seria mais precisa e menos aberta se tivesse exigido a comprovação de requisitos objetivos, como a ausência de (a) inabilitação ou suspensão para exercício de cargo em instituições financeira e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, BCB, SUSEP ou PREVIC, (b) condenação por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação ou (c) punição em decorrência de atividades sujeitas à fiscalização da CVM, BCB, SUSEP ou PREVIC.

A permissão para que a CVM indefira o registro da oferta pública em razão de características do empreendimento, ainda que apenas em casos de "inviabilidade" ou "temeridade", também denota permissão para realização de juízo de mérito sobre a operação que se pretende financiar por meio da distribuição pública de valores mobiliários[257].

---

[255] Instrução CVM 400/2003. "*Art. 16. O pedido de registro poderá ser indeferido nas seguintes hipóteses: I - por inviabilidade ou temeridade do empreendimento ou inidoneidade dos fundadores, quando se tratar de constituição de companhia*;".

[256] Art. 32 da Instrução CVM 400/2003. Em complemento a isso, apenas investidores qualificados podem participar de ofertas públicas de ações de emissores em fase pré-operacional e durante 18 (dezoito) meses a contar da oferta apenas investidores qualificados estão autorizados a negociar com os valores mobiliários da empresa pré-operacional emissora (Art. 32-A da Instrução CVM 400/2003).

[257] "*Entre nós, da mesma forma, não compete à CVM realizar qualquer exame sobre a qualidade dos títulos ofertados, sobre a empresa emissora, ou mesmo sobre a conveniência da emissão pública. A única hipótese de exame de mérito da emissão por parte da CVM é aquela prevista no art. 82 da Lei das S.A., relativo à constituição da companhia mediante subscrição pública de ações, de raríssima ocorrência na prática*.". EIZIRIK, Nelson. *Emissão de Debêntures.* In: *Revista dos Tribunais*, vol. 721, nov. 1995, pp. 56-57. No mesmo sentido, vide CORDEIRO FILHO, Ari. *Manual de Abertura das Companhias*. Rio de Janeiro: IBMEC/APEC, 1981, p. 98.

Ainda que sob o argumento de proteção do público investidor, existem dúvidas se a CVM deveria possuir tal prerrogativa. Afinal, o que se entende por "inviabilidade" ou "temeridade" do empreendimento? A regulação não detalha os contornos de tais termos e foi localizado apenas um único precedente no âmbito dos julgados da autarquia em que tais dispositivos tenham sido aplicados[258].

Trata-se do caso da Global Brasil S.A., em que a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) indeferiu o pedido de registro de emissor com base no art. 82, § 2º, da Lei 6.404/1976 e pela circunstância de o projeto de empreendimento da companhia apresentar um "*alto grau de incertezas quanto ao atingimento dos seus objetivos*"[259]. Na ocasião, o diretor LUIZ ANTONIO SAMPAIO CAMPOS reportou as discussões havidas na doutrina norte-americana a respeito da pertinência de instauração de uma regulação de mérito sobre as ofertas públicas de distribuição, em substituição ao regime de *full disclosure*, e confirmou que a autarquia não deveria "*ingressar no mérito do empreendimento, pois isso, a princípio, foge ao papel da CVM*"[260].

NELSON EIZIRIK é um dos autores da doutrina que defende que a análise dos pedidos de registro de oferta pública e de emissor é necessariamente vinculada, sendo que eventual indeferimento deveria estar lastreado na verificação de problemas graves no cumprimento do regime informacional exigido pela autarquia ou em atos societários do emissor[261].

---

[258] Não foi localizada nenhuma discussão judicial a respeito desse tema.

[259] Processo CVM RJ2002/8433, relator diretor Luiz Antonio Sampaio Campos, julgado em 17/04/2003.

[260] A mesma orientação está contida no documento intitulado de "Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios", aprovado pelo CMN em 21/12/1978, por meio do qual se afirma que: "*IV. Concepção de Registro. 1. Diretrizes. Abrem-se duas grandes opções para a ação do órgão regulador, partindo-se do pressuposto de que as forças de mercado e os interesses particulares não são suficientes para assegurar a existência de um sistema de informações eficiente. A primeira é a de este órgão determinar quais as companhias elegíveis para a captação de recursos junto ao público, a partir de sua própria análise das informações por elas fornecidas, expondo aos interessados as razões que nortearam sua decisão. A segunda, escolhida pela CVM, é a de não exercer tal julgamento de valor, zelando apenas pelo fornecimento adequado de informações, por parte das companhias, ao público investidor. Este, com base nos elementos colocados à sua disposição, tomará a decisão de adquirir ou não valores mobiliários por elas emitidos. A diretriz básica que orienta esta opção é a de exigir o encaminhamento de certas informações para registro junto ao órgão regulador, que, por sua vez, estabelece sistemas diretos e indiretos para fazer com que tais informações estejam disponíveis publicamente. Paralelamente, a entidade reguladora exige alguns compromissos por parte das companhias que captaram recursos no mercado, prevendo a manutenção de um determinado fluxo de informações para o investidores atuais e potenciais*.".

[261] "*O ato da CVM de aprovar ou desaprovar o pedido de emissão pública de debêntures (ou de ações) é necessariamente vinculado, uma vez que a Lei e a regulamentação administrativa estabelecem os requisitos e as condições para a sua prática. Não há no caso poder discricionário da CVM; não pode esta autarquia indeferir o pedido de registro da emissão por razões de conveniência ou de oportunidade. O eventual*

No âmbito da justiça federal, é interessante analisar os desdobramentos do Caso Boi Gordo e o argumento de "análise formal" no exame do requerimento de registro da distribuição e do emissor utilizado pela CVM em sua defesa.

Em 2003, alguns investidores propuseram ação indenizatória[262] alegando que a CVM deveria indenizá-los pelos prejuízos sofridos ao permitir que fossem registrados títulos de investimento coletivo que posteriormente não puderam ser resgatados da forma como originalmente proposto por sua emissora, a Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A..

Na sentença, a Juíza Federal Vellêda Bivar Soares Dais Neta acolheu os argumentos da CVM e reconheceu que o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários teria feição meramente instrumental, visando garantir a ampla divulgação de informações, sem atribuir à autarquia "*qualquer responsabilidade pelo sucesso do empreendimento ou pela veracidade das informações fornecidas*"[263].

Em outras palavras, a magistrada reconheceu a limitação do papel da CVM nas ofertas públicas de distribuição, que estaria adstrito em assegurar que a regra de ampla divulgação de informações fosse observada, sem qualquer garantia de veracidade e

indeferimento do pedido do registro de emissão deve necessariamente ser fundamentado, podendo ocorrer apenas nas hipóteses em que as informações prestadas pela companhia sejam incompletas, omissas ou falsas, ou ainda caso se verifiquem irregularidades nos atos societários ou no estatuto da companhia. Se a CVM nega o registro de emissão alegando que o momento não é o mais adequado, ou que o empreendimento econômico que a empresa deseja financiar é inviável, caracteriza-se o abuso de autoridade, ficando comprometida a eficácia de seu ato e cabendo ao Poder Judiciário decretar a sua nulidade." EIZIRIK, Nelson. *Emissão de Debêntures.* In: *Revista dos Tribunais*, vol. 721, nov. 1995, pp. 56-57.

[262] Autos n.º 0028307-87.2003.4.02.5101, 24ª Vara Federal da Justiça Federal do Rio de Janeiro, julgado em 22/01/2007. Em 2ª instância, o recurso de apelação não foi reconhecido em razão de sua intempestividade (Apelação n.º 2003.51.01.028307-8, Des. Aluísio Gonçalves de Castro Mendes, TRF 2ª região, julgado em 25/06/2013).

[263] E mais: "*a CVM não garante nem o mérito ou o êxito dos empreendimentos, nem mesmo as informações que serão prestadas, aceitando-as com base no princípio da boa-fé e exigindo que terceiros, como auditores independentes, avaliadores e instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição, intervenham no processo e auxiliem na aferição da legitimidade, qualidade, completude e veracidade das informações prestadas, apurando responsabilidades caso tais atribuições não sejam devidamente desempenhadas. Desse modo, (...) a concessão de registro não implica qualquer juízo da CVM sobre a qualidade do investimento ofertado, não podendo implicar, portanto, qualquer responsabilidade pelas consequências do investimento*.". Trecho da decisão do juízo federal citado por DUBEUX, Júlio Ramalho. *Registro na CVM não garante o sucesso do investimento: precedente judicial no "Caso Boi Gordo".* Portal do Investidor da CVM, 2007.

completude das informações apresentadas ao público por emissores, ofertantes e instituições intermediárias[264].

Em 2005, ao analisar pedido de dispensa de elaboração de prospecto de oferta pública primária de distribuição de ações da La Fonte Participações S.A., o diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa afirmou textualmente que "*a análise de pedidos de dispensa de requisitos de registro não é apenas formal*" e sugeriu que o papel da CVM não estaria limitado a verificar, em uma oferta para investidores qualificados, se os investidores alcançavam o limite mínimo de valor definido pela autarquia para serem considerados como qualificados, devendo também se certificar de que tais investidores tinham conhecimento técnico especializado para investimento no mercado de valores mobiliários, "*que é o que justificaria o pedido de dispensa*"[265].

Em outra oportunidade, agora em 2014, no contexto da revisão do conceito de investidores qualificados e na criação da categoria de investidores profissionais, a CVM, por meio do Relatório de Audiência Pública SDM 03/2014, ao se referir ao aumento do valor mínimo para que um investidor pudesse ser considerado como qualificado, que subiu de R$ 300 mil para R$ 1 milhão, e se defender das críticas dos agentes do mercado que entendiam que determinados produtos ficariam excessivamente limitados a um grupo pequeno de pessoas, afirmou que "*Essa restrição ao mercado, porém, não é sem motivo: a vedação ao investidor não qualificado de investir em determinados valores mobiliários serve para proteger o próprio indivíduo*"[266].

---

[264] Em outro julgado, envolvendo o mesmo caso, o acórdão do Tribunal Regional Federal confirmou a decisão de 1ª instância nos seguintes termos: "*E como bem argumentou a autarquia ré, os registros servem para concretizar a política legal de ampla divulgação de informações (full disclosure), a qual, como se sabe, consiste na ampla disponibilização a todos os investidores do mercado, ao mesmo tempo, de todas as informações necessárias à avaliação dos riscos de cada oportunidade de investimento, havendo inclusive previsão legal a respeito da política de disclosure nas leis nº 6.404/76, artigos 157, 175 a 188, e nº 6.385/76, art 4º e art. 22, § 1º. Desse modo, a concessão de registro pela CVM possui caráter preventivo e instrumental protegendo o investidor contra investimentos temerários (frutos de desinformação), estimulando a sua participação consciente e racional no mercado. Contudo, a proteção ao investidor encontra limites, pois, ao proceder tais registros (o da companhia emissora de CICs e da distribuição pública de CICs), a CVM não procede a nenhum exame de mérito a respeito do empreendimento que busca se capitalizar em diante o lançamento de títulos, pois que tal atitude implicaria flagrante extrapolação de sua competência legal*." (TRF-2, Apelação Cível nº 00070387920094025101, Relator: Ricardo Perlingeiro, Data de Julgamento: 22/09/2016, 5ª Turma Especializada).

[265] Processo CVM RJ2006/4821, julgado em 30/08/2005, no qual o colegiado acompanhou o voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa.

[266] Relatório da audiência pública SDM nº 03/2014, datado de 09/12/2004, extraído do Processo CVM RJ 2013/11753, que culminou com a alteração das Instruções CVM 409/2004 e CVM 539/2013. Em outra passagem do mesmo relatório, a autarquia também registrou sua opinião no sentido de que "*A CVM restringe*

Apesar de não ser a regra, esse tipo de manifestação da CVM revela características de comportamento e pensamento paternalista da autarquia e de alguns membros do seu Colegiado em relação ao público investidor brasileiro[267].

No caso do voto do diretor PEDRO OLIVA MARCILIO DE SOUSA, a situação é mais preocupante porque a interpretação por ele dispensada à norma pode acabar por criar novos requisitos que não estão previstos na regulação, estreitando as oportunidades de se lograr êxito em um pedido de dispensa de registro de requisitos ou de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Disso se pode concluir que, apesar de a principal atribuição da CVM na regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários ser o de exigir o cumprimento da política de ampla divulgação de informação, algumas previsões legais e regras editadas pela autarquia possuem nítidas feições de regulação substantiva e extrapolam os limites da mera análise de formalidades legais que se espera para o atendimento da política de ampla divulgação de informações.

Eventual controle de mérito que venha a ser feito pela CVM no campo das ofertas públicas de distribuição deve ser sempre realizado em caráter excepcional, quando o cumprimento da política de ampla divulgação de informações se mostrar totalmente insuficiente como forma de proteção do público investidor[268], sob o risco de, em última instância, tornar a autarquia um órgão político.

---

a negociação de apenas alguns valores mobiliários por causa da assimetria informacional existente, no melhor interesse do próprio investidor e do mercado de capitais como um todo.".

[267] Ao comentar a forma pela qual a política regulatória foi estruturada em torno da proteção do público investidor, André Pitta mostra que quando o *disclosure* não se mostra suficiente, uma das alternativas é impedir o acesso do público investidor a determinadas oportunidades de investimento, protegendo os investidores de decisão que pode ser prejudicial, na visão da autoridade reguladora. Outra forma de proteção é simplesmente impedir o acesso ao mercado de capitais por determinadas empresas, que não estariam preparadas para suportar todos os custos e ônus do aparato regulatório. PITTA, André Grünspun. Aspectos jurídicos *do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários: as alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, p. 71.

[268] Essa mesma opinião é compartilhada por Julio Ramalho Dubeux. DUBEUX, Júlio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Editor Sergio Antonio Fabris: Porto Alegre, 2006, p. 70.

4. Consequências da realização de distribuição de valores mobiliários sem prévio registro na CVM

Conforme discutido acima, toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários destinada ao público investidor residente ou domiciliado no Brasil deve ser previamente registrada na CVM, salvo nos casos de dispensa expressamente previstos na regulação aplicável.

Caso seja verificada a realização de distribuição pública sem o prévio registro na autarquia, e adicionalmente sem que nenhuma das hipóteses de dispensa automática ou isenção de cumprimento da obrigatoriedade de registro possa ser aplicável, algumas medidas punitivas poderão ser adotadas pela CVM em resposta à violação praticada.

A primeira delas diz respeito à suspensão da oferta pública, conforme previsto no art. 20 da Lei 6.385/1965. A ordem de suspensão é publicada no website da CVM, para que possa ser visualizada pelo maior número de pessoas, e geralmente vem acompanhada da determinação da aplicação de multa diária em caso de continuidade da prática irregular[269].

Em razão de seu caráter de urgência, a suspensão da realização de oferta pública tem natureza de medida cautelar e pode ser tomada pela autarquia sem a anterior oitiva dos interessados. A suspensão tem efeitos *ex tunc*, ou seja, atinge a oferta pública desde o momento de seu início. Caso os vícios que tenham sido detectados pela CVM e que resultaram na ordem de suspensão venham a ser sanados pelo ofertante ou emissor oportunamente, nada impede que a oferta pública suspensa volte a ser processada normalmente[270].

Nesse caso, entretanto, e como resultado da suspensão, deverá ser assegurado aos investidores o direito de retratar a sua adesão à oferta pública e de, por conseguinte, terem restituídos todos os ativos, bens e dinheiro que tiverem sido transferidos ao ofertante por

[269] Com a publicação da Lei 13.506/2017, que reformulou o processo administrativo sancionador no âmbito da CVM e do BCB, os limites máximos de multa diária por inexecução de ordem da CVM foram elevados para (a) 1/1.000 (um milésimo) do faturamento total individual ou consolidado do grupo econômico, obtido no exercício anterior à aplicação da multa; ou (b) R$ 100.000,00 (cem mil reais).
[270] Parecer CVM/SJU/Nº 005, de 19/02/1986.

ocasião da subscrição ou aquisição dos valores mobiliários ofertados, conforme previsto no art. 20 da Instrução CVM 400/2003[271].

Além da suspensão da oferta, a CVM poderá também aplicar as demais penalidades previstas no art. 11 da Lei 6.385/1965, entre as quais está a pena de multa pecuniária, que pode chegar ao montante de R$ 50 milhões, ao dobro do valor da distribuição irregular ou ao dobro do prejuízo causado aos investidores, a critério da autarquia[272].

Em quase a totalidade das instruções normativas da CVM que disciplinam aspectos específicos das ofertas públicas de determinados tipos de valores mobiliários, objeto de análise do Capítulo VI desta Parte II, existe também a previsão de que o descumprimento das regras especiais de que regulamentam tais distribuições públicas será considerado, para os fins do art. 11 da Lei 6.385/1976, como "infração grave".

Somente as infrações consideradas graves podem ser apenadas com (a) inabilitação temporária, até o máximo de 20 anos, para exercício de cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam da autorização ou registro da CVM; (b) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei 6.385/1976; (c) inabilitação temporária, até o máximo de 20 anos, para o exercício de atividades de que trata a Lei 6.385/1976; (d) proibição temporária, até o máximo de 20 anos, para praticar determinadas atividades ou operações; ou (e) proibição temporária, até o máximo de 10 anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários[273].

Considerando o caráter das penalidades descritas acima, sua aplicação estaria mais relacionada a infrações realizadas por indivíduos, como sócios controladores e administradores de emissores e de ofertantes, ou por instituições intermediárias que venham

---

[271] "*Art. 20. O ofertante deverá dar conhecimento da suspensão ou do cancelamento aos investidores que já tenham aceitado a oferta, facultando-lhes, na hipótese de suspensão, a possibilidade de revogar a aceitação até o quinto dia útil posterior ao recebimento da respectiva comunicação. Parágrafo único. Terão direito à restituição integral dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados, na forma e condições do Prospecto: I - todos os investidores que já tenham aceitado a oferta, na hipótese de seu cancelamento; e II - os investidores que tenham revogado a sua aceitação, na hipótese de suspensão, conforme previsto no caput.*".

[272] Art. 11, § 1º, da Lei 6.385/1976.

[273] Art. 11, § 3º, da Lei 6.385/1976.

a prestar seus serviços no âmbito da oferta pública irregular e, ainda, por seus respectivos administradores e controladores.

Por último, a Lei 7.492/1986, que define e disciplina as penalidades de natureza criminal em razão do cometimento de crimes contra o sistema financeiro nacional, prevê, em seu art. 7º, que é crime emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários "*sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados*" ou, ainda, "*sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida*". A pena prevista em lei é de reclusão, por 2 a 8 anos, além de multa.

Interessante caso em que houve aplicação de penalidades no âmbito administrativo e judicial, inclusive com repercussões na esfera criminal, envolveu a Avestruz Master Agro-Comercial Importação e Exportação Ltda., em razão da realização de distribuição irregular de cédulas de produtos rural (CPR) de sua emissão, representativas de vendas para entrega futura de aves com a possibilidade de fixação de direito de revenda.

Entre 2003 e 2005, a referida empresa captou recursos estimados na ordem de R$ 1.1 bilhão do público investidor por meio do oferecimento da oportunidade de investir na comercialização de avestruzes, com promessa de retorno de 11% ao mês sobre o valor do investimento. A operação envolvia a compra do animal com pagamento à vista e entrega em data futura, por meio da emissão de CPRs e a celebração de acordo por meio do qual um abatedouro do Grupo Avestruz Master se comprometia a recomprar as aves, caracterizando, assim, garantia de revenda. No final de 2005, todavia, a empresa encerrou suas atividades e os investidores não conseguiram resgatar os recursos anteriormente investidos[274].

A respeito do histórico de fiscalização do caso, depois de receber diversas denúncias, a CVM realizou inspeções nos estabelecimentos comerciais da Avestruz Master em Pernambuco em meados do ano de 2004 e divulgou, por meio da Deliberação CVM 473, de 1º de dezembro de 2004, que a empresa não era companhia aberta registrada na autarquia e não estava autorizada a oferecer publicamente valores mobiliários sem que determinadas requisitos fossem cumpridos, notadamente a exclusão da opção de venda contra o

[274] TRF-5, Apelação criminal 200783000125083, Desembargador Federal José Maria Lucena, Primeira Turma, decisão publicada em 20/11/2014.

abatedouro, sob pena de a CVM exigir o prévio registro da oferta pública na autarquia, e sem prejuízo da aplicação de outras penalidades.

Nos meses seguintes à publicação da Deliberação CVM 473/2004, verificou-se que as determinações da CVM não foram cumpridas pela Avestruz Master e por seu sócio controlador e principal executivo, o Sr. Jerson Maciel da Silva, o que impulsionou a continuidade das investigações por parte da CVM e a instauração de processo administrativo sancionador[275].

No âmbito do processo administrativo sancionador, o voto do diretor relator WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO deixa claro que as atividades de captação pública de recursos realizadas pela Avestruz Master eram perfeitamente enquadráveis na definição de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o que exigia o prévio registro na autarquia, que nunca foi solicitado[276]. Em razão do cometimento das práticas irregulares, Jerson Maciel foi condenado a pagar multa no valor de R$ 43 milhões, valor que, na época da condenação administrativa, era considerado como metade do valor da distribuição irregular[277]. A Avestruz Master foi inocentada pela CVM por entender que a aplicação de eventual multa poderia prejudicar os credores da companhia no juízo falimentar.

Na esfera judicial, foram promovidas ações criminais, com fundamento no art. 7º, II, da 7.4928/1986, em face de Jerson Maciel da Silva, que veio a falecer em 2008, assim como em face de executivos e ex-administradores, como Srs. Jerson Maciel da Silva Junior e Patrícia Áurea Maciel da Silva, filhos de Jerson Maciel da Silva, o marido de Patrícia, o Sr. Emerson Ramos Correia, e Elias Cavalcante da Rocha Junior, que atuava como preposto da empresa.

Em 2013, o Tribunal Regional Federal da 1ª Região manteve a condenação de Jerson Maciel da Silva Junior (5 anos de reclusão e 36 dias de multa) e de Patrícia Áurea

---

[275] Processo Administrativo Sancionador CVM 23/04, julgado em 28/09/2006.

[276] "*Portanto, e diante de tudo o que restou apurado nos presentes autos, fica claro que as modalidades negociais adotadas pela acusada não se constituem como mera compra e venda de determinado bem, na medida em que os investidores aplicavam seu dinheiro em um empreendimento comum, com objetivo de obter lucro, em virtude dos esforços que viessem a ser desenvolvidos pelo Grupo Avestruz Master. Logo, é possível concluir que a atividade desenvolvida por esta sociedade subsume-se, perfeitamente, ao conceito legal de contrato de investimento coletivo (art. 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/76).*".

[277] Posteriormente verificou-se que esse montante era muito superior, de aproximadamente R$ 1,1 bilhão.

Maciel da Silva e Emerson Ramos Correia (6 anos de reclusão e 120 dias de multas).[278] Em 2014, por outro lado, o Tribunal Regional Federal da 5ª Região inocentou Elias Cavalcante da Rocha Junior por entender que, ao contrário de Jerson Maciel, Elias não tinha qualquer poder decisório sobre as atividades do grupo e não atuou com o dolo de praticar o ilícito penal previsto no art. 7º, II, da 7.4928/1986.

O caso Avestruz Master mostra a gravidade que a situação de realização de distribuição irregular de valores mobiliários pode representar, com prejuízos milionários, e as vezes até mesmo bilionários, para os investidores que participaram da operação, e, ainda, com graves reflexos para o funcionamento dos mercados de valores mobiliários regulamentados, haja vista a perda de confiança e o temor dos demais investidores de serem os próximos a serem ludibriados.

Por essa razão, para a eficiência da regulação da política de ampla divulgação de informações é importante não apenas a previsão de penalidades, administrativas, cíveis ou criminais, mas também, e principalmente, a condução de investigações e fiscalizações e a condenação dos envolvidos em práticas ilícitas sempre que essas restarem devidamente apuradas.

5. O papel das instituições intermediárias nas ofertas públicas de distribuição

No Brasil, salvo nas hipóteses de dispensa de registro ou de requisitos do registro, as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários devem ser realizadas obrigatoriamente por meio da utilização dos serviços das instituições intermediárias que fazem parte do sistema de distribuição de valores mobiliários[279].

O sistema de distribuição de valores mobiliários é formado pelas instituições intermediárias e demais sociedades que tenham por objeto distribuir valores mobiliários, pelas sociedades que tenham por objeto a compra e venda de valores mobiliários em

[278] Há notícia, de 04/12/2015, de que o Sr. Jerson Maciel Júnior teria conseguido reverter a decisão de condenação com base na demonstração de que Júnior não integrava o centro de decisões da empresa, que estava sob o comando do pai. Disponível em: https://www.jornalopcao.com.br/ultimas-noticias/justica-federal-inocenta-filho-do-dono-da-avestruz-master-53501/. Acesso em 18/12/2017.

[279] Lei 6.385/1976. "*Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.* [...] *§ 4º - A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no Art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira*.".

circulação no mercado, pelos agentes autônomos, pelas bolsas de valores, pelas entidades de mercado de balcão organizado, pelas corretoras de valores mobiliários e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários[280].

O relacionamento entre ofertante, de um lado, e instituições intermediárias, de outro lado, é formalizado por meio de contrato de distribuição de valores mobiliários, que deverá especificar as espécies de remuneração devidas pelo ofertante, assim como toda e qualquer outra contrapartida a ser paga, ainda que indiretamente, aos intermediários, devendo também, se for o caso, indicar a política de desconto ou de repasse concedida aos investidores, e suportada pelas instituições intermediárias[281].

Com o objetivo de ser transparente com os investidores a respeito de situações de potencial conflito de interesses, na hipótese de existência de vinculação societária, direta ou indireta, entre o ofertante e a instituição líder da distribuição, ou entre seus respectivos controladores, tal fato deverá ser informado com destaque no prospecto. Da mesma forma, deverão ser divulgadas eventuais operações existentes entre o ofertante ou o emissor e as instituições intermediárias participantes da oferta, tais como empréstimos, investimentos e outras relações eventualmente existentes, inclusive com instituições financeiras que tenham vínculo societário com as instituições intermediárias[282].

As instituições intermediárias podem se reunir sob a forma de consórcio para a finalidade de distribuir os valores mobiliários aos investidores e/ou de garantir a sua subscrição. A disciplina do consórcio deverá estar inserida no contrato de distribuição, instrumento no qual também deverá estar prevista a outorga de poderes de representação das

---

[280] Lei 6.385/1976. "*Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores. V - entidades de mercado de balcão organizado; VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.*".

[281] Art. 33 da Instrução CVM 400/03. Além disso, o contrato de distribuição deverá conter determinadas cláusulas mínimas, previstas em anexo à Instrução CVM 400/03.

[282] Após o início da oferta pública, o contrato de distribuição somente poderá ser alterado com a prévia aprovação da CVM, e somente no que se refere a: (a) remuneração paga pelo ofertante; (b) procedimento de distribuição; (c) alteração das condições de distribuição, no que se refira à emissora ou ao ofertante; (d) exclusão ou redução da garantia firme contratada; e (e) exclusão ou substituições de instituições intermediárias (art. 35 da Instrução CVM 400/03).

consorciadas ao líder da distribuição e, se for o caso, as condições e os limites das obrigações assumidas por cada instituição participante do consórcio[283].

As instituições intermediárias são geralmente contratadas pelo ofertante para a colocação dos valores mobiliários junto aos investidores por meio de três principais diferentes regimes[284]:

(a) Regime de colocação firme: as instituições intermediárias assumem o compromisso de subscrição ou compra da totalidade dos valores mobiliários, para posterior revenda ao público investidor;

(b) Regime de colocação de melhores esforços: as instituições intermediárias não assumem qualquer compromisso de subscrição ou compra dos valores mobiliários oferecidos, mas apenas garantem que empenharão os seus melhores esforços para fazer com que a maior quantidade possível de valores mobiliários venha a ser vendida; e

(c) Regime de colocação firme de sobras: as instituições intermediárias assumem o compromisso de subscrição ou compra dos valores mobiliários (i) que não tiverem sido subscritos pelos atuais acionistas ou (ii) que não tiverem sido subscritas pelos investidores abordados, durante o procedimento de distribuição pública podendo, neste caso, ser estabelecido um limite de volume de sobras ser adquirido.

Ao exigir a utilização de instituições intermediárias que obrigatoriamente façam parte do sistema de distribuição para oferecer publicamente valores mobiliários, a legislação busca assegurar que todos os envolvidos na cadeia de distribuição estejam sujeitos à supervisão estatal, assegurando, assim, e pelo menos em teoria, maior proteção ao público investidor.

[283] Art. 34 da Instrução CVM 400/03.
[284] WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade do Underwriter pela Veracidade das Informações em uma Emissão Pública.* In: *Revista da CVM*, vol. 2, n.º 5, maio/agosto 1984, p. 56.

Isso porque às instituições intermediárias são impostos ônus e deveres para assegurar que as informações apresentadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, inclusive mediante a previsão de responsabilidade civil e administrativa por eventuais danos e prejuízos causados aos investidores por quebra de deveres fiduciários[285].

O regime de responsabilidades imposto sobre as instituições intermediarias é, assim, ao lado do regime de registro obrigatório do emissor e da oferta pública de distribuição, mais uma das medidas utilizadas pela regulação do mercado de capitais para garantir que a política de ampla divulgação de informações possa ser alcançada na maior extensão possível.

O interesse da regulação nas instituições intermediárias decorre de sua atuação como agente intermediário e aproximador do público investidor com o emissor ou ofertante, mas também, e principalmente, em razão do fato de que os investidores confiam nas instituições intermediárias e acreditam que a sua participação em ofertas públicas revela ao mercado a seriedade e a regularidade da operação que se está pretendendo realizar[286].

Ainda que se possa afirmar que o risco de perda reputacional já seria incentivo suficiente para evitar que as instituições intermediárias desempenham de maneira insatisfatório suas obrigações ou venham a realizar operações em situação de conflito de interesses sem a devida divulgação ao mercado[287], a regulação brasileira preferiu seguir pelo caminho de impor regras claras e objetivas a serem seguidas, com a previsão de sanções em caso de eventuais descumprimentos.

Às instituições intermediárias cabe, por exemplo, assegurar que os investidores recebem tratamento justo e equitativo durante a oferta pública[288]; identificar e cadastrar os clientes, assim como comunicar operações suspeitas de crime de "lavagem" ou ocultação de

---

[285] Conforme artigo 56-A da Instrução CVM 400/2003.

[286] As instituições intermediárias seriam responsáveis, nesse passo, por imprimir uma "chancela" nas ofertas públicas e em suas informações. "[...] *o líder do consórcio bancário dá credibilidade à transação e que a sua simples presença leva os subscritores de ações ou adquirentes de debêntures a presumir a exatidão dos dados em que fundamentam a sua decisão de investir* [...]". WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade do Underwriter pela Veracidade das Informações em uma Emissão Pública.* In: Revista da CVM, vol. 2, n.º 5, maio/agosto 1984, p. 59.

[287] A esse respeito, vide item 4.3 do Capítulo I da Parte I.

[288] Art. 33, §3º, I, da Instrução CVM 400/2003.

bens, direitos e valores[289]; e confirmar que o investimento se adequa ao perfil de risco dos investidores[290].

Na verificação da "*consistência, qualidade e suficiência*" das informações constantes no prospecto[291], a instituição intermediária líder da distribuição deverá atuar ativamente, de acordo com os mais elevados padrões de diligência, e adotar todas as medidas que estejam a sua disposição para atestar que nada está sendo omitida ou transmitido de forma equivocada para o público investidor, respondendo pela falta de diligência ou omissão[292].

A *contrario sensu*, em casos expressamente previstos na regulação ou autorizados pela CVM, quando, pelas próprias características, tais como modo de colocação da oferta, valor da oferta e público destinatário (investidores qualificados), a tutela estatal mostrar-se dispensável, a oferta poderá ser realizada sem a intervenção das instituições intermediárias que fazem parte do sistema de distribuição.

Entre outros exemplos, é comum a dispensa da contratação de instituição intermediária em ofertas públicas de distribuição de cotas de investimento em *condohotel*[293]. Nessa hipótese, e considerando que o prazo da oferta de *condohotel* também é muitas vezes por tempo indeterminado, a CVM entende que a manutenção da contratação de uma instituição intermediária seria excessivamente onerosa, sendo suficiente a utilização de corretores de imóveis, por exemplo, e a verificação de que a oferta conta com outras garantias para o investidor, como a constituição de patrimônio em separado do incorporador no caso de construção de empreendimentos imobiliários.

Em outros casos, ainda que a oferta esteja automaticamente dispensada de registro na CVM, como é o caso das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos, objeto de análise específica no Capítulo V da Parte II dessa dissertação, a manutenção da

[289] Instrução CVM 301/1999.
[290] Conforme artigo 33, §3º, da Instrução CVM 400/2003.
[291] Art. 37, VII, da Instrução CVM 400/2003.
[292] Art. 56, §1º da Instrução CVM 400/2003
[293] Entre outros, vide Processo CVM RJ2014/1503, julgado em 30/04/2014; Processo CVM RJ2014/6342, julgado em 12/08/2014; Processo CVM RJ 2014/5323, julgado em 02/09/2014; e PROC. SEI 19957.006485/2016-40, julgado em 21/02/2017. A própria Deliberação CVM 734/2015 prevê que nas ofertas públicas de *condohotel* a contratação de instituição intermediária pode ser dispensada.

obrigatoriedade de participação de instituição intermediária na oferta se justifica por sua atuação como *gatekeeper* das obrigações impostas pela CVM, notadamente no que diz respeito às restrições de acesso ao produto a determinados investidores sofisticados.

* * *

CAPÍTULO III. REGIME GERAL DE REGISTRO OBRIGATÓRIO DE OFERTAS PÚBLICAS

Este Capítulo III, e os demais que se seguem até a conclusão dessa dissertação, tem por objeto analisar criticamente e relacionar determinados requisitos ou etapas do procedimento de registro ou de dispensa de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários da regulação brasileira com a política de ampla divulgação de informações debatida na Parte I.

Por essa razão, não faz parte do escopo da análise que se pretende realizar a seguir esmiuçar e esgotar todos os detalhes e particularidades dos procedimentos de realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários previstos nas normas editada pela CVM sobre o assunto.

A forma de abordagem escolhida é outra e tem por finalidade identificar, nos requisitos e regras criadas pela autarquia, o racional a partir do qual o sistema de regulação de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários brasileiro foi amoldado, como a política de ampla divulgação de informações está refletida em termos práticos e de que forma a CVM tem exercido as suas atribuições e competências legais.

Nesse sentido, a descrição de eventuais regras, procedimentos e particularidades do registro da oferta pública será utilizado principalmente como instrumento para discussão da racionalidade da estrutura de organização de hipóteses de registro obrigatório, de simplificação ou dispensa de requisitos do registro e da própria dispensa de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Por se tratar das normas gerais que disciplinam ofertas públicas de distribuição de diferentes tipos de valores mobiliários, o exame da Instrução CVM 400/2003 (ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários em geral) e da Instrução CVM 476/2009 (ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos de distribuição) terá um viés descritivo mais acentuado, o que se justifica pela necessidade de compreender as bases sobre as quais a regulação foi erguida para, em

seguida, analisar suas variações e, quando for o caso, criticar a estruturação do sistema como um todo.

Assim, a primeira instrução normativa a ser revisitada é justamente a Instrução CVM 400/2003, objeto de estudo dos próximos itens.

Atualmente, a Instrução CVM 400/2003 representa o conjunto de regras, requisitos e procedimentos gerais criado pela CVM para disciplinar a realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no Brasil, no mercado primário ou secundário, independentemente do tipo de valor mobiliário a ser oferecido ao público investidor.

Por essa razão, o esquema de sistematização das instruções normativas proposto nessa dissertação coloca a Instrução CVM 400/2003 como o arcabouço regulatório responsável por disciplinar o regime geral de de registro obrigatório das ofertas públicas de distribuição.

Isso não significa, entretanto, que a Instrução CVM 400/2003 seja a única regrar a cuidar de hipóteses de registro de oferta pública de distribuição.

Na verdade, a instrução é apenas a norma geral, mas existe quase outras duas dezenas de regras que tratam de aspectos específicos do registro de ofertas públicas de determinados tipos de valores mobiliários.

Tais regras específicas podem alterar e promover variações aos requisitos e procedimentos da Instrução CVM 400/2003, hipótese em que a Instrução CVM 400/2003 continuará a ser aplicado, com as modificações aplicáveis a depender do tipo de valor mobiliário oferecido, ou podem também repelir e afastar por completo a Instrução CVM 400/2003, caso em que o procedimento de registro será aquele especial previsto na instrução em questão, e não o procedimento de registro geral da Instrução CVM 400/2003[294].

Além da Instrução CVM 400/2003, a Instrução CVM 476/2009 constitui a outra norma de caráter geral editada pela CVM com o objetivo de regular ofertas públicas de

[294] No caso das ofertas públicas de distribuição de COE e de valores mobiliários de emissão de sociedades de pequeno porte, as Instruções CVM 569/2015 e 588/2017 expressamente afastam a Instrução CVM 400/2003.

distribuição de valores mobiliários, neste caso apenas das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos destinadas exclusivamente a investidores profissionais.

1. Regime geral de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários: a Instrução CVM 400/2003

Com o objetivo de examinar as regras da Instrução CVM 400/2003 de forma sistematizada, utilizou-se como critério organizador da norma as três principais etapas do procedimento de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, quais sejam: (a) da preparação até o protocolo do pedido de registro da oferta; (b) análise e processamento do pedido de registro da oferta pela CVM; e (c) do registro à liquidação da oferta.

Antes, contudo, de passar para a discussão das principais características do procedimento de registro de distribuição da Instrução CVM 400/2003, é importante pontuar alguns aspectos gerais da norma.

O primeiro deles é que a instrução, em princípio, se aplica a todas as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, independentemente do tipo de mobiliário ou do público-alvo destinatário, conforme ressaltado acima. A norma apenas não se aplicará nas hipóteses em que as instruções normativas que formam o regime especial das ofertas públicas assim expressamente disporem de forma diversa, e em determinados casos específicos previstos na própria Instrução CVM 400/2003[295].

O segundo é que salvo nos casos de dispensa automática de registro expressamente previstos na norma ou deferidos pela autarquia a pedido do interessado, toda e qualquer oferta pública realizada com base na Instrução CVM 400/2003 deve ser registrada na autarquia.

[295] "*Art. 60.* [...] *Parágrafo único. A presente Instrução aplica-se a toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários, salvo, quando houver regulação específica, nas disposições relativas a: I - Prospecto e seu conteúdo; II - documentos e informações que deverão instruir os pedidos de registro; III - prazos para a obtenção do registro; IV - prazo para concluir a distribuição; e V – hipóteses de dispensas específicas.*".

Por fim, e salvo quando a autarquia expressamente dispensar esse requisito igualmente a partir da solicitação da parte interessada, é necessário que as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários sejam realizadas com a participação de uma instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Como discutido nos itens anteriores, a regulação impõe uma série de responsabilidades e obrigações a esses agentes, inclusive como parte da administração da política de ampla divulgação de informações, razão pela qual a instrução obriga a sua participação nos esforços de distribuição.

Feitos esses esclarecimentos iniciais, passamos a seguir a analisar os principais aspectos da norma.

1.1 Etapa 1: da preparação até o protocolo do pedido de registro da oferta

A primeira etapa para a realização de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários consiste na preparação, levantamento de informações e documentos e organização do material do pedido de registro. Tem início com as tratativas entre emissor, ofertante e instituições intermediarias em torno do contrato de distribuição e se encerra com o protocolo, na CVM, do requerimento de registro da oferta.

1.1.1 Prospecto da oferta

O prospecto é o documento elaborado em conjunto pelo ofertante e pela instituição líder da distribuição que contém, na visão do órgão regulador, todas as informações necessárias para que os investidores possam tomar sua decisão de investimento de forma consciente, racional e refletida.

A atual forma dos prospectos das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no Brasil foi inspirada no modelo de *shelf registration system* sugerido pela IOSCO[296], a partir do qual existem dois principais documentos nas ofertas públicas:

[296] Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration System, Março de 2001.

(a) o *shelf document* ou formulário de referência, conforme assim denominado pela Instrução 480/2009. O *shelf document* contém informações referentes ao emissor, incluindo atividades, fatores de risco, estrutura de administração, estrutura de capital, dados financeiros, valores mobiliários emitidos, operações com partes relacionadas, entre outros, que deve ser arquivado no órgão regulador e ser periodicamente atualizado; e

(b) o *offering note*, que complementa o *shelf document* e contém informações sobre o valor mobiliário ofertado, as características e condições da oferta. O *shelf document* e o *offering note* fornecem as informações convencionalmente exigidas nos prospectos de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Como resultado dessa técnica de regulação, os prospectos atuais exigem que todas as informações sobre o emissor sejam aquelas dispostas do formulário de referência, que devem ser incorporadas pela inclusão física no prospecto ou pela referência ao endereço eletrônico no qual o formulário de referência poderia ser encontrado.

É possível afirmar, assim, que o prospecto corporifica, em um único repositório documental, todas as exigências que o órgão regulador entende que devem ser satisfeitas para dar cumprimento à política de ampla divulgação de informações que norteia a regulação[297].

No caso do direito brasileiro, o conteúdo do prospecto está indicado em detalhes nos anexos da Instrução CVM 400/2003 e nas demais instruções normativas que cuidam do tema, variando a depender das características da operação, do tipo de valor mobiliário ofertado e do público investidor-alvo da oferta.

[297] É essa a importância dada ao prospecto pela "Diretiva dos Prospectos da União Europeia: "*A prestação de informação que, de acordo com a natureza do emitente e dos valores mobiliários, é necessária para que os investidores possam tomar uma decisão de investimento informada, assegura, juntamente com as regras de conduta, a proteção dos investidores. Além disso, tal informação representa um meio eficaz para reforçar a confiança nos valores mobiliários, contribuindo assim para o bom funcionamento e desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários. Essa informação deverá ser prestada mediante a publicação de um prospeto*.". Item 7 dos Considerandos do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017.

Em termos gerais, o prospecto contempla dados e informações sobre a oferta e os valores mobiliários objeto da oferta, o ofertante, a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira, os terceiros garantidos de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta e o empreendimento ou os terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta[298].

Mais do que simplesmente apresentar uma série de informações e dados, o prospecto deve ser construído de forma que seja realmente útil para a formação da decisão de investimento por parte do investidor. Por isso a preocupação e a recorrente crítica de que o Estado tem se preocupado cada vez mais em exigir dos emissores a divulgação de informações, sem se acautelar de que os investidores conseguiram processá-las e adotar uma decisão racional[299].

O prospecto definitivo[300] deverá estar disponível para consulta pelos investidores na data da publicação do anúncio de início da distribuição da oferta pública, devendo ser publicado nas páginas da internet do emissor, do ofertante, da instituição intermediária líder e das consorciadas, se houver, das entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários onde os valores mobiliários do emissor sejam admitidos à negociação e da própria CVM[301].

Na hipótese de não utilização de prospecto preliminar ou no caso de o prospecto preliminar ter sido utilizado, mas as informações constantes do prospecto definitivo forem substancialmente diferentes daquelas indicadas no prospecto preliminar, o prospecto definitivo deverá ser disponibilizado aos investidores com pelo menos 5 dias úteis de antecedência do prazo inicial para aceitação da oferta.

---

298 Art. 39 da Instrução CVM 400/03.

299 Nesse sentido, por exemplo, é a previsão do considerando n.º 27 da Diretiva dos Prospectos da União Europeia: "*Do prospeto não deverão constar informações que não sejam relevantes ou específicas do emitente e dos valores mobiliários em causa, uma vez que tal situação poderá ocultar informações importantes para a decisão de investimento e comprometer assim a proteção dos investidores*.". Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14/06/2017.

300 A diferença entre o prospecto definitivo e o prospecto preliminar está em que o prospecto definitivo já foi examinado e autorizado para publicação pela CVM como uma versão final, enquanto o prospecto preliminar caracteriza-se por ser uma minuta ainda não revista ou apreciada pela autarquia.

301 Arts. 42 e 54-A da Instrução CVM 400/03.

Em outras palavras, a regulação entende que ao investidor deve ser assegurado o prazo mínimo de 5 dias úteis para conseguir analisar e processar as informações indicadas no prospecto, procurando, dessa forma, reduzir a pressão que pode vir a ser realizada pelas instituições intermediárias para a colocação dos valores mobiliários.

Tanto o prospecto preliminar quanto o prospecto definitivo observam os mesmos requisitos e exigências para serem elaborados e divulgados, ressalvado que, em se tratando de prospecto preliminar, a sua condição de minuta sujeita a alterações em razão de exigências da CVM deve estar clara para o público investidor que tenha acesso ao material[302].

Na hipótese de oferta pública de distribuição em mercado secundário e em que ofertante e emissor não são a mesma pessoa, o emissor é obrigado a colaborar e fornecer ao ofertante os documentos e as informações necessárias para a elaboração do prospecto. O trabalho do emissor para coletar, elaborar, preparar e entregar informações ou documentos adicionais àqueles que periodicamente já fornece ao mercado deve ser devidamente remunerado pelo ofertante[303].

Caso o ofertante tenha interesse em utilizar material publicitário[304] para divulgar a oferta pública, deverá solicitar a aprovação prévia da CVM. Em qualquer hipótese, a divulgação de material publicitário somente poderá ser feita após a apresentação do prospecto preliminar[305].

---

[302] Art. 46 da Instrução CVM 400/03. Na hipótese de utilização de prospecto preliminar, o líder da distribuição deverá publicar aviso a esse respeito, antes da publicação do anúncio de início da distribuição, contendo, pelo menos: (a) indicação da data do protocolo do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários na CVM; (b) indicação de local para obtenção do prospecto preliminar; (c) indicação das datas estimadas e locais de divulgação da oferta pública de distribuição; (d) referência às condições para se efetuar reservas para subscrição ou aquisição de valores mobiliários, se for o caso; (e) informações sobre a realização de coletas de intenção de investimento, se houver; e (f) indicação dos meios de comunicação por intermédio dos quais o anúncio de início da distribuição e o anúncio de encerramento da distribuição serão divulgados (cf. art. 53 da Instrução CVM 400/03).

[303] Art. 47 da Instrução CVM 400/03.

[304] Não caracteriza material publicitário a utilização de documentos de suporte e apresentação oferecidos a investidores, desde que tenham sido encaminhados à CVM previamente à sua circularização (cf. art. 50, §5º da Instrução CVM 400/03).

[305] Art. 50, caput da Instrução CVM 400/03. Se, por outro lado, o ofertante tiver interesse em utilizar material promocional com o objetivo de realizar apenas uma campanha educativa do público alvo, em distribuições destinadas a investidores que não estejam acostumados com o funcionamento do mercado de capitais, o material poderá ser divulgado após a aprovação da CVM e sem a necessidade de aguardar a publicação do prospecto preliminar (cf. art. 51 da Instrução CVM 400/03).

1.1.2 Consulta a potenciais investidores antes do início da oferta (*pilot fishing*)

Antes do início do procedimento de registro de oferta pública de distribuição, é facultado ao ofertante e à instituição líder da distribuição, caso já tenha sido contratada, consultar potenciais investidores com o objetivo de apurar a viabilidade ou o interesse em eventual oferta pública.

A consulta não pode exceder 50 investidores e não poderá vincular as partes, sob pena de caracterizar distribuição irregular, sendo, por conseguinte, vedada a realização ou aceitação de ofertas e reservas, assim como o pagamento de quaisquer valores, bens ou direitos de parte a parte durante esse período[306].

Na constância do processo de consulta sobre a viabilidade da oferta, o ofertante e a instituição líder são obrigados a manter lista com nome, data e hora em que os potenciais investidores foram abordados, assim como sua resposta quanto à consulta. Da mesma forma, o ofertante e a instituição líder devem ser diligentes e adotar todas as medidas necessárias para que a consulta permaneça em sigilo até que a oferta seja regularmente divulgada ao mercado. Por isso, nenhum esforço de distribuição poderá ser realizado nessa etapa.

A importância da consulta de investimentos reside na oportunidade de o ofertante verificar qual é o caminho mais apropriado para ter êxito na captação de recursos que pretende empreender, evitando, assim, o desnecessário dispêndio de recursos, tempo e energia que seriam gastos caso fosse iniciada oferta pública de valores mobiliários em relação aos quais o mercado não se interessa.

1.1.3 Divulgação da decisão de realização da oferta pública

A Instrução CVM 358/2002 dispõe a respeito da divulgação de informações sobre ato ou fato relevante e também a respeito da divulgação de informações em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

---

306 Art. 43 da Instrução CVM 400/03.

A esse respeito, o art. 9º determina que o ofertante deve divulgar ao mercado, imediatamente após deliberar a realização de oferta pública que dependa de prévio registro na CVM, informações sobre o volume de valores mobiliários a ser ofertado, o preço, as condições de pagamento e demais condições a que estiver sujeita a oferta.

O § 3º, do mesmo art. 9º, entretanto, limita a obrigação de divulgação de aviso de fato relevante às hipóteses em que a oferta pública de distribuição que se pretenda realizar possa influir de modo ponderável (a) na cotação dos valores mobiliários de emissão da emissora ou a eles referenciados, (b) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter os valores mobiliário da emissora e (c) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia emissora ou a eles referenciados.

Quando assim se fizer necessária, a publicação de aviso de fato relevante se soma aos demais comunicados públicos exigidos pela Instrução CVM 400/2003 no âmbito do procedimento das ofertas públicas de distribuição, entre os quais se destacam o anúncio de início da distribuição e o anúncio de encerramento da distribuição.

1.2 Etapa 2: análise e processamento do pedido de registro da oferta

A etapa de análise e processamento do pedido de registro da oferta se inicia com o protocolo, na CVM, do pedido de registro da oferta e se encerra com o recebimento da decisão a respeito do seu deferimento.

1.2.1 Processamento do pedido de registro da oferta

O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deverá ser formulado pelos acionistas controladores ou pelo ofertante, conforme o caso, em conjunto com a instituição líder da distribuição, e deverá ser instruído com os documentos e informações indicados no Anexo II[307] da instrução, em formato de minuta, preliminar ou final, conforme dispõe o art. 7º.

[307] A lista é formado pelos seguintes documentos e informações: (a) contrato de distribuição; (b) contrato de estabilização de preços e/ou de garantia de liquidez, se houver; (c) outros contratos relativos à emissão ou

No caso de ofertas públicas de emissor em fase pré-operacional ou em fase de constituição ou cujos recursos captados sejam destinados a investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pelo emissor, o pedido de registro deverá ser acompanhado também por estudo de viabilidade econômico-financeira[308].

Após o protocolo do pedido de registro, o art. 8º e seguintes da Instrução CVM 400/2003 dispõem a respeito do procedimento e da sequência de prazos que devem ser observados, tanto pela CVM, quanto pelo ofertante e pela instituição líder da distribuição[309].

---

subscrição, inclusive no que diz respeito à distribuição de lote suplementar, se houver; (d) modelo de boletim de subscrição ou recibo de aquisição; (e) minuta do prospecto definitivo ou exemplar do prospecto preliminar e, quando disponível, um exemplar da versão final do prospecto definitivo; (f) cópia do ato societário do ofertante em que tiver sido aprovada a distribuição pública de valores mobiliários, com todos os documentos que serviram de base para a deliberação; (g) minuta do anúncio de início de distribuição; (h) minuta do anúncio de encerramento de distribuição; (ix) modelo do certificado de valores mobiliários ou cópia do contrato com instituição prestadora de serviço de valores mobiliários escriturais, se for o caso; (x) cópia da nota promissória, se for o caso; (xi) escritura de emissão de debêntures e do relatório emitido por agência classificadora de risco, se houver; (xii) declaração de que o registro de companhia aberta está atualizado perante a CVM, se for o caso; (xiii) prova de cumprimento de todas as demais formalidades prévias em virtude de exigências legais ou regulamentares para a distribuição ou emissão dos valores mobiliários, que não decorram desta Instrução CVM 400/03; (xiv) comprovante de pagamento da taxa de fiscalização da CVM; (xv) declaração, assinada pelo ofertante e pela instituição líder, de que o prospecto contém as informações relevantes necessárias ao conhecimento pelos investidores da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da emissora, suas atividades, situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes, bem como que o prospecto foi elaborado de acordo com as normas pertinentes; (xvi) declaração da bolsa de valores ou da entidade administradora do mercado de balcão organizado informando a respeito do deferimento do pedido de admissão à negociação do valor mobiliário, se for o caso; (xvii) indicação dos meios de comunicação utilizados para divulgação do anúncio de início de distribuição; (xviii) declaração assinada pelo diretor de relações com investidores da companhia emissora confirmando que a companhia emissora atende aos requisitos para a realização de oferta pública de distribuição vinculada a programa de distribuição, se for o caso; e (xix) indicação da intenção de realizar coleta de intenções de investimento, se for o caso.

[308] Art. 32 da Instrução CVM 400/03.

[309] Depois da apresentação do pedido de registro, a CVM terá até 20 dias úteis para se manifestar. Caso não se manifeste, o registro será automaticamente concedido. O prazo da CVM só começa a fluir após a apresentação de todos os documentos e informações exigidos pela Instrução CVM 400/2003 e demais normas especiais, se for o caso, exceto no caso de pedido de registro acompanhado de pedido de dispensa de requisitos do registro, hipótese em que o prazo de 20 dias úteis começará a fluir invariavelmente a partir do protocolo. O prazo de 20 dias úteis poderá ser interrompido uma única vez pela CVM, para solicitação de documentos, alterações e informações adicionais relativas ao pedido de registro da oferta e à atualização de informações relativas ao registro de companhia aberta, solicitação essa que deverá ser formulada em ato único e conjunto por todas as áreas da CVM que devam se manifestar na ocasião (cf. art. 9º da Instrução CVM 400/03). Na hipótese de formulação de exigências, o ofertante terá o prazo de 40 dias úteis, prorrogável por até mais 20 dias úteis, para apresentação de todos os documentos e informações solicitadas pela CVM (cf. art. 9º, §1º e §2º, da Instrução CVM 400/03). A CVM, por sua vez, terá o prazo de até 10 dias úteis ou 20 dias úteis, este último apenas caso também tenham sido realizadas alterações em documentos e informações que não decorram do cumprimento de exigências, para analisar o pedido de registro da oferta de distribuição, que será automaticamente deferido se não houver resposta da CVM em tais prazos (cf. art. 9º, §4º e §5º, da Instrução CVM 400/03). O art. 10 da Instrução CVM 400/2003 também confere poderes à CVM para interromper, uma única vez, a pedido do líder da distribuição e do ofertante, a análise do pedido de registro por até 60 dias úteis, após o que recomeçarão a fluir os prazos de análise integralmente, como se novo pedido de registro tivesse sido apresentado à CVM, independentemente da fase em que se encontrava a análise.

Caso o ofertante tenha interesse em realizar a oferta em mais de uma jurisdição e desde que exista acordo entre a CVM e a autoridade reguladora no exterior para troca de informações e tratamento confidencial equivalente, a CVM poderá observar o procedimento de análise preliminar confidencial[310].

O pedido de registro da oferta pública poderá ser indeferido pela área técnica da CVM em caso de inviabilidade ou temeridade do empreendimento ou inidoneidade dos fundadores, quando se tratar de constituição de companhia, ou não cumprimento de forma tempestiva das exigências apresentadas pela CVM[311]. Contra a decisão da área técnica, cabe recurso ao colegiado da CVM, na forma da Deliberação CVM 463/03.

A CVM também não deferirá o pedido de registro de oferta pública, exceto nos casos de ofertas públicas de fundos de investimento ou de ofertas que façam parte de programas de distribuição contínua, no interregno de tempo que se inicia no 16º dia que antecede qualquer divulgação de informações periódicas do emissor e se encerra na data de sua efetiva divulgação[312].

Em se tratando de ofertas públicas de distribuição secundária, de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados organizados, o deferimento do pedido de registro estará condicionado, ademais, à comprovação do bloqueio dos valores mobiliários ofertados, emitido pela instituição custodiante, com validade até o encerramento do prazo da oferta[313].

Com efeito, por mais que os esforços de venda sejam realizados fora do ambiente de bolsa ou de mercado de balcão organizado, é necessário garantir que os valores mobiliários sobre os quais a oferta recaí realmente existem e estão devidamente escriturados e depositados em central depositária.

---

[310] Art. 57 da Instrução CVM 400/03. O objetivo da regra é evitar que os investidores brasileiros venham a ser prejudicados casa haja divulgação de informações em mercados externos. Tanto é assim que o tratamento confidencial deverá cessar imediatamente caso a operação se torne pública nos outros mercados ou caso ocorra o vazamento de informações sobre a oferta no Brasil (cf. art. 57, §6º da Instrução CVM 400/03).

[311] Art. 16 da Instrução CVM 400/03. A respeito das críticas à utilização, pela regulação, de termos abertos como "inviabilidade", "temeridade" ou "inidoneidade", vide item 3 do Capítulo II da Parte II dessa dissertação.

[312] Art. 14, §4º da Instrução CVM 400/03.

[313] Art. 14, §3º da Instrução CVM 400/03.

1.2.2 Lote adicional (*hot issue*) e lote suplementar (*green shoe*)

Independentemente de prévia solicitação à CVM, justificativa ou modificação dos termos da oferta, ao ofertante é facultado o direito de aumentar a quantidade de valores mobiliários inicialmente prevista na oferta em até 20%[314], o que se denomina de lote adicional ou "*hot issue*".

Adicionalmente, o ofertante poderá outorgar à instituição intermediária líder da distribuição uma opção de distribuição de lote suplementar de valores mobiliários[315] (ou "*green shoe*" no jargão do mercado[316]). Quando da instrução do pedido de registro, caso haja interesse na distribuição de lote suplementar, o ofertante e a instituição líder deverão apresentar requerimento específico à CVM a esse respeito.

O lote suplementar, que não poderá ultrapassar 15% da quantidade inicialmente ofertada, somente poderá ser distribuído pela instituição intermediária se houver procura pelos valores mobiliários que assim justifique a sua utilização. Os valores mobiliários objeto do lote suplementar deverão ter as mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados fora do lote suplementar.

Somados, *hot issue* e *green shoe* permitem aumentar o volume total de valores mobiliários ofertados em até 35% da quantidade inicialmente oferecida.

Em estudo divulgado em novembro de 2017, a Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos da CVM esclareceu as diferenças entre o lote adicional e o lote suplementar. Enquanto o lote adicional tem a função de dar vazão a uma demanda pelos valores mobiliários que não havia sido previsto originalmente, o lote suplementar funciona como um direito da instituição intermediária líder de assumir, em relação ao mercado

---

314 Art. 14, §2º da Instrução CVM 400/03.
315 Art. 24 da Instrução CVM 400/03.
316 O nome *green shoe* passou a ser adotado depois que a empresa norte-americana Green Shoe Manufacturing Company, fundada em 1919, incluiu tal disposição em seu contrato de distribuição e outorgou, pela primeira vez, esse tipo de opção em uma oferta pública de distribuição de ações. CAPITAL ABERTO. *Guia para abertura de capital*, 2013.

primário, uma posição a descoberto, podendo vender mais valores mobiliários do que foram emitidos porque se encontra resguardada por uma opção de compra de lote suplementar[317].

Dessa forma, enquanto no lote complementar o intermediário requer a entrega imediata pelo emissor dos valores mobiliários para transferência aos investidores, no lote suplementar a entrega não é nem imediata, nem obrigatória, haja vista que o intermediário poderá ir a mercado e adquirir, por meio de negociação em bolsa ou em mercado de balcão organizado, os valores mobiliários de que necessita para transferir às contrapartes compradores das transações que vier a realizar durante o período da oferta, dispensando, se assim desejar, o exercício da opção de lote suplementar.

1.2.3 Coleta de intenções de investimentos (*bookbuilding*)

Após o protocolo do pedido de registro, e desde que tenha sido divulgado prospecto preliminar aos investidores, o ofertante poderá iniciar os procedimentos de coleta de intenções de investimento (também chamado de *bookbuilding*), com ou sem o recebimento de reservas[318].

O recebimento de reservas só é permitido se, além de ter sido requerido no pedido de registro de distribuição, for objeto de divulgação específica no prospecto preliminar e definitivo[319].

As reservas serão realizadas em conformidade com o que estiver previsto no prospecto, sendo possível, inclusive, o depósito do montante reservado em dinheiro. Nesse caso, os valores em dinheiro deverão ser transferidos para uma conta bloqueada, remunerada ou não, cuja movimentação ficará sob a responsabilidade da instituição líder da distribuição.

No momento da realização da reserva, o investidor poderá condicionar sua confirmação de investimento ao estabelecimento de um preço máximo para subscrição e taxa

[317] No Brasil, a opção de compra de lote suplementar é operacionalizada na maioria das vezes por meio de um contrato de empréstimo entre o ofertante e a instituição intermediária. *Operações de estabilização e lote suplementar no âmbito de ofertas com esforços restritos*, Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) da CVM, publicado em novembro de 2017 e disponível na página eletrônica da autarquia.
[318] Art. 14 da Instrução CVM 400/03.
[319] Art. 45 da Instrução CVM 400/03.

de juros mínima de remuneração em contrapartida ao período em que os recursos permaneceram bloqueados.

Ainda que o prospecto seja silente a esse respeito, na hipótese de alteração relevante entre as informações constantes no prospecto preliminar e no prospecto definitivo, que altere substancialmente o risco assumido pelo investidor ou sua decisão de investimento, será facultado ao investidor desistir do pedido de reserva, sem qualquer ônus ou penalidade, sendo lhe assegurado a devolução de todos os valores, bens e ativos transferidos quando da realização do pedido de reserva[320].

1.3 Etapa 3: do registro à liquidação da oferta

A terceira e última etapa consiste na realização e liquidação da oferta, o que se inicia com o recebimento da decisão a respeito do deferimento pela CVM do registro da oferta e se encerra com a publicação do anúncio de encerramento da oferta.

A efetiva subscrição ou aquisição de valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição somente poderá ocorrer após, cumulativamente, a obtenção do registro na CVM, a publicação do anúncio de início de distribuição e a disponibilização do prospecto definitivo para os investidores[321].

O deferimento do pedido de registro da oferta pública de distribuição é comunicado pela CVM por meio de ofício endereçado ao líder da distribuição, com cópia para o ofertante, no qual constarão as principais características da distribuição registrada, conforme previsto no art. 14 da Instrução CVM 400/03.

No prazo de até 90 dias após a decisão que deferiu o registro, a oferta pública deverá ser iniciada, por meio da publicação pela instituição líder do anúncio de início de distribuição e do prospecto ou suplemento, conforme o caso, sob pena de caducidade do direito de realizar a oferta pública nos termos em que registrada pela CVM[322].

---

320 Art. 45, §4º da Instrução CVM 400/03.
321 Art. 54 da Instrução CVM 400/03.
322 Art. 17 da Instrução CVM 400/03.

Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários realizada nos termos da Instrução CVM 400/2003 deve observar prazo com tempo determinado para sua conclusão, que não será superior a 6 meses, contado da data da divulgação do anúncio de início de distribuição[323].

1.3.1 Alteração, modificação ou revogação da oferta

Uma vez divulgada, a oferta pública torna-se, em princípio, irrevogável. Pode, entretanto, ser revogada mediante prévia autorização da CVM, caso ocorra alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias existentes quando do momento da apresentação do pedido de registro e, adicionalmente, ocasione aumento significativo dos riscos assumidos pelo ofertante e inerentes à própria oferta[324]. A modificação da oferta para melhorá-la em favor dos investidores ou para renúncia de condições pelo ofertante é sempre permitida[325].

A irrevogabilidade da oferta pública de distribuição de valores mobiliários decorre de seu caráter obrigatoriamente temporário, o que não ocorre nas ofertas públicas de produtos ou mercadorias que não se qualificam como valores mobiliários. Por ser uma oferta com prazo de validade por tempo determinado, entende-se que o ofertante renuncia desde logo a seu direito de revogação[326].

Em caso de deferimento do pedido de revogação, independentemente da razão ou motivação, os investidores que transferiram recursos ou bens para o emissor ou para o ofertante terão direito à restituição integral.

Se a irrevogabilidade das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários é a regra, nada impede, por outro lado, que a oferta tenha sua eficácia sujeita à verificação de

---

[323] Art. 18 da Instrução CVM 400/2003. Conforme será examinado no Capitulo VI, para alguns tipos de valores mobiliários, como o CIC Hoteleiro, a CVM permite que a oferta se estenda por um prazo superior a 6 meses.

[324] Art. 25 da Instrução CVM 400/03. Ao comentar o regime de irrevogabilidade das ofertas públicas de valores mobiliários *vis à vis* das regras gerais do direito privado, Paulo Câmara afirma que "*o direito mobiliário, no tratamento que confere à oferta relativa a valores mobiliários, se demarca claramente do único ponto do regime civil sobre oferta ao público, ao declarar a oferta de valores mobiliários irrevogável, salvo o caso da alteração das circunstâncias.*". CÂMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários.* Coimbra: Almedina, 2009, p. 589

[325] §3º do art. 25 da Instrução CVM 400/03.

[326] CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações.* Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 28.

determinadas condições, desde que tais condições correspondam a um interesse legítimo do ofertante, não afetem o funcionamento normal do mercado e sua verificação não dependa da atuação direta ou indireta do ofertante e de pessoas a ele vinculadas[327].

Exemplos de condições a que as ofertas públicas de distribuição podem se sujeitar são a necessidade de que determinado número mínimo de valores mobiliários sejam alienados ou de que nenhum indicador financeiro relevante do mercado ou do segmento de atuação do emissor seja alterado de forma relevante e imprevisível (por exemplo, variação do dólar no período em percentual superior a determinado patamar ou declaração de moratória pelo governo brasileiro, entre outros).

A CVM também poderá, a qualquer tempo, suspender ou cancelar a oferta pública de distribuição que esteja sendo realizada em condições diversas das constantes do registro ou tenha sido havida por ilegal, contrária às regras da CVM ou fraudulenta, ainda que após obtido o respectivo registro[328].

O prazo de suspensão da oferta não superará 30 dias, período no qual a irregularidade identificada pela CVM deverá ser sanada pelos responsáveis. Caso o descumprimento não seja corrigido tempestivamente, a CVM deverá determinar a retirada da oferta e o cancelamento do seu respectivo registro, se houver[329]. A rescisão do contrato de distribuição também implica cancelamento do registro da oferta pública[330].

Os investidores deverão ser informados a respeito da suspensão e do cancelamento da oferta, assim como de qualquer modificação em seus termos, através de meios de divulgação com potencial de exposição ao menos iguais aos utilizados para a divulgação da oferta[331]. Na hipótese de suspensão ou modificação dos termos da oferta, os investidores poderão revogar a aceitação até o 5º dia útil após o recebimento de comunicação, sendo lhes, nesse caso, restituído integralmente os valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários adquiridos. Em caso de ausência de manifestação, presume-se o interesse em manter a declaração de aceitação. Da mesma forma, no caso de cancelamento, os

[327] Art. 22 da Instrução CVM 400/03.
[328] Art. 19 da Instrução CVM 400/03.
[329] §2º e §3º do art. 19 da Instrução CVM 400/03.
[330] §4º do art. 19 da Instrução CVM 400/03
[331] Art. 27 da Instrução CVM 400/03.

investidores farão jus a receber todos os valores, bens ou direitos anteriormente transferidos ao ofertante[332].

Na hipótese de serem verificadas, após o deferimento do pedido de registro, imprecisões ou mudanças significativas nas informações contidas no prospecto, que seja relevante para a decisão de investimento, o ofertante e a instituição líder deverão imediatamente suspender a distribuição, que deverá permanecer suspensa até a devida divulgação da informação ao público e da complementação ou ajuste do prospecto. As alterações ao prospecto deverão ser submetidas à análise prévia da CVM e as aceitações recebidas até o momento da suspensão poderão ser revogadas, devendo ser restituídos os recursos já transferidos pelos investidores[333].

Salvo nos casos de modificação da oferta ou de sua suspensão, em que é inafastável o direito dos investidores de revogarem a sua adesão à oferta, a aceitação da oferta somente poderá ser revogada se a hipótese reclamada pelo investidor estiver expressamente prevista e descrita no prospecto, na forma e nas condições definidas em tal documento[334].

1.3.2 Encerramento da oferta: distribuição total ou parcial

A oferta é considerada concluída quando da publicação de seu resultado, por meio da divulgação do anúncio de encerramento, o que deverá acontecer tão logo terminado o prazo da oferta ou imediatamente depois de ter sido concluído o processo de venda dos valores mobiliários, o que ocorrer primeiro[335].

É possível, todavia, que no curso do processo de coleta de intenções de investimento o ofertante consiga comercializar reservas sobre a totalidade dos valores mobiliários ofertados. Nesse caso, em vez da publicação do anúncio de início da oferta de distribuição de valores mobiliários, será permitido que o ofertante publique, em seu lugar, anúncio de distribuição e encerramento[336].

---

[332] Art. 20 da Instrução CVM 400/03.
[333] Art. 41 da Instrução CVM 400/03.
[334] Art. 28 da Instrução CVM 400/03.
[335] Art. 29 da Instrução CVM 400/03.
[336] §1º do art. 29 da Instrução CVM 400/03.

A oferta pública poderá ser considerada concluída mesmo que nem toda a totalidade dos valores mobiliários ofertada seja vendida ou ainda que o volume total de recursos pretendido para ser captado não seja alcançado. Para que isso seja possível, o ato societário que tiver aprovado a oferta pública de distribuição deverá dispor sobre o tratamento a ser dado no caso de não haver a distribuição total dos valores mobiliários ou a captação do montante total previsto, especificando, se for o caso, a quantidade mínima de valores mobiliários ou o montante mínimo de recursos com base nos quais a oferta pública será mantida[337].

Se a distribuição se realizar apenas parcialmente, sem que tenha havido autorização prévia dos órgãos societários do ofertante para a distribuição parcial, então os valores, bens ou direitos dados em contrapartida à aquisição dos valores mobiliários ofertados deverão ser integralmente restituídos aos investidores, na forma e na condição previstas no prospecto definitivo[338].

Caso seja permitida a distribuição parcial dos valores mobiliários objeto da oferta, o ofertante poderá, no ato da aceitação, condicionar sua adesão a que haja a distribuição da totalidade dos valores mobiliários ou de uma proporção ou quantidade mínima dos valores mobiliários originalmente objeto da oferta, definida a critério do investidor, mas que em nenhuma hipótese poderá ser inferior ao mínimo previsto pelo ofertante.

Em caso de distribuição parcial, a devolução dos valores investidos deverá ser realizada para os investidores que tiverem condicionado sua adesão à distribuição total dos valores mobiliários. Para os investidores que tiverem condicionado sua adesão à distribuição de proporção ou determinada quantidade mínima, deverá ser solicitado, no momento de aceitação, a indicação de se, uma vez verificada a condição, o investidor tem interesse em receber a totalidade dos valores mobiliários por ele subscritos ou quantidade proporcional ao volume de valores mobiliários efetivamente distribuído, presumindo-se, no caso de silêncio, que o investidor tem interesse na aquisição de todo o lote de valores mobiliários subscrito[339].

[337] Art. 30 da Instrução CVM 400/03.
[338] Art. 30 da Instrução CVM 400/03.
[339] Art. 31 da Instrução CVM 400/03.

CAPÍTULO IV. REGIME GERAL DE REGISTRO SIMPLIFICADO DE OFERTAS PÚBLICAS

Este Capítulo IV tem por objeto estudar as hipóteses que formam o denominado regime geral de simplificação de registro de ofertas públicas.

No regime geral de registro simplificado de ofertas públicas, não obstante a CVM tenha mantido a obrigatoriedade de registro de distribuição, determinadas dispensas de requisitos para o registro podem ser concedidas em razão de certas particularidades das ofertas públicas.

O regime de registro simplificado constitui, assim, o primeiro passo rumo ao grau máximo de flexibilização da regra de registro obrigatório das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, que é consubstanciado nas hipóteses de dispensa automática de registro.

Entre as possibilidades de simplificação, destacam-se as hipóteses de utilização de entidades conveniadas da CVM para acelerar a análise da solicitação de registro e os casos de registro automático de oferta pública previstos na Instrução CVM 400/2003, em que geralmente o emissor já está sujeito a um amplo regime de divulgação de informações.

Importante observar que a Instrução CVM 400/2003, o que se reflete nas demais normas que disciplinam aspectos específicos das ofertas públicas de distribuição, prevê hipóteses de "registro automático" e de "dispensa automática de registro", que não devem ser confundidas.

Nas hipóteses de registro automático, a oferta deve ser registrada, mas, em razão das particularidades da situação em que se apresenta, a regulação entende que o procedimento de registro pode ser simplificado ao máximo, com a redução dos prazos de análise, formulação de exigências e cumprimento de exigências. De toda a forma, a oferta continua sendo registrada, devendo observar, portanto, as regras gerais da Instrução CVM 400/2003, tais como obrigatoriedade de publicação de anúncio de início e encerramento, sujeição do início do procedimento de *bookbuilding* à divulgação do prospecto preliminar,

entre outros.

Por outro lado, quando a oferta pública é automaticamente dispensada de registro, as regras da Instrução CVM 400/2003 são afastadas em sua integralidade, devendo ser observadas eventuais obrigações de divulgação de informações ou reporte de dados previstas no bojo da hipótese de dispensa automática de registro em questão.

Nos próximos itens serão examinadas as situações em que a Instrução CVM 471/2008 e a Instrução CVM 400/2003 disciplinam o procedimento geral de registro simplificado de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Além das previsões contidas nessas normas, existem outras hipóteses em que o rito do registro pode ser simplificado, espalhadas ao longo das instruções normativas da CVM que tratam de aspectos específicos das ofertas públicas de determinados tipos de valores mobiliários. Tais casos serão objeto de estudo quando da análise do regime especial das ofertas públicas, que é tema do Capítulo VI da Parte II dessa dissertação.

1. Procedimento geral de registro simplificado de ofertas públicas: a Instrução CVM 471/2008

A Instrução CVM 471/2008 disciplina o procedimento geral de registro simplificado de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Nos termos da referida instrução, o procedimento de registro simplificado consiste em uma análise prévia realizada por entidades autoreguladoras conveniadas da CVM especificamente para esse propósito, responsáveis também por emitir um relatório técnico a respeito do atendimento ou não dos requisitos legais para o registro da oferta pública de distribuição.

Atualmente, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) é a única entidade autoreguladora conveniada da CVM para a análise

de solicitações de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários através do procedimento de análise simplificada[340].

Somente as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de companhias abertas, fundos de investimento ou companhias estrangeiras ou assemelhadas que sejam patrocinadoras de programas de certificado de depósito de valores mobiliários (BDR), todos devidamente registrados na CVM, podem ser objeto do procedimento de registro simplificado.

Em outras palavras, o procedimento de registro simplificado de distribuição somente pode ser utilizado por aqueles emissores que já estejam sujeitos ao registro de emissor na CVM e, por conseguinte, obrigados a cumprir o regime informacional previsto na Instrução CVM 480/2009.

Adicionalmente, mesmo quando o interessado for uma das entidades relacionadas acima, é vedada a utilização do procedimento de registro simplificado quando se tratar da primeira oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Nesse caso, como é a primeira vez em que o emissor passará a estar sujeito a um regime informacional de ampla divulgação de informações, a CVM entende que a sua competência não pode ser transferida a qualquer outra entidade.

Por outro lado, não há restrição na Instrução CVM 471/2008 relacionada aos tipos de valores mobiliários que podem ser ofertados por meio do rito do procedimento simplificado. Em princípio, portanto, qualquer valor mobiliário poderia ser objeto de oferta pública de distribuição registrada por meio do procedimento simplificado. A única limitação dessa natureza decorre da extensão dos convênios celebrados com a CVM pelas entidades autoreguladoras responsáveis pela análise prévia[341].

---

[340] O convênio com a ANBIMA foi celebrado originalmente em 20 de agosto de 2008, tendo sido objeto de 3 aditamentos, o ultimo em 16 de dezembro de 2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/ANBID2.pdf. Acesso em 20/11/2017.

[341] O convênio com a ANBIMA autoriza a entidade autoreguladora a analisar pedidos de registro de oferta pública de distribuição dos seguintes valores mobiliários: (a) debêntures; (b) notas promissórias; (c) ações de mesma classe e espécie de outras já admitidas à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado; (d) bônus de subscrição de mesma classe e espécie de outros já admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado; (e) certificados de depósito de ações de mesma classe e espécie de outros já admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado; (f) certificados de recebíveis imobiliários; (g) letras financeiras; e (h) cotas de fundo de investimento imobiliário.

O procedimento simplificado se assemelha ao procedimento comum de registro, sendo a principal diferença a circunstância de que o responsável pela análise prévia não é uma das áreas técnicas das CVM, e sim as entidades autoreguladoras conveniadas, além da perspectiva de redução dos prazos de análise, cumprimento de exigências e verificação de cumprimento de exigências, na fase em que o processo é encaminhado para exame pela CVM.

Dessa forma, quando da formulação do pedido de registro e de adoção do procedimento simplificado à entidade autoreguladora conveniada da CVM, o interessado deverá apresentar todos os documentos que devam acompanhar o pedido de registro da respectiva oferta de distribuição, de acordo com as regras da CVM aplicáveis, e tal qual lhe seria exigido no âmbito do procedimento ordinário[342]. Após a conclusão da análise prévia, é a entidade autoreguladora, e não o ofertante ou a instituição intermediária líder da distribuição, quem encaminha a solicitação de registro da oferta pública de distribuição, e a correspondente documentação, para a CVM[343].

Na mesma data em que protocolar o pedido de registro da oferta pública de distribuição na entidade autoreguladora, o interessado deverá divulgar ao mercado a realização do pedido, utilizando os mesmos canais de divulgação habitualmente utilizados pelo emissor para a divulgação de ato ou fato relevante[344].

Caso tenha interesse em realizar o procedimento de coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*), o interessado deverá apresentar a minuta do prospecto preliminar e aviso ao mercado a esse respeito, que deverão estar disponibilizados nos websites da entidade autoreguladora, do emissor, do ofertante, das instituições intermediárias, da CVM e da bolsa de valores ou entidade organizadora do mercado de balcão organizado no qual os valores mobiliários objeto da distribuição serão admitidos à negociação[345].

---

[342] Art. 3º da Instrução CVM 471/2008. O §2º prevê expressamente que a entidade autoreguladora não poderá facultar ou admitir a substituição de documentos, informações ou procedimentos obrigatórios impostos pelas regras da CVM.
[343] Art. 2º da Instrução CVM 471/2008.
[344] Art. 7º, *caput*, e Art. 7º, § 1º da Instrução CVM 471/2008.
[345] Art. 7º, § 3º e § 4º da Instrução CVM 471/2008.

Por fim, a Instrução CVM 471/2008 também prevê a possibilidade de conversão do procedimento simplificado em procedimento ordinário, o que poderá ser solicitado pelo interessado a qualquer tempo antes do deferimento ou indeferimento do pedido de registro. A conversão não suspende a contagem do prazo da etapa em curso, aplicando-se a tal etapa e as seguintes os prazos previstos nas regras do procedimento de registro ordinário[346].

Dados sobre os pedidos de registro de oferta pública de distribuição efetuados por meio de procedimento simplificado administrado pela ANBIMA mostram que a iniciativa tem sido bem-sucedida. Desde a edição da Instrução CVM 471/2008 até dezembro de 2017, foram formulados 176 pedidos de registro de ofertas públicas, envolvendo debêntures, ações, CRI, notas promissórias, letras financeiras e cotas de fundos de investimento imobiliário[347].

2. Ofertas públicas secundárias de ações admitidas à negociação em mercados organizados: art. 6º, *caput*, da Instrução CVM 400/2003

O art. 6º da Instrução CVM 400/2003 dispõe que a CVM poderá, por meio de uma análise simplificada de documentos e informações, deferir o registro de oferta pública de distribuição de ações admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários desde que a oferta em questão (a) seja direcionada exclusivamente ao mercado secundário, (b) envolva emissor com registro de companhia aberta atualizado na CVM e (c) sejam apresentados determinados documentos e informações em conjunto com o pedido de análise simplificada[348].

---

[346] Art. 8º da Instrução CVM 471/2008.

[347] Dados disponíveis em: http://cop.anbima.com.br/webpublic/OfferList.aspx. Acesso em 22/12/2017. Foram 95 pedidos de registro de ofertas públicas de debêntures, 60 de ações, 13 de CRI, 4 de cotas de FII, 2 de letras financeiras e 2 de notas promissórias.

[348] Nos termos do inciso II do art. 6º, deverão ser apresentados: (i) contrato de distribuição; (ii) contrato de estabilização de preços e/ou de garantia de liquidez, se houver; (iii) outros contratos relativos à emissão ou subscrição, inclusive no que diz respeito à distribuição de lote suplementar, se houver; (iv) cópia do ato societário do ofertante em que tiver sido aprovada a distribuição pública de valores mobiliários, com todos os documentos que serviram de base para a deliberação; (v) minuta do anúncio de encerramento de distribuição; (vi) prova de cumprimento de todas as demais formalidades prévias em virtude de exigências legais ou regulamentares para a distribuição ou emissão dos valores mobiliários, que não decorram desta Instrução CVM 400/03; (vii) comprovante de pagamento da taxa de fiscalização da CVM; (viii) declaração, assinada pelo ofertante e pela instituição líder, de que o prospecto contém as informações relevantes necessárias ao conhecimento pelos investidores da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da emissora, suas atividades, situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes, bem como que o prospecto foi elaborado de acordo com as normas pertinentes; (ix) indicação dos meios de comunicação utilizados para divulgação do anúncio de início de distribuição; (x) declaração assinada pelo diretor de relações com investidores da companhia emissora confirmando que a companhia emissora atende

Nesse caso, os prazos de análise (10 dias úteis), cumprimento de exigências (10 dias úteis) e verificação de cumprimento de exigências (5 dias úteis) pela CVM são substancialmente menores quando comparados aos prazos do regime geral de registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários[349].

A simplificação do procedimento de registro prevista no art. 6º da Instrução CVM 400/2003 tem por fundamento o fato de se tratar de oferta pública secundária de ações admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários e que foram emitidas por companhia aberta registrada na CVM.

Em outras palavras, pressupõe-se que já existem no mercado informações e dados sobre a companhia emissora e sobre os valores mobiliários a serem distribuídos em nível suficiente para que os potenciais adquirentes possam tomar sua decisão de investimento de forma independente, consciente e refletida, sem a necessidade de intervenção do Estado por meio da imposição do registro de distribuição.

3. Ofertas públicas primárias de sobras de ações admitidas à negociação: art. 6º, §1º, da Instrução CVM 400/2003

O §1º do art. 6º da Instrução CVM 400/2003 prevê que o mesmo procedimento de análise simplificada e registro de oferta pública de distribuição secundária de ações admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários se aplica para o registro de oferta de sobras de ações não subscritas em aumento de capital social, desde que as ações já estejam admitidas à negociação em mercado organizado.

Nessa situação, o procedimento de análise simplificada somente é aplicável se as sobras de ações a serem ofertadas publicamente representarem montante superior a 5% da

aos requisitos para a realização de oferta pública de distribuição vinculada a programa de distribuição, se for o caso; (xi) indicação da intenção de realizar coleta de intenções de investimento, se for o caso; (xii) declaração firmada pela entidade administradora do mercado organizado contendo aprovação dos termos do edital e autorização para a realização da oferta; e (xiii) edital de leilão de ações em bolsa, nos termos do anexo VIII da Instrução CVM 400/03, que substitui o prospecto das ofertas públicas comuns.

[349] Art. 6º, § 2º da Instrução CVM 400/03. O referido parágrafo 2º faz referência aos prazos do artigo 13, §3º, que foi revogado pela Instrução CVM nº 584, de 22 de março de 2017. Aparentemente, ao revogar o artigo 13, a CVM não percebeu que a referência do art. 6º, § 2º deixaria de fazer sentido e se esqueceu de atualizar a norma.

emissão, mas inferior a 1/3 das ações em circulação no mercado, considerando as novas ações ofertadas para o cálculo das ações em circulação.

Em 2008, a CVM analisou caso envolvendo pedido de dispensa de registro de oferta pública para colocação de sobras de ações de emissão da Tec Toy S.A.[350]. Na ocasião, havia sido aprovado aumento de capital da companhia no valor total de R$ 21,5 milhões com subscrição privada, mediante a emissão de aproximadamente 85 bilhões de ações ordinárias e preferenciais ao preço de R$ 0,242551 por lote de mil ações ordinárias e de R$ 0,26175 por lote de mil ações preferenciais.

A oferta de colocação de sobras, por sua vez, envolveria o montante de R$ 3,1 milhões, representado por cerca de 1 bilhão de ações ordinárias e 11 bilhões de ações preferenciais, representativas, em conjunto, de 14,44% do valor do aumento de capital social. As sobras das ações representavam cerca de 2,38% das ações em circulação.

Entre outros argumentos apresentados pela Tec Toy para solicitar a dispensa de registro da oferta pública está o de que o §1º do art. 6º da Instrução CVM 400/2003 seria aplicável apenas para a colocação de sobras de distribuições públicas, e não a sobras de subscrições particulares[351].

No caso de sobras de distribuições particulares, a Tec Toy entendia que deveria ser observado exclusivamente o disposto no art. 2º da Instrução CVM nº 168/91, segundo o qual as bolsas de valores devem estabelecer procedimentos especiais para operações que envolvam "*sobras decorrentes do não exercício de direito de preferência na subscrição particular por acionistas de companhias abertas, na forma prevista na alínea "a" do parágrafo 7º do art. 171 da Lei nº 6.404/76*".

[350] Processo CVM RJ 2007/14893, julgado em 29/01/2008.

[351] O artigo não faz qualquer diferenciação entre sobras de distribuições públicas e sobras de aumentos de capital por subscrição privada. Na medida em que se está diante de distribuições públicas, que podem ser concluídas de forma integral ou parcial, não parece coerente com o restante da Instrução imaginar que o §1º tenha sido criado para a situação de distribuições públicas. Se houver sobras em uma distribuição pública, ou elas serão colocadas ao mercado, conforme autorizado ou dispensado pela CVM, seguindo, portanto, o mesmo desfecho dos valores mobiliários subscritos ou adquiridos, ou serão canceladas, procedendo-se à distribuição parcial.

No exame da situação concreta, a CVM preferiu solicitar esclarecimentos à Itaú Corretora S.A. a respeito da forma pela qual as ações seriam vendidas em mercado, que respondeu que seria responsável apenas pela organização do leilão das sobras na bolsa de valores de São Paulo, sem qualquer esforço de colocação dos papéis ou adoção de outros procedimentos que se diferenciem da intermediação habitual em bolsa.

Diante disso, a área técnica da CVM concluiu que não estariam presentes os meios de distribuição que caracterizam os esforços de venda de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Por sua vez, o §1º do art. 6º da Instrução CVM 400/2003 cuidaria de situação em que se pretende realizar colocação de ações com todas as características típicas de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o que não traduzia a realidade do leilão de sobras das ações da Tec Toy, razão pela qual o pedido de dispensa de registro foi deferido pela CVM.

Apesar de a autarquia apontar para ausência de esforços de venda a caracterizar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o pedido de dispensa de registro foi conhecido e deferido com base nos incisos II (valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou valor total da oferta[352]) III (plano de distribuição[353]) e VI (público destinatário da oferta[354]) do art. 4º da Instrução CVM 400/04.

Se de fato convicta de que não existia oferta pública de distribuição de valores mobiliários no leilão de ações realizada por meio do "modelo padrão" de mercado escolhido pela Tec Toy, a CVM poderia ter delineado de forma mais clara e objetiva quais devem ser os critérios a serem utilizados para a caracterização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários em situações de venda de sobras de ações não subscritas.

De toda a forma, com base no resultado do Processo CVM RJ 2010/16753, que discutiu a possibilidade de utilização do procedimento simplificado de registro de

[352] O valor unitário do lote de mil ações ordinárias e preferenciais estava mais alto do que o preço praticado em mercado, o que, na visão da CVM, reduziria o incentivo para que terceiros participassem do procedimento.
[353] Não havia plano de distribuição, apenas o leilão na bolsa.
[354] O controlador havia se manifestado no sentido de adquirir as sobras caso não houvesse interesse do mercado.

distribuição para as debêntures conversíveis em ações da Plascar Participações Industriais S.A., a autarquia consolidou entendimento de que a seguinte orientação deve ser aplicada, no que diz respeito à distribuição de sobras de ações e determinados valores mobiliários conversíveis ou referenciados em ações[355]:

(a) para sobras de ações cujos volumes sejam inferiores a 5% do volume total de emissão, não é necessário fazer o registro de oferta pública, bastando seguir os trâmites de leilão especial em bolsa, conforme previsto na Instrução CVM 168/1991;

(b) para sobras cujos volumes sejam maiores do que 5% do volume total da emissão, mas inferiores a 1/3 das ações em circulação, é necessário fazer o registro de oferta pública, podendo ser utilizado o procedimento de registro simplificado previsto no art. 6º, § 1º, da Instrução CVM 400/2003; e

(c) para sobras cujos volumes sejam maiores do que 1/3 das ações em circulação, é necessário fazer o registro de oferta pública, sem a possibilidade de utilizar outro procedimento que não o procedimento ordinário previsto na Instrução CVM 400/2003.

Em qualquer um dos cenários referidos acima, a regra pressupõe que o ofertante conduzirá esforços de venda para realizar a distribuição das sobras em mercado.

Portanto, assim como verificou-se no caso Tec Toy, se não tais esforços de venda não estiverem presentes na situação em análise, o que, inclusive, é um dos pilares da definição de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, não haverá que se exigir o registro de distribuição pois se estará tratando de uma oferta meramente privada.

[355] Conforme exposto no voto da Diretora Luciana Dias, no Processo CVM RJ 2010/16753, julgado em 29/11/2011. No caso, o Colegiado da CVM aceitou estender o regime de procedimento de análise simplificada de distribuição secundária de ações às debêntures conversíveis da Plascar, equiparando ações e debêntures conversíveis em ações. No passado, também já houve equiparação de ações e bônus de subscrição para os mesmos fins e efeitos (vide Processo RJ2006/0645, julgado em 07/02/2006).

4. Ofertas públicas de emissores com grande exposição ao mercado: os arts. 6º-A e 6º-B da Instrução CVM 400/03

As ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissores com grande exposição ao mercado podem ser registradas automaticamente pela CVM, nos termos dos arts. 6º-A e 6º-B da Instrução CVM 400/03.

São definidos como emissores com grande exposição de mercado as empresas que, cumulativamente, (a) tenham ações negociadas em bolsa de valores há pelo menos 3 anos, (b) cumpriram tempestivamente com suas obrigações periódicas nos últimos 12 (doze) meses antes do pedido de registro automático e (c) cujo valor de mercado das ações em circulação seja igual ou superior a R$ 5 bilhões, de acordo com a cotação de fechamento no último dia útil do trimestre anterior à data do pedido de registro[356].

A CVM entende que o prazo de 3 anos é razoável e adequado para que o mercado conheça minimamente o perfil e o desempenho dos valores mobiliários emissor. Esse prazo também estaria em consonância com as práticas de mercado relacionadas à divulgação de informações, sobretudo no formulário de referência, que geralmente exige a divulgação de eventos ocorridos nos 3 últimos exercícios sociais[357].

Durante as discussões da reforma da Instrução CVM 480/2009, diversos participantes do mercado criticaram a exigência do valor de mercado de R$ 5 bilhões das ações em circulação. O senso comum era de que tal patamar seria excessivamente alto, inclusive mais restritivo do que o utilizado em outras jurisdições, como a norte-americana, para os chamados "*well know seasoned issuers*".

Apesar das críticas, a CVM manteve a redação do dispositivo como originalmente proposto, argumentando que a restrição era intencional e visava assegurar a implementação do modelo no Brasil de forma gradual, permitindo que eventuais falhas pudessem ser

[356] Art. 34 da Instrução CVM 480/2009. A condição de emissor com grande exposição de mercado deve ser comprovada conjuntamente com o pedido de registro da oferta pública, por meio de declaração assinada pelo diretor de relações com investidores, acompanhada de memória de cálculo que ateste o valor de mercado das ações em circulação.

[357] Relatório de Análise da SDM – Audiência pública nº 07/2008 (parte II) – p. 61.

sanadas rapidamente e sem causar maiores transtornos para o normal funcionamento do mercado[358].

Qualquer tipo de valor mobiliário poderá ser oferecido publicamente por meio do procedimento de registro automático de distribuição dos emissores com grande exposição ao mercado. A CVM não traz qualquer limitação em razão do tipo de valor mobiliário a ser colocado no mercado, nem ao público-alvo destinatário da oferta.

O pedido de registro automático deverá ser elaborado de forma a conter (a) requerimento específico para utilização do procedimento de registro automático, (b) todos os documentos e informações previstos no Anexo II da Instrução CVM 400/2003 (são os mesmos documentos e informações do processo de registro comum de ofertas públicas), (c) prospecto, preliminar ou definitivo, e, em caso de utilização de prospecto preliminar, comprovação da divulgação do anúncio específico a respeito, nos termos do art. 53 da Instrução CVM 400/03[359], e (d) minuta do anúncio de início de distribuição[360].

A oferta passará a produzir efeitos depois de 5 dias úteis da data do protocolo do pedido de registro automático na CVM, observado que os esforços de colocação somente poderão ser efetivamente iniciados após a divulgação do anúncio de distribuição e da disponibilização do prospecto definitivo para os investidores e para a CVM[361].

---

[358] Relatório de Análise da SDM – Audiência pública nº 07/2008 (parte II) – p. 64. Na data da publicação da nova redação da Instrução CVM 480/2009, matéria do Jornal "O Estado de São Paulo" apontou que cerca de 40 companhias poderiam se valer das regras de registro automático por se qualificarem como empresas com grande exposição ao mercado. Disponível em: http://economia.estadao.com.br/noticias/mercados,cvm-registro-de-oferta-publica-pode-sair-em-ate-5-dias,12233e. Acesso em 19/11/2017. Em 2010, o número de companhias abertas com ações negociadas na bolsa de São Paulo era de aproximadamente 362. Por consequência, os 40 emissores com grande exposição ao mercado representavam pouco mais de 11% das empresas listadas em bolsa (dados coletados a partir da análise dos dados cadastrais de todas as companhias abertas, divulgado pela CVM em sua página eletrônica).

[359] A possibilidade de utilização de prospecto preliminar nos procedimentos de registro automático de ofertas públicas de emissores com grande exposição ao mercado é importante na medida em que permite a realização do procedimento de coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*) mesmo antes de efetivada a oferta pública.

[360] No procedimento de registro automático de emissor com grande exposição ao mercado, é vedada a formulação de pedido de dispensa de requisitos de registro da oferta pública (cf. Art. 6º, §2º da Instrução 400/2003). No relatório da audiência pública que discutiu as alterações da Instrução CVM 400/2003 a respeito desse tema, a CVM manifestou-se no sentido de que o procedimento célere de registro automático seria incompatível com a previsão de dispensa de requisitos do registro (Relatório de análise SDM da Audiência pública 01/2009, extraído do Processo RJ 2008/6527, p. 11).

[361] Art. 6º-B, §1º da Instrução 400/2003.

A previsão de registro automático de ofertas públicas de distribuição de emissores com grande exposição ao mercado contida na Instrução CVM 400/2003 está diretamente relacionada com a forma pela qual o mercado acompanha as atividades e os negócios dessas empresas.

Em razão do período de tempo no qual são companhias abertas e do valor de mercado das ações em circulação desses emissores, não é difícil concluir que, entre as companhias registradas na CVM, os emissores com grande exposição ao mercado estão entre aqueles que muito provavelmente possuem mais informações e dados divulgados ao mercado. Da mesma forma, são acompanhados de perto por analistas e consultores de valores mobiliários, o que ajuda a produzir e a disseminar ainda mais informações e dados sobre tais emissores.

Tudo isso faz com que, ainda que o registro não seja totalmente dispensado pela CVM, as exigências a serem observadas no procedimento de registro de distribuição possam ser minimizadas significativamente.

Afinal, se o mercado e o público investidor têm a sua disposição informações ou informações substancialmente semelhantes as que seriam exigidas por meio do registro de distribuição, a utilização desse instrumento em sua formatação original e tradicional torna-se de certa forma dispensável.

Até a data de conclusão desse trabalho, foram identificadas ofertas públicas registradas com base no pedido de registro automático de que dispõe o art. 6º-A e 6º-B da Instrução CVM 400/2003 realizadas por Oi S.A.[362], BR Malls Participações S.A.[363], SABESP[364], Cielo S.A.[365] e Equatorial Energia S.A.[366].

[362] Oferta pública de distribuição de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, em até duas séries, da 11ª emissão da Oi S.A.. (2013).
[363] Oferta pública de distribuição de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, da 2ª e da 4ª emissão da BR Malls Participações S.A. (2012 e 2013).
[364] Oferta pública de distribuição de debentures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, em 3 séries da 17ª emissão da Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (2013).
[365] Oferta pública de distribuição de debentures simples, não conversíveis em ações, em série única, da espécie quirografária, da 4ª emissão da Cielo S.A. (2015).
[366] Oferta pública de distribuição de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, em série única, da 1ª emissão da Equatorial Energia S.A. (2017).

5. Ofertas públicas vinculadas a programas de distribuição de valores mobiliários: arts. 11 a 13 da Instrução CVM 400/2003

As ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas no âmbito de programas de distribuição de valores mobiliários também estão sujeitas ao procedimento de registro automático na CVM[367].

Somente podem ser objeto de programas de distribuição de valores mobiliários e, por consequência, das ofertas públicas dele decorrentes, notas promissórias e debêntures simples, com ou sem garantia, e sem cláusula de permuta por ações ou outros valores mobiliários[368]. É vedado, por conseguinte, a utilização de programas de distribuição para a colocação em mercado de qualquer outro tipo de valor mobiliário, o que acaba por restringir o campo de aplicação da norma[369].

Para que seja possível o registro do programa de distribuição na CVM, a companhia aberta interessada deve atender os seguintes requisitos: (a) (i) ter realizado ofertas públicas de distribuição de notas promissórias ou debêntures simples, registradas na CVM, no valor mínimo de R$ 500 milhões nos 48 meses anteriores à data do pedido de registro ou (ii) ter ações em circulação com valor de mercado igual ou superior a R$ 2 bilhões, conforme a cotação de fechamento no último dia útil do trimestre anterior à data do pedido de registro do programa de distribuição; (b) estar registrada como emissor de valores mobiliários há mais de 24 meses e estar em fase operacional; (c) ter cumprido tempestivamente, nos últimos 12 meses, com os prazos de entrega do formulário de referência e das demonstrações financeiras, anuais e trimestrais.

Todas essas exigências buscam funcionar como filtro para que apenas os emissores sujeitos a um amplo regime de divulgação de informações há algum tempo e que sejam monitorados de perto por agentes autorizados e instituições intermediárias integrantes do

[367] Art. 12-E da Instrução 400/2003.
[368] Art. 11, parágrafo único, da Instrução 400/03.
[369] Até 22 de março de 2017, por ocasião da publicação da Instrução CVM 584/2017, qualquer valor mobiliário poderia ser objeto de programas de distribuição. Antes da Instrução CVM 584/2017, por outro lado, a CVM não autorizava o registro automático das ofertas públicas vinculadas a programas de distribuição. O registro era obrigatório e a vantagem de realizar ofertas públicas vinculadas a programas de distribuição consistia na possibilidade de utilização de prazos de análise, de cumprimento de exigências e de verificação do cumprimento de exigências reduzidos em relação aos prazos do procedimento comum.

sistema de distribuição de valores mobiliários possam se valer do procedimento de registro automático[370].

O programa de distribuição terá prazo máximo de 4 anos, contado do seu registro pela CVM[371] e poderá ser cancelado (a) mediante requerimento do emissor, (b) por decisão da CVM, caso uma oferta pública a ele vinculada seja cancelada por estar sendo processada em condições diversas do registro ou da regulação aplicável ou caso se verifique, após o encerramento da oferta, a ocorrência de ilegalidades ou descumprimentos da instrução ou do registro do programa, ainda que a ilegalidade ou violação do regulamento fosse sanável, e (c) pelo encerramento do programa de distribuição, esgotamento do valor previsto para o programa de distribuição ou registro de novo programa de distribuição, hipóteses em que será cancelado automaticamente.

Para obter o registro automático de uma oferta pública subjacente a um programa de distribuição, o ofertante deverá atualizar as informações constantes do prospecto do programa que não tenham sido incorporadas por referência e apresentar uma série de documentos e informações adicionais[372].

---

[370] Uma vez atendidos os requisitos para o registro do programa de distribuição, o pedido de registro deverá ser instruído com os seguintes documentos, nos termos do Art. 12-A da Instrução CVM 400/03: (a) minuta do prospecto; (b) minuta da escritura de emissão dos valores mobiliários; (c) (i) contrato de distribuição; (ii) outros contratos relativos à emissão ou subscrição, inclusive no que diz respeito à distribuição de lote suplementar, se houver; (iii) modelo de boletim de subscrição ou recibo de aquisição; (iv) cópia do ato societário do ofertante em que tiver sido aprovada o programa de distribuição pública de valores mobiliários, com todos os documentos que serviram de base para a deliberação; (v) minuta do anúncio de início de distribuição; (vi) minuta do anúncio de encerramento de distribuição; (vii) declaração de que o registro de companhia aberta está atualizado perante a CVM; (viii) declaração, assinada pelo ofertante e pela instituição líder, de que o prospecto contém as informações relevantes necessárias para o conhecimento, pelos investidores da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da emissora, suas atividades, situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes, bem como que o prospecto foi elaborado de acordo com as normas pertinentes; (ix) indicação dos meios de comunicação utilizados para divulgação do anúncio de início de distribuição; e (x) declaração do diretor de relações com investidores da companhia indicando em qual dos critérios de valor (valor das ofertas públicas de debêntures ou notas promissórias ou valor de mercado das ações negociadas em bolsa) o emissor se enquadra, apresentando a correspondente memória de cálculo.
É importante observar também que as demonstrações financeiras que servem de base para o pedido de registro de programa de distribuição não podem ser acompanhadas de relatórios de auditoria independente que contenha opinião modificada sobre as demonstrações financeiras (cf. Art. 12-A, §1º da Instrução CVM 400/03).

[371] Art. 12-B da Instrução CVM 400/03.

[372] Nos termos do art. 12-E da Instrução CVM 400/03, o conjunto de documentos e informações é formado por: (i) suplemento ao prospecto; (ii) versões definitivas dos documentos apresentados para o registro do programa de distribuição, como contrato de distribuição, anuncio de início de distribuição e anúncio de encerramento, atos societários, entre outros; (iii) modelo de certificado de valores mobiliários ou cópia do contrato com instituição prestadora de serviços mobiliários escriturais; (iv) prova de cumprimento de todas as demais formalidades previstas em virtude de exigências legais ou regulamentares para a distribuição ou emissão de valores mobiliários; (v) comprovante de pagamento da taxa de fiscalização; (vi) declaração, assinada pelo ofertante e pela instituição líder, de que o prospecto contém as informações relevantes

Não podem se valer das regras de registro automático de oferta pública os emissores que (a) estejam em descumprimento, nos últimos 12 meses anteriores à data do pedido de registro, com os prazos de entrega do formulário de referência e das demonstrações financeiras anuais e trimestrais, (b) tenham utilizado demonstrações financeiras base acompanhadas de relatório de auditoria independente que contenha opinião modificada ou seção separada contendo incerteza relevante relacionada a continuidade operacional ou (c) tenham inadimplido (ou cujos controladores tenham inadimplido) dívidas relevantes e as informações relativas a esse evento não estão divulgadas em nota explicativa na última demonstração financeira anual ou trimestral enviada à CVM[373].

Depois do registro do programa de distribuição, e inclusive antes do protocolo do pedido de registro automático de oferta pública de distribuição, o ofertante poderá divulgar suplemente preliminar com o objetivo de realizar o procedimento de coleta de intenções de investimento, com ou sem a aceitação de reservas[374]. Enquanto não estiver disponível sistema informatizado de registro e de recepção de documentos, o pedido de registro automático de oferta pública vinculada à programa de distribuição produzirá efeitos depois de 5 cinco dias úteis da data de protocolo na CVM[375].

A utilização de material publicitário em ofertas vinculadas a programas de distribuição não depende de prévia autorização da CVM, sem prejuízo do poder cautelar da autarquia de requerer retificações, alterações ou mesmo a cessação da publicidade, caso entenda assim necessário. A cópia do material publicitário a ser utilizado deve ser enviada para a CVM na mesma data da divulgação do aviso ao mercado de que trata o art. 54-A da Instrução CVM 400/03[376].

---

necessárias ao conhecimento pelos investidores da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da emissora, suas atividades, situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes, bem como que o prospecto foi elaborado de acordo com as normas pertinentes; (vii) se for o caso, declaração da bolsa de valores ou da entidade de mercado de balcão organizado, informando que deferiu o pedido de admissão à negociação do valor mobiliário, condicionado apenas à obtenção de registro na CVM; (viii) declaração, assinada pelo diretor de relações com investidores, atestando que a companhia atende a cada um dos requisitos para realização de oferta pública vinculada à programa de distribuição; (ix) escritura de emissão de debênture e comprovação do pedido de registro do aditamento na Junta Comercial, se for o caso; e (x) relatório da agência classificadora de riscos, se houver.

373 Art. 12-E da Instrução CVM 400/03.

374 Art. 12-F da Instrução CVM 400/03.

375 Art. 13 da Instrução CVM 400/03.

376 Art. 12-G da Instrução CVM 400/03.

Dados publicados na página eletrônica da CVM mostram que de 2015 a 2017 nenhum programa de distribuição de valores mobiliários foi arquivado na autarquia. Os últimos programas de distribuição registrados são anteriores a 2014[377].

Diante desse cenário, em 2017 as Instruções CVM 400/2003 e 480/09 foram reformadas por meio da Instrução CVM 584/2017 com o objetivo de estimular a utilização dos programas de distribuição de valores mobiliários. Entre as principais inovações estão o registro automático das ofertas públicas vinculadas a programas de distribuição, o aumento do prazo de validade dos programas, de 3 para 4 anos, a redução do valor mínimo de ofertas anteriores para que um emissor possa solicitar o registro do programa, que foi reduzido de R$ 600 milhões para R$ 500 milhões, a possibilidade de utilização de prospecto preliminar e a dispensa de obrigatoriedade de autorização prévia da CVM para utilização de material publicitário.

A despeito das inovações e do interesse em estimular o uso dos programas de distribuição, o exame do relatório da audiência pública[378] em que se discutiu as alterações a Instrução CVM 400/2003 e 480/09 deixa clara a preocupação da CVM em adotar critérios (valor de ofertas anteriores e valor de mercado das ações em circulação) que permitam que apenas emissores conhecidos e acompanhados pelo mercado possam se valer dos programas de distribuição. O mesmo vale para a restrição aos tipos de valores mobiliários a serem ofertados, que procuraria assegurar o acompanhamento e o aperfeiçoamento gradual das novas regras. A efetividade das alterações será apurada nos próximos anos, quando será possível observar seus resultados.

6. Ofertas públicas de distribuição de letras financeiras vinculadas a programas de distribuição contínua de valores mobiliários: arts. 13-A a 13-F da Instrução CVM 400/2003

Assim como as ofertas públicas de debêntures e de notas promissórias vinculadas a programas de distribuição, as letras financeiras, e somente esse tipo de valor mobiliário,

[377] Disponível em: http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=progdistribuicao. Acesso em 20/11/2017.
[378] Relatório de audiência pública SDM nº 04/16 – Processo CVM RJ2013/10047.

podem ser objeto de ofertas públicas automaticamente registradas na CVM quando realizadas no âmbito de programas de distribuição contínua de valores mobiliários[379].

Disciplinadas pela Lei 12.249/2010 e pela Resolução BCB 4.123/2012, as letras financeiras se qualificam como títulos de crédito de emissão de bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de desenvolvimento, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, caixas econômicas, companhias hipotecárias, sociedades de crédito imobiliário e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Apesar de serem títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira e, por conseguinte, não se qualificarem como valores mobiliários, em razão da exclusão legal prevista no § 1º, II, do art. 2º da Lei 6.385/1976[380], o art. 39 da Lei 12.249/2010 parece ter ignorado a tentativa de estabelecimento de dualidade regulatória entre CVM e BCB do legislador de 1976 e determinou que a distribuição pública de letras financeiras observe as regras da CVM, e não do BCB[381].

Em obediência a tal comando legal, a CVM passou a disciplinar as ofertas públicas de letras financeiras por meio da Instrução CVM 400/2003 e da Instrução CVM 476/2009, conforme alteradas após a edição da Lei 12.249/2010.

As letras financeiras são emitidas sob a forma escritural, devem ser registradas em sistema de registro e de liquidação financeira autorizado pelo BCB, não podem ter valor inferior a R$ 300.000,00, se contiverem cláusula de subordinação[382], ou R$ 150.000,00, se não contiverem cláusula de subordinação[383], nem podem ter prazo de vencimento inferior a 24 meses[384].

---

379 Art. 13-A da Instrução CVM 400/03.

380 A esse respeito, Maria Isabel do Prado Bocater e Leandro Loiola afirmam que "*Essa alteração gerou uma aparente derrogação das disposições do art. 2º, §1º, da Lei 6.385/1976, que dita a exclusão dos títulos de emissão por instituição financeira (exceto debentures) da alçada de fiscalização da CVM*". BOCATER, Maria Isabel do Prado; LOIOLA, Leandro. *Aspectos atuais da regulamentação de distribuições públicas de títulos e valores mobiliários*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 53, jul. 2011, p. 114.

381 "*Art. 39. A distribuição pública de Letra Financeira observará o disposto pela Comissão de Valores Mobiliários.*".

382 A cláusula de subordinação se refere a ordem de recebimento dos créditos oriundos de letra financeira em caso de liquidação ou falência da instituição emissora, que somente preferirá aos créditos dos próprios acionistas, nos termos do art. 40 da Lei 12.249/2010.

383 Art. 2º da Resolução 4.123/2012 do BCB.

384 Art. 4º da Resolução 4.123/2012 do BCB.

Somente letras financeiras não relacionadas a operações ativas vinculadas[385] ou emitidas com cláusula de conversão em ações da instituição emitente são passíveis de distribuição por meio dos programas de distribuição contínua. Além da limitação do tipo (letra financeira) e espécie (não vinculada) de valor mobiliário, os programas de distribuição contínua também apenas podem ser utilizados por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, caixas econômicas e pelo BNDES[386].

Os programas de distribuição contínua permitem o registro automático de ofertas públicas de distribuição de letras financeiras, o registro de distribuição de múltiplas séries de letras financeiras simultaneamente e o registro de múltiplas distribuições de uma mesma série de letras financeiras[387].

Ao contrário do que ocorre com os programas de distribuição em geral passíveis de registro na CVM, em que é exigido do emissor o cumprimento de requisitos como a comprovação (a) de determinado valor mínimo das últimas ofertas públicas realizadas ou valor de mercado das ações em circulação, (b) de período mínimo de registro em bolsa de valores e (c) do cumprimento das obrigações de divulgação de informações, para os emissores de letras financeiras registraram programas de distribuição contínua não há nenhum pré-requisito especial a ser observado pelos emissores, além, é claro, de se qualificar como banco múltiplo, banco comercial, banco de investimento, caixa econômica ou por se tratar do próprio BNDES.

Para o registro do programa de distribuição contínua, a instituição interessada deverá apresentar pedido instruído com os seguintes documentos: (a) formulário cadastral e

---

[385] As operações ativas vinculadas são disciplinadas por meio da Resolução nº 2.921/2002 do Banco Central do Brasil. Caracteriza-se operação ativa vinculada como a transação por meio da qual a instituição financeira capta recursos em mercado e os transfere a terceiros, vinculando o pagamento do principal e juros ao fluxo de pagamentos da operação ativa vinculada. Na captação de recursos para realização de operações ativas vinculadas, não pode ser prestado qualquer tipo de garantia pela instituição financeira contratante ou por pessoa física ou jurídica a ela ligada que componha o consolidado econômico financeiro. O objetivo da operação ativa vinculada é transferir o risco de crédito da instituição financeira para o terceiro, liberando, assim, seus limites de exposição para a realização de novas operações financeiras. A possibilidade de utilização de letras financeiras em operações ativas vinculadas está prevista no art. 9º da Resolução 4.123/2012 do BCB.

[386] Ainda que bancos de desenvolvimento, companhias hipotecárias e sociedades de crédito imobiliário também possam emitir letras financeiras, a utilização do programa de distribuição contínua para colocação de letras financeiras no mercado não foi permitida a esses emissores pela CVM.

[387] Art. 13-A, §2º da Instrução CVM 400/03.

formulário de referência da emissora; (b) ato societário que aprovou o programa de distribuição contínua, se houver; (c) estatuto social atualizado; e (d) determinadas informações sobre o programa de distribuição contínua indicados no Anexo X da Instrução CVM 400/03, incluindo valor total estimado da emissão, eventuais restrições impostas à circulação, mercados nos quais os títulos serão admitidos à negociação, entre outros dados.

O procedimento de registro automático das ofertas públicas de distribuição de letras financeiras vinculadas a programas de distribuição contínua é bastante similar ao procedimento de registro das ofertas públicas de emissores com grande exposição ao mercado[388].

Dessa forma, para obter o registro automático o ofertante deverá apresentar: (a) requerimento específico para utilização do procedimento de registro automático; (b) todos os documentos e informações previstos no Anexo II da Instrução CVM 400/2003 (são os mesmos documentos e informações do processo de registro comum de ofertas públicas); (c) prospecto, preliminar ou definitivo, e, em caso de utilização de prospecto preliminar, comprovação da divulgação do anúncio específico a respeito, nos termos do art. 53 da Instrução CVM 400/03; (d) minuta do anúncio de início de distribuição; e, adicionalmente, (e) todas as informações indicadas no Anexo X da Instrução CVM 400/03[389].

O registro da oferta pública de letras financeiras passa a produzir efeitos após 5 dias úteis, contado do protocolo do pedido de registro na CVM. Em qualquer hipótese, a oferta somente poderá ser iniciada após a divulgação do anúncio de início de distribuição e da disponibilização do prospecto definitivo aos investidores na página eletrônica da CVM[390].

Os emissores de letras financeiras distribuídas no âmbito de programas de distribuição contínua que não sejam companhias abertas estão expressamente dispensados

[388] Art. 13-A, §3º da Instrução CVM 400/03.
[389] Entre as quais, destacam-se: remuneração ou critérios para sua determinação; quantidade a ser ofertada na emissão; valor total da emissão; cronograma da emissão; restrições à circulação, se houver; vencimento ou critérios para sua determinação; eventuais restrições impostas ao emissor relacionadas à distribuição de dividendos, alienação de ativos, contratação de novas dívidas e emissão de novos valores mobiliários; condições para alteração dos direitos assegurados por tais títulos; mercados nos quais os títulos são admitidos à negociação; canais de distribuição dos títulos; eventuais garantias ou cláusula de subordinação aos credores quirografários.
[390] Art. 6º-B da Instrução CVM 400/03.

de registro na CVM, nos termos do art. 7º, inciso VI, da Instrução CVM 480/09. A dispensa de registro como companhia aberta não significa, entretanto, que os emissores de letras financeiras estejam livres do regime informacional imposto pela CVM como parte da política de ampla divulgação de informações adotada pela autarquia como técnica de regulação do mercado de valores mobiliários.

Por isso, caso o emissor não seja uma companhia aberta ou não tenha interesse em obter tal registro, deverá (a) observar as regras gerais a respeito da elaboração e divulgação de informações aos investidores e ao mercado; (b) enviar à CVM, anualmente, em até 5 meses a contar da data de encerramento do exercício social, formulário de referência; (c) enviar à CVM o formulário cadastral, que deve ser atualizado sempre que qualquer de seus dados for alterado, em até 7 (sete) dias úteis contados do fato que deu causa à alteração; (d) manter à disposição dos investidores, em página na rede mundial de computadores em sua sede, as informações financeiras trimestrais e as demonstrações financeiras anuais auditadas, relativas ao últimos 3 exercícios sociais e ao exercício social em curso, na mesma data da entrega ao Banco Central do Brasil; e (e) observar as obrigações de sigilo e as vedações à negociação, conforme estabelecido nas Instrução CVM 358/2002, que dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante.

Em 2011 e em 2013, o Banco Daycoval realizou ofertas públicas de distribuição de letras financeiras no montante de R$ 249,9 milhões e R$ 350,1 milhões, respectivamente, com base em programa de distribuição contínua registrado na CVM em 2011[391]. Além do Daycoval, a única outra instituição financeira que consta no sistema de dados da CVM como tendo realizado oferta pública de letras financeiras é o Banco Pine S.A., que realizou emissão em 2012 no montante total de R$ 200,1 milhões. Até a data de conclusão desse trabalho, não foi identificado qualquer outro pedido de arquivamento de programa de distribuição contínua

[391] Matéria publicada na Revista Capital Aberto mostra que o Banco Daycoval foi a primeira instituição a realizar, em 2011, oferta pública de distribuição de letras financeiras em conformidade com as regras dos programas de distribuição contínua previstas na Instrução CVM 400/03. A reportagem afirma que o Banco Bradesco também teria obtido registro de programa para distribuição de letras financeiras no valor de até R$ 20 bilhões e o Banco BMG teria solicitado o registro de programa com o mesmo valor. Na base de dados de ofertas públicas da CVM não há informações a respeito de efetiva realização de distribuição de letras financeiras pelo Bradesco ou pelo BMG, o que mostra que provavelmente não houve janela de oportunidade para a implementação de tais operações. Disponível em: https://capitalaberto.com.br/canais/bma/letras-financeiras-um-instrumento-eficiente-de-captacao-de-longo-prazo-para-os-bancos/#.WhMT51WnHIU. Acesso em 20.11.2017.

de letras financeiras na CVM, e tampouco existe programa de distribuição registrado, que ainda continue válido e vigente.

Como a Instrução CVM 476/09, que disciplina as ofertas públicas com esforços restritos, também se aplica às ofertas públicas de letras financeiras, observou-que o mercado tem preferido utilizar os comandos dessa última instrução a registrar programas de distribuição contínua e ofertas públicas de distribuição de letras financeiras a eles vinculadas[392].

7. Ofertas públicas de debêntures padronizadas: a Instrução CVM 404/2004

Em 2004, por meio da publicação da Instrução CVM 404/2004, a CVM tentou impulsionar o mercado de títulos de renda fixa de emissão de companhias abertas por meio da criação de um procedimento de registro simplificado de distribuição de debêntures padronizadas.

A padronização das debêntures decorre da instituição de um modelo padrão de escritura de emissão, com cláusulas, condições e esquemas de remuneração que deveriam seguir as variações propostas pela CVM nos anexos à Instrução CVM 404/2004 e que objetivam "*modelar debêntures com cláusulas objetivas de fácil compreensão e aplicação e de simples execução, para estimular o desenvolvimento e um mercado transparente e líquido para títulos privados de renda fixa*."[393].

As debêntures padronizadas também se caracterizam por serem admitidas à negociação em segmento especial de listagem de bolsa ou de entidade de mercado de balcão organizado que, entre outros requisitos, deverão promover a cotação de tais ativos em percentual do valor do principal.

[392] Considerando apenas as ofertas públicas com esforços restritos de distribuição encerradas no ano base de apuração, em 2017 (até 07/12/2017) foram concluídas 8 ofertas públicas de letras financeiras com esforços restritos; em 2016, 5; e em 2015, 5. Nos anos anteriores a 2015 não foi comunicada qualquer distribuição com esforços restritos de letras financeiras. Disponível em: http://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta. Acesso em 07/12/2017.
[393] Art. 1º, parágrafo único, da Instrução CVM 404/2004.

O procedimento de registro simplificado de debêntures padronizadas pode ser solicitado por qualquer companhia aberta com registro de emissor na CVM atualizado, desde que tenha distribuído publicamente, ações, debêntures ou bônus de subscrição no período de 5 anos antes da data do protocolo de registro da oferta[394].

Assim como nas hipóteses analisadas ao longo dos itens anteriores deste Capítulo IV, o pressuposto é que se a companhia aberta estiver com o seu registro atualizado e tiver realizada alguma oferta pública de distribuição de valores mobiliários em data não muito distante da data de apresentação do pedido de registro da nova oferta com procedimento simplificado de análise, o mercado ainda estará munido de informações e dados para que o público investidor possa analisar a pertinência de aderir ou não à oferta, o que permite a CVM reduzir as exigências e prazos ou flexibilizar o procedimento tradicional de registro previsto na Instrução CVM 400/2003.

A despeito dos esforços da CVM para tentar impulsionar o mercado de debêntures padronizadas, até a data de conclusão desse trabalho não foi identificado nenhum pedido de registro de distribuição de debêntures que tenha sido realizado conforme os termos da Instrução CVM 404/2004.

Parte da explicação do porquê a Instrução CVM 404/2004 acabou não sendo muito utilizada pelo mercado pode estar relacionada com o problema de escala do mercado de dívida nacional representado por debêntures, que ainda é muito incipiente, fazendo com que os ofertantes não tenham interesse em seguir um modelo de escritura padronizado.

Adicionalmente a isso, as debêntures fazem parte dos tipos de valores mobiliários passíveis de distribuição com esforços restritos e com dispensa automática de registro, nos termos da Instrução CVM 476/2009. A utilização da hipótese de dispensa automática de

[394] Nos termos do art. 3º, o pedido de registro por meio do procedimento simplificado deverá ser instruído com o seguinte material: (a) a totalidade dos documentos necessários ao registro, previstos na legislação e regulamentação aplicáveis às distribuições públicas; (b) declaração firmada pela bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado, indicando que toda a documentação relativa à emissão foi apresentada e que se encontra em conformidade com a instrução e as demais normas aplicáveis; (c) relatório elaborado por agência classificadora de risco em funcionamento no País; e (d) prova da admissão das debêntures padronizadas na bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, condicionada, apenas, à concessão do registro de distribuição pública pela CVM.

registro prevista na Instrução CVM 476/2009 também pode ser apontada como outro fator de desinteresse na Instrução CVM 404/2004.

*** * ***

CAPÍTULO V. REGIME GERAL DE DISPENSA DE REQUISITOS E DE REGISTRO DE OFERTAS PÚBLICAS

Além de cuidar da disciplina geral de registro das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, a Instrução CVM 400/2003, por meio de seu art. 4º, também dispõe a respeito das regras gerais para solicitação, pelo ofertante ou pela instituição intermediária atuante como distribuidora, de dispensa no cumprimento de requisitos para o registro da oferta ou dispensa do próprio registro da oferta em si.

O art. 5º, por sua vez, determina que nas hipóteses de (a) alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas, direta ou indiretamente pelo poder público de ou (b) alienação de lote único e indivisível de valores mobiliários, o registro da oferta pública de distribuição estará automaticamente dispensado, independentemente de solicitação pelo ofertante ou pela instituição intermediária.

Ao lado da Instrução CVM 400/2003, a Instrução CVM 476/2009 é uma das normas mais importantes, se não for a principal, editada pela CVM sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

A Instrução CVM 476/2009 disciplina o procedimento geral das ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, que são destinadas exclusivamente a investidores profissionais e estão automaticamente dispensadas de registro na autarquia. Desde sua edição, a Instrução CVM 476/2009 tem se mostrado como uma importante ferramenta de captação pública de recursos, como atestam os dados divulgados pela CVM e analisados a seguir.

As hipóteses de dispensa geral de requisitos para o registro ou do próprio registro de oferta pública previstas na Instrução CVM 400/2003 e na Instrução CVM 476/2009 compõem o que é chamado nesse trabalho de regime geral de dispensa de requisitos para o registro ou de registro de oferta pública.

Ao lado dessas instruções, também existem hipóteses de dispensa de requisitos do registro e hipóteses de dispensa automática do registro espalhadas pelas instruções que

tratam das ofertas públicas de determinados tipos de valores mobiliários, como cotas de fundos de investimento, CRI, CRA e títulos de participação em sociedades de pequeno porte.

Por se tratar de hipóteses de dispensa de requisitos ou de registro relacionadas a tipos de valores mobiliários específicos, esse tema somente será objeto de estudo do Capítulo VI da Parte II dessa dissertação, que cuida dos regimes especiais de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

A seu turno, os itens a seguir têm por escopo específico debater as hipóteses de dispensa de requisitos ou de registro de distribuição previstas na Instrução CVM 400/2003 e na Instrução CVM 476/2009.

1. Regime geral de dispensa de requisitos e de registro de ofertas públicas por solicitação do interessado: o art. 4º da Instrução CVM 400/2003

O art. 4º da Instrução CVM 400/2003 outorga à CVM poderes para, a seu critério, dispensar o cumprimento de alguns dos requisitos para o registro, inclusive divulgações, prazos e procedimentos, ou a própria obrigação de registro na autarquia como condição prévia para realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no território brasileiro.

Na análise dos pedidos de dispensa de requisitos ou de registro, além de se atentar para as características e particularidades da oferta pública sob exame, o *caput* do art. 4º determina que a CVM deverá verificar também se a dispensa pleiteada não prejudica o "interesse público", nem a "adequada informação" e a "proteção ao público investidor".

Com base na análise de decisões do Colegiado da autarquia[395], verifica-se que o requisito do interesse público geralmente restará atendido quando tiver sido demonstrada a importância da realização do empreendimento para o qual se busca captar os recursos para

[395] Entre outros, Processo CVM RJ2004/1690, julgado em 23/03/2004; Processo CVM RJ2004/3443, julgado em 24/06/2004; Processo CVM RJ2004/4376, julgado em 24/08/2004; Processo CVM RJ2008/3696, julgado em 13/05/2008; Processo CVM RJ2014/10139, julgado em 25/11/2014; e Processo CVM RJ2014/12022, julgado em 03/03/2015.

a comunidade local ou para as pessoas que dependem das atividades e negócios do emissor[396].

Em outros casos, o interesse público também foi atendido quando da implantação de políticas públicas e esforços governamentais mais amplos, como ocorreu com a expansão da malha hoteleira e as ofertas públicas de distribuição de *condohotel* ou valores mobiliários equivalentes no Rio de Janeiro, por ocasião da organização de eventos como a Copa do Mundo de Futebol, em 2014, e os Jogos Olímpicos, em 2016[397].

Como resultado da dificuldade em definir os contornos do termo interesse público e de modular sua aplicação para o mercado de valores mobiliários, é difícil ignorar o potencial viés subjetivo da análise a ser realizada pela autarquia. De todo o modo, espera-se que a CVM evite adotar uma postura política ou enviesada ao examinar os pedidos de dispensa, evitando negá-los com base no argumento de ausência de atendimento do interesse público, salvo em casos excepcionais, devidamente motivados e fundamentados.

No que diz respeito aos requisitos da "adequada informação" e "proteção ao público investidor", a CVM preocupa-se principalmente com o regime informacional a que está sujeita a companhia emissora e ao material de divulgação das características da oferta pública de distribuição e correspondente sofisticação do público investidor para compreendê-lo.

Na maioria dos precedentes analisados[398], o requisito de adequada informação foi considerado cumprido quando o ofertante apresentou autonomamente, independentemente da intervenção regulatória do Estado, prospecto ou documento similar, incluindo descrição

[396] No âmbito do processo CVM RJ2004/1690, julgado em 23/03/2004, a área técnica da autarquia afirmou "*Podemos considerar que é do interesse público que a operação seja realizada com agilidade, haja vista os reflexos produtivos que a decorrente adequação da estrutura de capital da empresa pode acarretar para o aparelho produtivo que gravita em torno da atividade supermercadista*.". (MEMO/SRE/Nº 052/2004). Outros exemplos de atendimento do interesse público foram a criação de empregos e o incremento nos níveis de atividade econômica do local de realização do empreendimento (Processo CVM RJ2014/10139, julgado em 25/11/2014) e, também, o saneamento das dívidas de companhia e os efeitos sobre as suas atividades (Processo CVM RJ2004/4376, julgado em 24/08/2004).

[397] Em um dos processos de pedido de dispensa de requisitos em oferta pública de *condohotel*, a CVM se manifestou no sentido de que o interesse público estava presente na oferta "*haja vista os esforços governamentais que vêm ocorrendo visando à expansão da rede hoteleira do País*". Memorando 12/2015 – CVM/SRE, datado de 24.02.2015, extraído do Processo CVM RJ2014/12022, julgado em 03/03/2015.

[398] Entre outros, vide Processo CVM RJ2004/1690, julgado em 23/03/2004; CVM RJ2014/10089, julgado em 03/02/2015; RJ 2014/10139, julgado em 25/11/2014; e Processo CVM RJ2014/12022, julgado em 03/03/2015.

dos fatores de risco e estudo de viabilidade do empreendimento, se for o caso, aos investidores.

Adicionalmente, a CVM geralmente tem condicionado a veiculação de material publicitário à prévia análise de sua área técnica, determinando, em qualquer hipótese, a inclusão de ressalva de que a oferta foi dispensada de registro e de que a CVM não garante a veracidade das informações prestadas pelo ofertante, nem julga sua qualidade ou a dos valores mobiliários ofertados.

O requisito da adequada informação do público investidor também restará preenchido quando for possível demonstrar que a companhia emissora possui histórico ativo de distribuição ou negociação pública de seus valores mobiliários e "cultura consolidada de divulgação de informações", o que fará com que suas informações e dados periódicos sejam acompanhados de forma próxima por analistas de investimento e outras instituições intermediárias atuantes no mercado[399].

Quanto à proteção do público investidor, o elemento mais importante tem sido a qualificação do público investidor para conseguir acessar às informações que lhe seriam franqueadas por meio do registro da oferta pública sem a necessidade de intervenção do Estado, o que lhe permitiria, pelo menos em teoria, reunir todos os dados necessários para uma tomada de decisão de investimento consciente e refletida[400].

No caso de ofertas públicas de *condohotel* ou valores mobiliários com características similares, a CVM tem considerado igualmente como fundamento para a adequada proteção do público investidor a circunstância de que o investidor passará a ser proprietário, na maioria das vezes, de uma unidade imobiliária autônoma e, portanto, de direito real, tangível, diverso e complementar à propriedade de valores mobiliários. Também pesa a favor da proteção do público investidor, nas ofertas públicas de *condohotel*,

[399] Processo CVM RJ 2006/4821, julgado em 30/08/2005, no qual o colegiado acompanhou o voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. De forma análoga, no Processo CVM RJ 2004/1690 a área técnica considerou que as circunstâncias de os valores mobiliários da CBD serem negociados na Bolsa de Nova Iorque e os dados da companhia serem acompanhados por mais de 10 instituições intermediárias e agentes de mercados reforçavam o cumprimento do requisito da adequada informação (MEMO/SRE/Nº 052/2004).

[400] No Processo CVM RJ 2004/1690, por exemplo, a área técnica afirmou textualmente que os destinatários da oferta eram investidores com estreita e habitual relação com a emissora ou investidores qualificados, que pelo seu "*conhecimento, experiência e capacidade de acessar informações podem prescindir da intervenção do Estado* [...]." (MEMO/SRE/Nº 052/2004).

a incidência das regras que disciplinam a incorporação imobiliária e a segregação de riscos entre o patrimônio do incorporador e o empreendimento, como a previsão do patrimônio de afetação.

Em outras palavras, em casos específicos como o de *condohotel*, a CVM chegou a reconhecer que a proteção do público investidor não é assegurada apenas por meio de sua adequada informação, mas também a partir de mecanismos e ajustes estruturais na forma pela qual a oportunidade de investimento é formatada.

Salvo algumas exceções, atreladas a hipóteses específicas de segmentos de mercado em fase mais avançada de desenvolvimento ou envolvendo ofertas restritas a investidores mais sofisticados, e que serão analisadas a seguir, não existe, atualmente, regra geral de dispensa automática de requisitos do registro ou de registro para o emissor ou para o ofertante que preencher determinadas características ou que formule oferta pública observando determinadas condições.

Ou seja, salvo nas situações já reguladas pela CVM por meio da dispensa automática de registro, ainda que a oferta seja destinada a pouquíssimos investidores, tenha valor individual e valor total de captação relativamente baixos, precisará ser registrada na CVM ou o interessado deverá solicitar a dispensa de registro para a autarquia.

Segundo a regra geral do art. 4º da Instrução CVM 400/2003, a análise é sempre feita caso a caso e depende da provação da CVM pelo interessado no deferimento do pedido de dispensa.

Por essa razão, ainda que as características do ofertante ou do emissor, assim como as condições de realização da oferta pública, possam parecer ser suficientes para a CVM dispensar o cumprimento de requisitos ou o registro, o interessado deverá, invariavelmente, se sujeitar ao procedimento de consulta prévia à CVM antes de iniciar os esforços públicos de captação de recursos, o que demanda tempo e recursos, além de poder fazê-lo perder janelas de oportunidade.

Nos próximos itens são analisadas as principais características indicadas no parágrafo primeiro do art. 4º da Instrução CVM 400/2003 como elementos a serem

considerados pela CVM no exame dos pedidos de dispensa de requisitos e de registro de ofertas públicas de distribuição.

1.1 Hipóteses de dispensa de requisitos e de registro de oferta pública

O § 1º do art. 4º da Instrução CVM 400/2003 dispõe que a CVM deverá analisar, por ocasião da solicitação de dispensa de cumprimento de requisitos para o registro ou do próprio registro, as seguintes condições especiais da operação que o interessado pretende realizar:

(a) o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta;

(b) o plano de distribuição dos valores mobiliários;

(c) a circunstância de a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição;

(d) as características da oferta de permuta;

(e) o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; e

(f) a circunstância de a oferta ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

Em qualquer hipótese de verificação de uma ou mais das condições indicadas acima, a dispensa da obrigatoriedade de cumprimento de requisitos ou de registro da oferta pública dependerá necessariamente da presença concomitante dos requisitos de interesse público, adequada informação e proteção do público investidor, conforme previsto no *caput* do art. 4º da Instrução CVM 400/2003 e analisados no item anterior.

Em outras palavras, a dispensa de requisitos ou de registro somente poderá ser concedida quando não existir interesse regulatório em exigir o cumprimento integral das regras editadas pela CVM, o que decorrerá do acesso pelos investidores a todas as

informações e dados necessários para decidir-se a respeito da oportunidade de investimento de forma consciente, refletida e independente.

O procedimento de dispensa de requisitos ou de registro da oferta pública deverá ser iniciado pelo ofertante ou pela instituição intermediária, por meio de requerimento escrito, observados os requisitos mínimos indicados no Anexo I à Instrução CVM 400/2003[401]. Da manifestação devem constar todos os motivos e justificavas para a concessão da dispensa pleiteada e, ainda, a opinião do requerente a respeito da legalidade do pedido, podendo ser dispensado tratamento confidencial[402].

Após a apresentação da solicitação de dispensa e de todos os documentos relacionados, a CVM terá o prazo de 10 dias úteis para analisá-la e formular eventuais exigências, a que se seguem os prazos de 10 dias úteis para cumprimento de exigências pelo interessado e 5 dias úteis para verificação do cumprimento de exigências pela autarquia[403]. O pedido de dispensa pode ser apresentado conjuntamente com o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Para fins da exposição que será feita a seguir, preferiu-se dividir e comentar, um a um, cada uma das condições especiais elencadas no §1º do art. 4º da Instrução CVM 400/2003. Apesar disso, é importante esclarecer que nos julgados analisados pela autarquia para a elaboração desse trabalho, não foi localizado caso algum em que qualquer das condições tenha sido utilizada isoladamente como fundamento do pedido de dispensa de requisitos ou de registro. Ou seja, os interessados na dispensa, e a própria CVM, geralmente constroem os casos em torno da aplicação conjunta de mais de uma das condições especiais, de modo que uma funcione como suporte das outras.

[401] O requerimento deverá observar as seguintes condições: (a) identificação da companhia emissora e de todas as pessoas envolvidas na operação, não sendo considerado pela CVM pedido fundamentado em situação hipotética; (b) limitação do pedido à questão objeto da dispensa pleiteada, evitando contemplar possíveis situações que podem ocorrer no futuro; e (c) o pedido deve ser conciso e objetivo, não obstante conter todos os fatos e documentos necessários para se concluir sobre a dispensa.

[402] Caso seja do interesse do requerente e desde que devidamente solicitado, de maneira fundamentada, a CVM poderá conceder tratamento confidencial para o pedido de dispensa, nos termos do inciso V do Anexo I à Instrução CVM 400/2003.

[403] Art. 4º, §4º, inciso IV, da Instrução CVM 400/2003.

1.1.1 Valor unitário dos valores mobiliários ofertados e valor total da oferta

Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários dos mais diferentes volumes financeiros podem ser realizadas no mercado, despertando diferentes preocupações regulatórias. A maior oferta pública de distribuição de valores mobiliários registrada na CVM de que se tem notícia foi realizada em 2010, pela Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás, no valor total de R$ 120.248.558.770,30, envolvendo a distribuição de ações ordinárias e ações preferenciais em operação de aumento de capital social da companhia.

Em princípio, podem ser discutidos quatro principais combinações entre valor unitário dos valores mobiliários ofertados e valor total da oferta: (a) valor unitário baixo e valor total da oferta também baixo; (b) valor unitário baixo e valor total da oferta alto; (c) valor unitário alto e valor total da oferta baixo; e (d) valor unitário alto e valor total da oferta também alto.

Na análise do pedido de dispensa de requisitos ou da obrigatoriedade de registro da oferta pública, à CVM preocupa saber o valor unitário dos valores mobiliários, o que dá a medida de quem podem ser os potenciais investidores interessados na oferta pública, assim como o valor total ofertado, o que permite modular os efeitos de eventual dispensa vis a vis os riscos de que fraudes e irregularidades possam se espalhar e comprometer o funcionamento do mercado como um todo.

Se o valor unitário dos valores mobiliários é baixo, assim como o valor total da oferta, a tendência é a de que o público investidor da oferta seja relativamente limitado em termos de quantidade, o que reduziria o potencial de risco de propagação de eventuais efeitos negativos caso a oferta venha a ser processada de forma irregular ou caso ocorram ulteriores problemas na relação de investidores e emissores ou ofertantes.

Tal limitação, é importante pontuar, diz respeito apenas à quantidade de pessoas que conseguirão participar da oferta, e não à sua qualificação. Como investidores com os mais diversos níveis de sofisticação ainda podem participar da oferta, é preciso se certificar de que a proteção estatal albergada no registro é dispensável para a tomada de decisão a respeito do investimento por parte dos investidores envolvidos.

Por outro lado, como o capital investido por cada investidor individualmente é reduzido, em razão do valor unitário e do valor total da oferta serem ambos baixos, eventuais perdas individuais de cada investidor também acabam por ser limitadas, o que favorece o deferimento do pedido de dispensa de requisitos ou da obrigatoriedade de registro da oferta pública nessa hipótese.

Quando o valor unitário dos valores mobiliários é baixo, mas o valor total ofertado é alto, a afirmação de que eventuais perdas individuais dos investidores são limitadas deixa de ser totalmente válida. Isso porque, a despeito de o valor unitário continuar a ser reduzido, o volume de valores mobiliários é mais dilatado como resultado do alargamento do valor total ofertado, o que permite aos investidores, caso assim desejem, aumentar sua exposição ao risco da oferta simplesmente por meio da aquisição de uma maior quantidade de valores mobiliários.

O aumento do valor total da oferta também aumenta o potencial de risco de afetação do funcionamento do mercado em caso de verificação de fraudes ou irregularidades na medida em que permite que mais pessoas participem da oferta. Ainda que o valor unitário dos valores mobiliários possa ser baixo, o volume da oferta pode ser considerado como fator de risco para o mercado, o que restringiria a disposição da autarquia em deferir a dispensa pleiteada[404].

Nos casos em que valor unitário dos valores mobiliários for alto, independentemente de o valor total ofertado ser baixo ou alto, estaremos diante de um cenário em que provavelmente haverá uma limitação natural da quantidade de investidores envolvidos na operação em razão do valor mínimo inicial exigido a título de investimento para participação na oferta.

Nessas hipóteses, diferentemente do que ocorre quando o valor unitário dos valores mobiliários é baixo, o preço unitário elevado favorecerá a formação de um público investidor

[404] Na análise do caso de distribuição secundária de ações de emissão da Gerdau S.A. com pedido de dispensa de registro, o valor total da oferta foi um dos fatores utilizados pelo diretor Marcelo Fernandez Trindade para indeferir o requerimento: "*Embora o valor unitário das ações ofertadas seja relativamente baixo (R$ 25,45, no fechamento do pregão de 17.11.05), o montante total da oferta seria de aproximadamente R$ 348.665.000,00, maior do que o volume destinado ao varejo de praticamente todas as ofertas públicas realizadas nos últimos dois anos e, em alguns casos, maior até do que o volume total da oferta*.". Processo Administrativo CVM RJ2005/7527, relatora Diretora Norma Jonssen Parente, julgado em 13/12/2005.

formado por investidores sofisticados, que supostamente possuem capacidade e conhecimento suficientes para avaliarem, por si próprios, sem qualquer atuação estatal, os riscos de participação em uma oferta na qual houve dispensa de requisitos para o registro ou dispensa do próprio registro perante a CVM.

1.1.2 Plano de distribuição de valores mobiliários

Em qualquer cenário de pedido de dispensa de requisitos ou de registro, além do valor unitário dos valores mobiliários e do valor total da oferta, a CVM estará interessada em conhecer de que forma os valores mobiliários serão distribuídos antes de decidir-se a respeito do pedido de dispensa.

A organização do plano de distribuição de valores mobiliários é uma das atribuições da instituição intermediária líder da oferta pública de distribuição, que poderá levar em consideração, na formatação do plano, o prévio relacionamento com clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica. O plano de distribuição e sua execução pelas instituições intermediárias deverá garantir tratamento justo e equitativo aos investidores e adequação da oportunidade de investimento ao perfil de risco de cada investidor abordado[405].

A análise do plano de distribuição permite que a CVM conheça a extensão geográfica da oferta, a quantidade de investidores que se pretende abordar e sua qualificação, a eventual existência de prévio relacionamento entre os investidores e o emissor, o ofertante ou as instituições intermediárias, a forma de contato e o prazo para a conclusão dos esforços de venda.

Assim como ocorre com a análise do valor unitário dos valores mobiliários e do valor total ofertado, quanto mais limitado for o plano de distribuição dos valores mobiliários, notadamente em termos de número de investidores e extensão geográfica da oferta,

[405] Art. 33, § 3º, da Instrução CVM 400/2003. Além disso, o inciso III do mesmo § 3º também exige que os representantes de venda das instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição recebam previamente exemplar do prospecto para leitura obrigatória e que possam esclarecer suas dúvidas com pessoa indicada pelo líder da distribuição. A análise da adequação do perfil do cliente aos produtos, operações e serviços realizados no âmbito do mercado de valores mobiliários deve observar o disposto na Instrução CVM 539/2013.

combinada com a qualificação do público investidor, menores serão os riscos de disseminação de perdas no mercado e dos efeitos negativos de eventual descumprimento da regulação vigente e, por consequência, maior será a disposição da autarquia em autorizar a dispensa requerida.

Em um dos casos de dispensa analisados pela autarquia, envolvendo a oferta pública primária de distribuição de ações da La Fonte Participações S.A., que era destinada exclusivamente a investidores qualificados, o diretor PEDRO OLIVIA MARCILIO DE SOUSA expôs o entendimento de que nas ofertas acompanhadas de pedido de dispensa de cumprimento de requisitos ou de registro na autarquia, especialmente com pedido de dispensa de elaboração de prospecto, a dispensa só poderia ser concedida se o plano de distribuição contiver descrição detalhada do público que se pretende atingir. Ainda segundo o diretor, na hipótese de a distribuição ser dirigida a investidores específicos, previamente determinados, esses investidores também deveriam ser relacionados nominalmente no plano de distribuição[406].

Outro fator que a CVM tem considerado como importante para o deferimento do pedido de dispensa de requisitos ou de registro de oferta pública é a limitação, durante determinado período inicial após a conclusão da oferta, da liberdade de negociação, no mercado secundário, dos valores mobiliários oferecidos com dispensa de requisitos ou de registro de oferta pública.

Tal restrição reflete a regra que existia no artigo 4º, § 4º, inciso III da Instrução CVM 400/2003, que proibia, durante 18 meses a contar do encerramento da oferta, a negociação dos valores mobiliários oferecidos com dispensa entre investidores qualificados e não qualificados[407], exceto se fosse obtido o registro de admissão à negociação de valores mobiliários em mercados organizados ou se tais valores mobiliários fossem do mesmo tipo, classe, espécie e série já admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

[406] Processo CVM RJ2006/4821, julgado em 30/08/2005, no qual o colegiado acompanhou o voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa.
[407] A negociação entre investidores qualificados sempre foi permitida.

O inciso III do §4º do artigo 4º da Instrução CVM 400/2003 foi revogado pela Instrução CVM 482/2010, que incluiu, em substituição, a regra geral prevista no § 5º do mesmo artigo, que autoriza a CVM a impor restrições à negociação em mercados regulamentados dos valores mobiliários oferecidos com dispensa de registro ou de requisitos.

1.1.3 Distribuição em mais de uma jurisdição

Outra condição que pode fazer com que a CVM defira pedido de dispensa de requisitos do registro ou de obrigatoriedade de registro é a circunstância de a oferta estar sendo realizada em mais de uma jurisdição simultaneamente.

Nesse caso, é provável que as diferentes regras de registro, prazos de divulgação e procedimentos não sejam compatíveis entre as jurisdições envolvidas, exigindo do emissor e do ofertante a abertura de um canal de comunicação com as autoridades reguladoras dos países em que a oferta está sendo processada.

O artigo 4º, § 1º, inciso IV da Instrução CVM 400/2003 traz como requisito para o deferimento do pedido de dispensa de requisitos ou de registro o compromisso de que os investidores locais não serão prejudicados em razão da compatibilização pleiteada com o procedimento previsto no exterior, devendo ser dispensado tratamento equivalente entre investidores locais e estrangeiros.

Além de garantir igualdade de condições entre investidores locais e estrangeiros, caberá ao ofertante e ao emissor demonstrar para a CVM que a dispensa pleiteada atende ao interesse público e não prejudica a adequada informação e proteção do público investidor que se pretende atingir com a realização da oferta.

Não foi localizado nenhum precedente, entre os julgados do Colegiado da autarquia sobre o tema, que tenha usado a circunstância de a oferta se realizar em mais uma jurisdição como argumento a favor da dispensa de requisitos ou do registro da oferta pública de distribuição.

1.1.4 Características da oferta de permuta

Caso a oferta pública de distribuição que se pretenda realizar com dispensa de requisitos para o registro ou de registro envolva permuta de valores mobiliários, caberá à CVM analisar as características da oferta de permuta antes de se manifestar a respeito do pedido de dispensa, conforme o disposto no artigo 4º, § 1º, inciso V da Instrução CVM 400/2003.

Na permuta de valores mobiliários, a principal preocupação do órgão regulador em relação ao público investidor, e sua adequada informação e proteção, é saber se foi lhes demonstrado o racional econômico da relação de troca proposta pelo ofertante.

Para tanto, espera-se que o ofertante tenha contratado laudo de avaliação de instituição independente que demonstre quais foram os dados e informações financeiras de ambos os emissores considerados para fins de avaliação e comparação dos valores mobiliários que estão sendo permutados.

Até a conclusão desse trabalho também não foram identificados julgados pelo Colegiado da autarquia no qual a dispensa de requisitos ou de registro da oferta tenha sido deferido com base dos termos da proposta de permuta[408].

1.1.5 Público destinatário: localidade geográfica, quantidade e sofisticação

O artigo 4º, § 1º, incisos VI e VII da Instrução CVM 400/2003 elencam como condições a serem analisadas pela CVM no pedido de dispensa de requisitos para o registro ou do próprio registro as características do público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica, quantidade e sofisticação.

A localidade do público destinatário da oferta pode funcionar como indicativo de seu maior ou menor conhecimento a respeito do funcionamento do mercado de capitais e do investimento em valores mobiliários. O pressuposto da norma parece ser o de que

[408] As ofertas públicas que envolvem permuta de valores mobiliários são geralmente ofertas públicas de aquisição (OPA) e estão disciplinadas pela Instrução CVM 361/2002.

investidores mais próximos dos grandes centros comerciais do país e de onde estão localizadas fisicamente as bolsas de valores, entidades administradoras de mercado de balcão organizado e as principais instituições intermediarias do sistema de distribuição geralmente têm acesso facilitado a informações, dados e conhecimentos em comparação a investidores com residência em locais mais distantes.

A despeito da previsão normativa, é necessário reconhecer que o avanço e o contínuo desenvolvimento de tecnologias na área de telecomunicações e transportes fazem com que a localidade geográfica do público investidor cada vez menos possa ser considerada como fator diferenciador na análise de pedidos de dispensa de requisitos ou de registro de ofertas públicas de distribuição.

O tamanho do público investidor, por outro lado, continua sendo um elemento relevante na análise da CVM.

Em primeiro lugar, quanto mais restrito for o público investidor em termos de quantidade de pessoas envolvidas, menor será o risco de que eventuais problemas na realização da oferta possam se espalhar e prejudicar o funcionamento do mercado.

Em segundo lugar, se a oferta está sendo realizada para apenas alguns poucos investidores, espera-se que tais investidores tenham todos os recursos necessários para os aportes e para que a oferta possa ser concluída com sucesso. Ou seja, o valor de investimento por cada investidor não deverá ser de pequena monta.

Em terceiro lugar, a chance de o emissor, o ofertante ou alguma das instituições intermediárias participantes da oferta manter relação próxima com tais investidores é relativamente mais alta quando a oferta tem um número menor de investidores. Caso contrário, seria difícil imaginar que um grupo limitado de pessoas estivesse disposto a investir valores consideráveis na oferta.

Em quarto e último lugar, considerando o tamanho do público investidor e o valor de investimento médio a ser feito por cada pessoa, provavelmente estaremos diante de investidores sofisticados, com conhecimento e capacidade para entender os riscos de subscrição ou aquisição de valores mobiliários em oferta pública com dispensa de requisitos

ou de registro na CVM, tornando prescindível a atuação estatal por meio da imposição da política de ampla de divulgação de informações.

A terceira e última condição elencada pela norma e relacionada ao público investidor é justamente a sua sofisticação.

Quanto mais qualificado for o público destinatário de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, menor será a necessidade da atuação reguladora do Estado para protegê-lo[409]. A premissa é que investidores sofisticados possuem capacidade para, por si próprios, buscar as informações necessárias de que precisam para a tomada de uma decisão de investimento consciente e refletida, assim como para negociar, diretamente com o ofertante ou com o emissor, proteções e salvaguardas contratuais para seus investimentos[410].

A própria regulação da CVM admite e reflete esse entendimento em várias passagens, como é o caso da Instrução CVM 476/2009, que torna automática a dispensa de registro de oferta pública com esforços restritos de distribuição destinada exclusivamente a investidores qualificados. Outro exemplo é a Instrução CVM 539/2013, que exige das instituições intermediárias a verificação da adequação do produto, serviço ou operação ao perfil do cliente, dispensando tal obrigatoriedade quando o cliente for investidor qualificado[411].

Ainda a esse respeito, a Instrução CVM 539/2013 diferencia o público investidor brasileiro, segundo o critério de sofisticação, a partir da aplicação de classificação que os divide em duas categorias: investidores qualificados e investidores profissionais.

---

[409] No âmbito do Processo CVM RJ2004/1690, julgado em 23/03/2004, a CVM expressamente reconheceu a ausência de necessidade de intervenção do Estado quando se tratar de oferecimento de oportunidade de investimento a investidores qualificados ou acionistas da companhia emissora: "*Como já comentado acima, o público destinatário da oferta – acionistas e investidores qualificados – não demandam, necessariamente, a intervenção do Estado para garantir seu acesso a informações fundamentais ao conhecimento do risco oferecido*." (MEMO SRE/Nº 052/2004).

[410] A esse respeito, vide WALD, Arnoldo. *O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro.* In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n.º 32, abr./jun. 2006, p. 26.

[411] A regra não dispensa a necessidade de verificação da adequação do perfil do cliente ao investimento, produto ou serviço quando se tratar de investidor qualificado pessoas natural, quer sejam pessoas naturais com investimentos em ativos financeiros superior a R$ 1 milhão (considerada pela regulação como investidor qualificado) ou R$ 10 milhões (investidor profissional), quer sejam pessoas naturais aprovadas em exames de qualificação técnica e titulares de certificações aprovadas pela CVM para o registro como agente autônomo de investimento, administrador de carteira, analista ou consultor de valores mobiliários.

Segundo o art. 9º-A da Instrução CVM 539/2013, são considerados investidores profissionais: (a) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB; (b) seguradoras e sociedades de capitalização; (c) entidades abertas e fechadas de previdências complementar; (d) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros[412] em valor superior a R$ 10 milhões e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional, mediante termo próprio; (e) fundos de investimento; (f) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (g) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus próprios recursos; e (h) investidores não residentes.

Por sua vez, são considerados investidores qualificados, em conformidade com o art. 9º-B da Instrução CVM 539/2013: (a) todos os investidores profissionais; (b) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 1 milhão e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado, mediante termo próprio; (c) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios, e ainda que não tenham sido registradas como agentes autônomos de investimento, administradores de carteira ou analistas e consultores de valores mobiliários; e (d) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

[412] A despeito de a Instrução CVM 539/2013 não ter definido o que se entende por "*investimentos financeiros*", a Instrução CVM 555/2014 exemplifica o que se considera "*ativos financeiros*", de modo que o termo "*investimentos financeiros*" da Instrução CVM 539/2013 pode ser tido como sinônimo de "*ativos financeiros*" da Instrução CVM 555/2014. No relatório da audiência pública SDM nº 03/20114, que discutiu a reformulação do conceito de investidor qualificado, com a criação da categoria de investidor profissional, a CVM esclareceu que não poderiam ser considerados como investimentos financeiros os investimentos em imóveis, automóveis, participações societárias de empresas de capital fechado, em obras de arte ou outros ativos cuja existência e valor fossem de difícil comprovação, o que não ocorreria com ativos financeiros, que, em regra, seriam registros eletronicamente e negociados em mercados transparentes. A CVM também refutou a sugestão de vários participantes do mercado que gostariam que o critério de para aferição da sofisticação do investidor não fosse limitado ao conjunto de seus investimentos financeiros, mas alcançasse todos os elementos de seu patrimônio. Segundo a CVM, tal sugestão não seria coerente com o objetivo da norma, de identificar o segmento do público investidor com maior conhecimento sobre o mercado financeiro e de analisar estruturar mais complexas de investimento.

Além disso, os regimes próprios de previdência complementar instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios também podem vir a ser qualificados como investidores profissionais ou investidores qualificados, a depender do reconhecimento que lhes seja conferido pela regulamentação específica do Ministério da Previdência Social[413].

Na hipótese de o pedido de dispensa de requisitos ou de registro ter como fundamento a sofisticação do público investidor, o ofertante deverá apresentar à CVM, juntamente com o requerimento de dispensa, modelo de declaração na qual deverá constar, obrigatoriamente, que os investidores qualificados (a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos, (b) tiverem amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, especialmente aquela que seriam normalmente fornecidas por meio de prospecto e (c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de requisitos ou de registro, conforme o caso[414].

A declaração, que deverá ser assinada por todos os subscritos ou adquirentes dos valores mobiliários oferecidos, deverá ser inserida no boletim de subscrição, no recibo de aquisição ou, no caso de oferta de cotas de emissão de fundo de investimento, no termo de adesão e ciência de risco[415].

1.2 Requisitos do procedimento de registro que mais são dispensados pela CVM: a Deliberação CVM 476/2005

Em 25 de janeiro de 2005, a CVM publicou a Deliberação CVM 476/2005, por meio da qual foi delegada competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) para conceder dispensa de cumprimento de determinados requisitos para a realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

A Deliberação CVM 476/2005 foi editada em razão do grande volume de solicitações de dispensa com o mesmo teor analisadas pelo colegiado da CVM desde a edição

[413] Art. 9º-C da Instrução CVM 539/2013.
[414] Art. 4º, § 4º, inciso I, da Instrução CVM 400/2003.
[415] Art. 4º, § 4º, inciso II, da Instrução CVM 400/2003

da Instrução CVM 400/2003. Segundo os considerados da referida deliberação, na totalidade dos casos examinados, o Colegiado dispensou a exigência pleiteada, o que representaria, por conseguinte, um entendimento uniforme da autarquia[416].

São três as situações de dispensa de requisitos do registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários que podem ser concedidos diretamente pela SRE.

A primeira diz respeito à obrigatoriedade de publicação do prospecto preliminar e definitivo na página da rede mundial de computador da emissora, do ofertante, das instituições intermediárias participantes da oferta, das entidades administradoras do mercado organizado de valores mobiliários onde os valores mobiliários da emissora sejam admitidos à negociação e da CVM.

A Deliberação CVM 476/2005 permite que o prospecto não seja publicado na página eletrônica do ofertante, que muitas vezes acaba sendo uma pessoa física ou sociedade holding, desde que a publicação se dê obrigatoriamente nas páginas da emissora, da instituição líder da distribuição, das demais instituições intermediárias, da CVM e da bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários estejam admitidos à negociação.

A segunda hipótese de dispensa refere-se à exigência de que o nome e o endereço das ofertantes pessoas físicas sejam incluídos nos anúncios de início e encerramento da distribuição. A SRE poderá dispensar o cumprimento desse requisito desde que tais informações constem, de forma detalhada, no mínimo, nos prospectos preliminar e definitivo, assim como no recibo de aquisição dos valores mobiliários.

A terceira e última situação de dispensa diz respeito à impossibilidade de colocação de valores mobiliários junto a pessoas consideradas vinculadas à oferta, tais como controladores ou administradores das instituições intermediárias e da emissora, seus cônjuges, companheiros, ascendentes, descendentes e colaterais até o 2º grau, no caso de

[416] Deliberação CVM 476/2005. "*Considerando d): passado praticamente um ano de vigência da Instrução CVM 400/03, pode-se constatar que o Colegiado teve oportunidade de apreciar, em diversas ocasiões, pedidos de dispensa de requisitos de registro de idênticos teor e fundamento, tendo concedido tal dispensa na totalidade dos casos, que representam, assim, um entendimento já uniforme desta Autarquia*;".

distribuição com excesso de demanda superior em 1/3 à quantidade de valores mobiliários originalmente ofertada, nos termos do art. 55 da Instrução CVM 400/2003.

A principal preocupação da CVM, e a razão da vedação nesse caso, é a possibilidade de favorecimento e utilização de informações sensíveis para a obtenção de vantagens indevidas por tais agentes.

Para mitigar os riscos de condutas irregulares e, por conseguinte, permitir que as pessoas vinculadas à oferta possam participar da distribuição que esteja ocorrendo com excesso de demanda superior à 1/3 da quantidade de valores mobiliários ofertada, a CVM exige como contrapartida, nos termos da deliberação, o deslocamento do termo final dos pedidos de reserva efetuados por pessoas vinculadas para a data que anteceder, no mínimo, 7 dias úteis ao encerramento da coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*), restringindo sua participação na oferta à parcela destinada aos investidores não institucionais e sujeitando-os às mesmas limitações que a estes são impostas (*e.g.*, limites quanto ao valor do pedido de reserva; restrições à participação em uma única instituição intermediária; condições de desistência que não dependem de sua única vontade; sujeição ao rateio em caso de excesso de demanda; entre outras).

A Deliberação CVM 476/2005 também delega à SRE competência para aprovar contratos de estabilização de preços, nos termos do art. 23, § 3º da Instrução CVM 400/2003, desde que tais contratos prevejam procedimentos (a) semelhantes aos propostos nos casos examinados pelo Colegiado, (b) garantam a transparência das negociações realizadas e (c) sejam suficientes para eliminar as possibilidades de manipulação de mercado.

1.3 Ausência de hipóteses gerais de dispensa automática de registro e a necessidade de revisão das normas da CVM

A despeito de a Instrução CVM 400/2003 dispor a respeito de hipóteses gerais em que o ofertante poderá solicitar a dispensa de registro de distribuição à CVM, em quase todos os casos a autarquia deverá se manifestar a esse respeito antes que o interessado possa dar início aos esforços de venda, sob pena de caracterização da realização de oferta pública irregular.

O problema é que existem determinadas hipóteses em que a obrigatoriedade de registro de distribuição revela de antemão uma obrigação desproporcional ao ofertante, impedindo-o de utilizar o mercado de valores mobiliários como uma possível fonte de captação de recursos para seus projetos e atividades.

Sem prejuízo do exame de outros possíveis cenários em que seja possível chegar a mesma conclusão, e assim como referido anteriormente nesse trabalho, ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários que venham a ser destinadas a um público investidor limitado numericamente, cujo preço unitário dos valores mobiliários e o valor total da oferta sejam baixos ou cujo preço unitário dos valores mobiliários seja elevados não representam riscos suficientes para justificar a atuação reguladora estatal e são exemplos de situações que deveriam estar isentas do regime de registro obrigatório.

No primeiro caso, a limitação numérica do público investidor terá como efeitos fazer com que o ofertante tenha uma maior aproximação com os investidores, podendo inclusive forçá-lo a ter de negociar com cada pessoa, individualmente, os termos da oferta. Dessa forma, é razoável presumir que os investidores terão acesso a um conjunto de informações e dados necessários para construir a sua decisão de investimento consciente e refletida sem o auxílio do registro de distribuição.

De maneira equivalente, e ainda que se admita que nem sempre os poucos investidores de uma oferta restrita terão acesso as mesmas informações e dados que lhe seriam franqueadas caso a oferta fosse registrada, os potenciais efeitos danosos do descumprimento da legislação aplicável estarão adstritos às poucas pessoas envolvidas e provavelmente não conseguirão afetar o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, o que, por sua vez, reforça o caráter de dispensabilidade da tutela estatal.

Fenômeno parecido ocorre quando a oferta de distribuição apresenta preço unitário dos valores mobiliários e valor total de captação baixos ou preço unitário elevado.

Em se tratando de ofertas menores em termos de montante de captação e valor total investido individualmente por cada investidor, o regime de divulgação de informações padrão de uma norma tal qual a Instrução CVM 400/2003 não se coaduna com a estrutura de governança da empresa emissora, nem como o porte da oferta pública de distribuição que

se pretende lançar ao público investidor. Exigir o seu cumprimento sem qualquer modulação significaria simplesmente impedir que tais emissores pudessem acessar o mercado de capitais.

Ainda que o regime informacional de ofertas desse tipo venha a ser mais brando ou até mesmo inexistente, o valor total de perda a que cada investidor está sujeito é tão pequeno que mais uma vez a intervenção do Estado na relação privada dos agentes parece não encontrar respaldo.

No contexto do Direito Europeu, a "Diretiva dos Prospectos" prevê que qualquer oferta pública cujo valor total de captação seja inferior a 1 milhão de Euros em um período de 12 meses deve ser isenta de elaboração de prospecto uma vez que "[...] *é provável que o custo de produção de um prospecto nos termos do presente regulamento seja desproporcionalidade relativamente às receitas previstas da oferta*". Nesses casos, os Estados-Membros da União Europeia são exigidos a não obrigar a elaboração e a publicação de prospecto, que equivale ao registro da oferta pública, ainda que possam exigir o cumprimento de determinado regime informacional[417].

Além do limite de 1 milhão de Euros, a Diretiva atribui aos Estados-Membros competência para dispensar o registro das ofertas cuja valor de captação não supere 8 milhões de Euros em um período de 12 meses "[...] *tendo em conta o nível de proteção nacional dos investidores que considerem adequado*" [418].

No que diz respeito às distribuições de valores mobiliários cujo valor unitário é elevado, o pressuposto é de que os investidores, em razão do volume de investimento exigido para participar da oferta, conseguirão, por si só, ter acesso as informações de que necessitam para tomar sua decisão de investimento, assim como reunir condições suficientes para barganhar com o ofertante eventuais ajustes nas condições e termos da oportunidade de investimento oferecida. Por conseguinte, o Estado não precisaria atuar em uma relação privada na qual o investidor já está devidamente informado e consegue autonomamente se

[417] Item 12 dos considerandos e art. 1º, item 3, do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017.
[418] Item 13 dos considerandos e art. 3º, item 2 (b), do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017.

defender e se resguardar de eventuais práticas abusivas que o ofertante possa pretender realizar no futuro.

Para essa hipótese em específico, a "Diretiva dos Prospectos" dispensa a publicação de prospecto, que equivale ao registro de distribuição, desde que a oferta seja destinada exclusivamente a investidores qualificados ou que tenha valor mínimo de investimento igual ou superior a 100 mil euros por investidor[419].

Em todos os casos acima, e eventuais outros que venham a ser identificados nos cursos das discussões com o mercado, a CVM poderia em vez de condicionar a dispensa de registro a sua análise prévia, dispensar o cumprimento do registro automaticamente, podendo, ou não, impor contrapartidas, como a exigência de cumprimento de um regime informacional mínimo ou o reporte de dados sobre as ofertas realizadas e os investidores abordados.

Com essa medida, não só ofertantes e emissores teriam mais liberdade para fazerem ofertas públicas de distribuição de forma mais ágil e célere, sem o risco de sofrer sanções administrativas ou até mesmo penais pela realização de distribuição irregular de valores mobiliários, como a CVM poderia destinar seus limitados recursos humanos e financeiros para a supervisão de ofertas públicas que realmente demandam uma intervenção regulatória mais presente.

2. Regime geral de dispensa automática de registro: o art. 5º da Instrução CVM 400/2003

2.1 Ofertas públicas de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público: o art. 5º, inciso I, da Instrução CVM 400/2003

O art. 5º, I, da Instrução CVM 400/2003, prevê que a oferta pública de distribuição de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas, direta ou indiretamente pelo poder público, está automaticamente dispensada de registro na

[419] Art. 1º, item 4, alíneas (c) e (d), do Regulamento (UE) 2017/1129 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017.

autarquia, sem a necessidade de formulação do requerimento prévio à CVM previsto no artigo 4º da mesma instrução, desde que observados os termos da Instrução CVM 286/1998.

A Instrução CVM 286/1998 dispõe sobre a alienação de ações ou valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações[420] de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas, direta ou indiretamente, pelo poder público e dispensa, nos casos em que especifica, os registros de que tratam os artigos 19 (registro de oferta pública) e 21 (registro de emissor) da Lei 6.386/1976.

A instrução não se aplica às operações de venda de valores mobiliários detidos por instituições financeiras e pelas instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, que tenham por objeto participação no capital de outras companhias e que sejam controladas, direta ou indiretamente, pela União, Estados, Distrito Federal, Municípios ou demais entidades da administração pública[421].

O art. 2º da Instrução CVM 286/1998 disciplina as operações de venda de participação societária minoritária de que são titulares a União, os Estados, o Distrito Federal, os Municípios e as demais entidades de administração pública. O referido dispositivo aplica-se apenas à alienação de participação minoritária que não configure oferta publica de distribuição de valores mobiliários[422].

Não há, contudo, qualquer delimitação ou especificação na norma do que poderia ser feito para evitar tal caracterização.

A venda de participação societária minoritária, nos termos do art. 2º da Instrução CVM 286/1998, será realizada por meio de leilão especial organizado em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, em que deverá ser identificado o alienante e observadas as seguintes condições[423]:

---

[420] A extensão da abrangência da norma para os valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações está prevista no art. 8º da Instrução CVM 286/1998.

[421] Art. 7º da Instrução CVM 286/1998.

[422] Art. 2º, § 1º, da Instrução CVM 286/1998. Com base em outros casos em que se discutiu a possibilidade de realização de leilão para venda de blocos de ações, notadamente no caso de distribuição das sobras da Tec Toy S.A., a ausência de esforços de venda foi uma das características observadas pelo ofertante para evitar que a operação fosse interpretada como oferta pública de distribuição de ações (a esse respeito, vide item 3 do Capítulo IV da Parte II]).

[423] Artigo 2º, incisos I e II da Instrução CVM 286/1998.

(a) no caso de alienação de participação societária em companhia aberta com ações negociadas em mercados regulamentados, deverá ser publicado aviso a esse respeito, em boletim diário de informações da instituição onde o leilão será realizado, com divulgação para as demais bolsas e entidades de mercado de balcão organizado, se houver, com pelo menos 2 dias úteis de antecedência da data do leilão. O aviso deverá fazer referência ao ato do poder executivo ou legislativo ou à disposição legal ou estatutária que tiver autorizado a alienação das ações ou valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações. Para a realização da operação, além da divulgação do anúncio, a instrução não prevê qualquer procedimento de autorização prévia ou consulta à CVM;

(b) na hipótese de alienação de participação societária em companhia aberta sem ações negociadas em mercados regulamentados ou em companhia fechada, a realização do leilão deverá ser precedida de edital, a ser previamente aprovado pela CVM[424], contendo, pelo menos: (i) informações sobre o objeto do leilão, modo pelo qual se realizará, possibilidade de interferência dos vendedores e possibilidade de preferência ao arrematante que se propuser a adquirir todo o lote ofertado de ações emitidas por companhia fechada; (ii) indicação da condição da companhia, se aberta ou fechada, e caso seja fechada, ressalva de que as ações ou valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações somente poderão ser negociadas por seus adquirentes através de transações privadas; (iii) descrição das demais caraterísticas da operação; e (iv) referência ao ato do poder executivo ou legislativo ou à disposição legal ou estatutária que tiver autorizado a alienação das ações ou valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações. O edital deverá ser publicado pelo menos 1 vez, com no mínimo 5 dias de antecedência da data do leilão, em jornal de grande circulação na localidade em que será

[424] Interessante observar que a CVM optou por disciplinar operações de alienação de participação societária que, em princípio, não estariam relacionadas a seu campo de atuação, seja por que não envolverem companhias abertas, seja porque também não se caracterizariam como ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Até a conclusão desse trabalho, não foi identificado nenhum caso discutindo eventual excesso de poderes por parte da CVM.

realizado o leilão e na capital do Estado em que a entidade pública tiver sua sede[425].

A análise do art. 2º da Instrução CVM 286/1998 chama atenção para a circunstância de a CVM ter optado por regular operação de venda de participação societária que não envolve oferta pública de distribuição de valores mobiliários, e em alguns casos sequer companhia aberta registrada na autarquia.

A despeito dos esforços de criação de procedimentos claros e bem delimitados, que em última análise podem até trazer segurança e benefícios para os agentes envolvidos, parece que a CVM extrapolou seu poder regulamentar, passando a disciplinar aspectos do processo de desestatização de entidades públicas que não lhe são afeitos simplesmente por não envolver transações em mercados regulamentados de valores mobiliários (companhias abertas ou ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários).

O art. 3º da Instrução CVM 286/1998, por sua vez, disciplina a hipótese de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de ações ou valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de entidades sujeitas ao procedimento de desestatização.

Nessa hipótese, e diferentemente do art. 2º, trata-se de oferta pública de distribuição de valores mobiliários segundo os critérios previstos na legislação e na regulação da CVM, o que atraí a competência da autarquia para decidir a respeito de eventual dispensa de requisito ou de registro.

Em se tratando de alienação de participação societária de titularidade de entidades públicas no âmbito de processo de desestatização, a possibilidade de dispensa de registro de oferta pública de distribuição está diretamente relacionada com a exigência de pré-identificação, pré-qualificação e de verificação de condições especiais para que os interessados na aquisição de participação societária possam participar da concorrência[426].

---

[425] Art. 2º, § 2º, da Instrução CVM 286/1998.

[426] A diferenciação entre as ofertas realizadas em razão dos procedimentos de desestatização e as demais ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários está também referida no considerando f) da Instrução CVM 286/1998: "*f) a desestatização de participação acionária determinada em lei federal, estadual, distrital ou municipal com pré-identificação, pré-qualificação e condições especiais para os adquirentes apresenta*

Na medida em que a oferta estará limitada a um público investidor restrito, que deverá observar os requisitos previstos na lei federal, estadual, distrital ou municipal como condição para ter o direito de poder participar do processo de desestatização, o que, por conseguinte, impedirá eventuais esforços de venda que poderiam ser realizados pela entidade pública, entendeu-se que não faria sentido, nem seria proporcional, exigir o registro da oferta pública de distribuição e impor os correspondentes ônus e encargos à companhia emissora e ao ente desestatizante[427].

Nesse sentido, o art. 3º da Instrução CVM 286/1998 outorga à CVM poderes para dispensar o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários desde que sejam observados os seguintes requisitos, em complemento à verificação da pré-identificação, da pré-qualificação e das condições especiais dos adquirentes:

(a) caso se trate de emissora companhia aberta, o registro junto à CVM deverá estar atualizado; na hipótese de companhia fechada, estará dispensada de obter o registro de companhia aberta na CVM, mas se, em razão da liquidação do leilão, o número de acionistas for elevado para mais de 100 pessoas, deverá, em até 180 dias a contar da data de liquidação do leilão, providenciar seu registro de companhia aberta na CVM[428];

(b) deverá ser elaborado edital contendo, pelo menos: (i) as principais características da distribuição e das ações ou dos valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações a serem distribuídos; (ii) os dados relevantes sobre a emissora e sua condição, se fechada ou aberta; em caso de companhia aberta, deverá ser indicado o mercado onde suas ações são negociadas; e (iii) a ressalva, no caso de companhia fechada, de que os valores mobiliários oferecidos somente poderão ser negociados

característica distinta das ofertas de ações contempladas pela Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.".

[427] A esse respeito, por exemplo, o parágrafo único do artigo 1º da instrução lembra que as hipóteses de dispensa previstas na norma não se aplicam a ofertas que objetivem a dispersão dos valores mobiliários junto ao público investidor.

[428] Art. 4º da Instrução CVM 286/1998. A verificação do número final de acionistas pela CVM é possível de ser realizada em razão do envio, pelas bolsas de valores e entidades administradoras de mercados de balcão organizado, da relação dos arrematantes no leilão.

privadamente, até que a companhia obtenha seu registro de companhia aberta junto à CVM, e, se for o caso, a previsão da obrigação de providenciar tal registro, caso a companhia passe a ter mais de 100 acionistas;

(c) em conjunto com o requerimento de dispensa, deverá ser encaminhado à CVM os seguintes documentos e informações: (i) minuta do edital; (ii) exemplar da publicação do ato que autorizou a alienação das ações; (iii) descrição de eventual impacto de ingresso de sócio estratégico; (iv) configuração prevista para o preenchimento dos cargos de conselho de administração e diretoria; (v) esclarecimento sobre a eventual interveniência da União, Estado, Distrito Federal ou Município na liquidação da operação; (vi) acordo de acionistas, se houver; (vii) informações sobre contratos de concessão ou permissão, ou qualquer forma de delegação para execução de serviços públicos, se for o caso; e (viii) possibilidade de celebração de contratos de prestação de serviços de assistência técnica e de transferência de tecnologia entre os adquirentes das ações e a companhia emissora.

Nos termos da Instrução CVM 286/1998, a dispensa de registro deverá ser solicitada à CVM por meio de requerimento fundamentado, que será considerado automaticamente aprovado se não for indeferido, nem sofrer exigências, em até 30 dias a contar da data de protocolo[429].

É importante notar que o art. 5º da Instrução CVM 400/2003, ao tratar da hipótese de dispensa automática de registro de oferta pública de alienação de ações de entidades públicas, indica que seria desnecessário a "*formulação do pedido previsto no art. 4º*" da

[429] Art. 5º da Instrução CVM 286/1998. O prazo de 30 dias poderá ser interrompido uma única vez, por solicitação da CVM de informações adicionais ou modificações nos documentos da oferta. O prazo para o atendimento de eventuais exigências não será superior a 60 dias, sempre contados da data de recebimento da respectiva correspondência. Após a aprovação da dispensa de registro da oferta, o edital deverá ser publicado pelo menos 1 vez em jornal de grande circulação na localidade em que será realizado o leilão e, adicionalmente, no local da sede da companhia emissora. A publicação deverá ser realizada com antecedência mínima de 10 dias da data do leilão (cf. art. 3º, §2º, da Instrução CVM 286/1998). Caso se trate de emissora que seja companhia aberta, além da publicação do edital, deverão ser observadas as normas de disponibilização de anúncio de início da distribuição previstas na Instrução CVM 400/2003.

mesma instrução, que disciplina o regime geral dos requerimentos de dispensa de requisitos ou de registro de oferta pública.

Como a Instrução CVM 286/1998 não foi alterada expressamente pela Instrução CVM 400/2003, nem por qualquer regra posterior a ela relacionada, permanecem atualmente previstas as regras e o procedimento de dispensa de pedido de registro de oferta pública de valores mobiliários Instrução CVM 286/1998 por meio de solicitação do interessado, referidos acima, o que pode gerar dúvidas ao interprete e contestação se essa seria, verdadeiramente, uma hipótese de dispensa automática de registro.

De toda forma, por se tratar de norma posterior que disciplina a mesma matéria, o nosso entendimento é o de que as ofertas públicas de alienação de ações de entidades públicas estariam automaticamente dispensadas de registro de distribuição na CVM mediante o cumprimento das condições e requisitos previstos na Instrução CVM 286/1998.

2.2 Ofertas públicas de lote único e indivisível de valores mobiliários: o art. 5º, inciso II, da Instrução CVM 400/2003

O art. 5º, II, da Instrução CVM 400/2003, prevê que as ofertas públicas de distribuição de lote único e indivisível de valores mobiliários também estão automaticamente dispensadas de registro na autarquia, sem a necessidade de aguardar qualquer manifestação prévia CVM antes de iniciar os procedimentos da oferta.

Por se tratar de oferta pública de lote único e indivisível de valores mobiliários, pressupõe-se que os valores mobiliários que compõem o lote serão transferidos em bloco para o público investidor, inclusive como forma de assegurar a manutenção de suas características de unicidade e indivisibilidade. Se fosse permitida a comercialização do lote por qualquer outra forma que não em bloco, os elementos da unicidade e indivisibilidade se perderiam.

Conforme demonstrado no item 2.2.5 do Capítulo I dessa Parte II da dissertação, a autarquia já reconheceu em mais de uma oportunidade que a quantidade de investidores procurados ou que efetivamente subscrevem ou adquirem valores mobiliários em uma oferta

é indiferente para os fins de caracterização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

Ocorre que, do ponto de vista comercial, é improvável que uma colocação de lote único e indivisível de valores mobiliários possa ser exitosa sem que o ofertante seja compelido a apresentar todos os dados e informações que o investidor julgar assim necessário.

De forma equivalente, por se tratar, de um lado, de bloco único e indivisível de valores mobiliários e, de outro lado, de uma ponta compradora formada por uma única pessoa ou grupo restrito de pessoas, o valor envolvido nessas transações geralmente não é de pequena monta, o que acaba atraindo investidores mais sofisticados e com maior poder de barganha para negociar salvaguardas para seus investimentos[430].

Por conseguinte, a dispensa de registro de ofertas públicas de distribuição de lote único e indivisível de valores mobiliários fundamenta-se na desnecessidade de intervenção regulatória estatal em operações envolvendo investidores que consigam, por si próprios, acessar todas as informações e dados necessários para decidir a respeito de determina oportunidade de investimento.

A aquisição ou subscrição do lote único e indivisível de valores mobiliários pode ser realizada por um único investidor ou por um grupo de investidores. Nesse último caso, entretanto, o grupo de investidor deve atuar sob um interesse comum, único e indivisível, sob pena de descaracterização da unicidade e indivisibilidade do bloco de valores mobiliários a ser transferido.

Sem prejuízo da análise de outros casos concretos que sejam levados ao conhecimento da área técnica e do colegiado da CVM, e com base nos casos julgados até esse momento, a autarquia entende que os investidores reunidos em grupo estarão atuando sob um interesse comum, único e indivisível quando (a) forem parte de um mesmo grupo

[430] Nesse sentido, vide OIOLI, Erik Frederico; AMARAL, José Romeu G. *O conceito de oferta pública como elemento delineador do regime jurídico dos valores mobiliários.* In: Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, n.º 2, novembro de 2015, p. 155.

econômico, (b) estiverem sujeitos um controlador final comum ou, no caso de fundos de investimento, (c) suas decisões de investimento forem tomadas pelo mesmo gestor[431].

Em razão da limitação do número de investidores inerente à circunstância de comercialização de um bloco único e indivisível de valores mobiliários, a regra de dispensa pressupõe que os valores mobiliários não serão negociados em mercados regulamentados ou, desde que seja tecnicamente e operacionalmente possível, serão negociados apenas e exclusivamente entre os investidores que fazem parte do grupo com o interesse comum, único e indivisível.

Por mais que a oferta não seja registrada na autarquia, nem dependa de qualquer manifestação prévia da CVM para ser realizada, existe o interesse em monitorar e acompanhar de que forma essa hipótese de dispensa tem sido utilizada pelo mercado. Por isso, o § 3º do art. 5º da Instrução CVM 400/2003 prevê que o ofertante deverá informar à CVM o encerramento da oferta pública de lote único e indivisível de valores mobiliários no prazo de até 5 dias a contar da data de sua conclusão de sua colocação aos investidores.

Como o § 3º do art. 5º foi incluído na Instrução CVM 400/2003 apenas em 2010, por ocasião das alterações promovidas pela Instrução CVM 482/2010, a página eletrônica da CVM não reúne de forma organizada os dados das ofertas públicas de distribuição lote único e indivisível de valores mobiliários no período de 2003 a 2009[432].

Entre 2010 e 2017[433], por outro lado, foram comunicadas 137 ofertas de distribuição de lotes únicos e indivisíveis de valores mobiliários, sendo 1 em 2013, 15 em 2015, 81 em

[431] A esse respeito, vide MEMO/SRE/GER-1/Nº 243/2006, datado de 01/11/2006, extraído do Processo CVM RJ 2006/7974; MEMO/SRE/GER-1/Nº 250/2008, de 23/10/2008, extraído do Processo CVM RJ 2008/10219; e MEMO/SRE/GER-1/Nº 55/2013, de 04/10/2013, extraído do Processo CVM nº RJ 2013/1290.

[432] Em consulta a julgados do colegiado da CVM, na página eletrônica da autarquia, envolvendo dispensa de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, foram localizados 2 processos relacionados a ofertas de lotes únicos e indivisíveis antes de 2010: (a) Processo RJ 2004/1433, no qual se informou a realização de distribuição pública de lote único e indivisível de valores mobiliários de emissão da Belpart S.A., da Sweet River Fund Delaware LLC para a Bradesplan Participações S.AProcesso; e (b) RJ 2004/1526, no qual se informou a realização de distribuição pública de lote único e indivisível de valores mobiliários de emissão da Belpart S.A., da Sweet River Fund Delaware LLC para a Bradesplan Participações S.A.. Em ambos os casos, não houve manifestação do colegiado, mas apenas despacho do Superintendente da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários determinando o arquivamento dos processos em face do que dispõe o art. 5º, inciso II, da Instrução CVM 400/2003.

[433] A última consulta à base de dados da CVM foi realizada em 06/12/2017.

2016, e 40 em 2017[434]. Todas as ofertas comunicadas por meio da página eletrônica da CVM, com exceção de uma, ocorrida em 2017, tiverem por objeto a distribuição de cotas de fundos de investimento fechados[435].

Após a conclusão de oferta pública de distribuição de lote único e indivisível de valores mobiliários, a faculdade de dispensa de registro somente poderá ser reutilizada, pelo mesmo ofertante, e em relação a mesma espécie de valores mobiliários da mesma emissora, após o término do prazo de 4 meses, contado da data do encerramento da oferta[436], conforme informado por meio do preenchimento formulário previsto no § 3º do art. 5º da Instrução CVM 400/2003.

3. Ofertas públicas com esforços restritos de distribuição: a Instrução CVM 476/2009

A Instrução CVM 476/2009 regula as ofertas públicas de valores mobiliários com esforços restritos de distribuição, no âmbito do mercado primário e secundário, assim como a negociação desses valores mobiliários em mercados organizados de valores mobiliários após a conclusão dos procedimentos de distribuição.

A instrução normativa tem como objetivos declarados (a) reduzir os custos das ofertas pública de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, (b) facilitar o acesso ao mercado de valores mobiliários por emissores que não reúnam condições para a realização de oferta pública de distribuição nos moldes tradicionais e (c) eliminar incertezas resultantes da amplitude da definição de oferta pública, ao fornecer elementos, nas situações em que especifica, para que os interessados possam saber, antecipadamente, que, ainda que estejam realizando oferta pública de distribuição de valores mobiliários, nos termos da

[434] Dados extraídos da página eletrônica da CVM http://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta.

[435] Entre 12/09/2017 e 18/09/2017 foi realizada a oferta pública de distribuição de debêntures simples da Salus Infraestrutura Portuária S.A., no valor de R$ 31.165.000,00, com a intermediação da RB Capital Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda..

[436] Art. 5, §1º, da Instrução CVM 400/2003. Conforme previsto no § 2º do mesmo artigo, o prazo de 4 meses não se aplica às ofertas públicas de certificados de recebíveis imobiliários ou certificados de recebíveis de agronegócio de uma mesma companhia securitizadora, desde que lastreados em créditos segregados em diferentes patrimônios por meio de regime fiduciário.

regulação da CVM, estão dispensados da obrigatoriedade de registro de oferta pública na autarquia mediante o cumprimento do disposto na instrução[437].

Nesse sentido, o art. 5º da Instrução CVM 476/2009 prevê que as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas com esforços restritos de colocação estão automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o art. 19 da Lei 6.385/1976.

A CVM reconhece, portanto, que as ofertas públicas com esforços restritos se qualificam como ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, mas afasta a necessidade de registro prévio na autarquia mediante o cumprimento dos dispositivos da Instrução CVM 476/2009.

Não faz parte das obrigações previstas na Instrução CVM 476/2009, como condições para a realização da oferta pública com esforços restritos, a elaboração de prospecto, edital ou qualquer material de divulgação de informações específico. A dispensa automática de registro e ausência de obrigatoriedade de elaboração de prospecto tornam mais ágil e célere o processo de distribuição, podendo as ofertas públicas serem iniciadas pelo ofertante e pelas instituições intermediárias no momento em que entenderem que o mercado reúne as melhores condições para tanto.

Apesar de estarem dispensadas de registro na CVM, as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários devem ser obrigatoriamente intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, não sendo possível a realização dos esforços de distribuição exclusivamente pelo ofertante.

A manutenção da exigência de contratação de instituições intermediárias justifica-se em razão da maior parte das obrigações previstas na Instrução CVM 476/2009, incluindo divulgação de informações, verificação de adequação do perfil do investidor ao risco de investimento, guarda de registros de contatos com investidores e arquivos relacionados à oferta, fiscalização e monitoramento de regras de proibição de negociação em mercado

[437] Os objetivos da norma estão referidos textualmente no edital de audiência pública (Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/2008 – 08/09/2009) e no relatório de audiência pública (Relatório de Análise SDM – Audiência Pública nº 05/2008 – 05/12/2008) que antecederam à publicação da Instrução CVM 476/2009.

secundário, ser imposta às instituições intermediárias, que atuam como verdadeiros *gatekeepers* ao lado da CVM[438].

A importância da Instrução CVM 476/2009 para as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários pode ser medida em números.

Em 2009, ano da publicação da norma, foram concluídas apenas 3 ofertas públicas com esforços restritos, todas envolvendo cotas de fundos de investimento fechados, no valor total de pouco mais de R$ 3 bilhões. Até o início de dezembro de 2017, já haviam sido informadas à CVM como concluídas mais de 1.251 ofertas, com volume total movimentado de pouco mais de R$ 200 trilhões, envolvendo os mais diversos tipos de valores mobiliários, incluindo 12 ofertas públicas de ações ordinárias e 3 de ações preferenciais[439]. Até esse momento, 2017 é o ano com o maior volume de ofertas públicas de distribuição com esforços restritos da história.

Os próximos itens têm por objeto analisar os principais aspectos da Instrução CVM 476/2009, quais sejam (a) valores mobiliários passíveis de distribuição por meio de ofertas públicas com esforços restritos, (b) requisitos a serem observados pelo público investidor para ter acesso às ofertas públicas com esforços restritos, (c) procedimento e regras para realização da oferta e (d) limitações à negociação de valores mobiliários ofertados com esforços restritos no mercado secundário após a conclusão dos procedimentos de distribuição.

---

[438] Nesse sentido, os artigos 10 a 12 disciplinam as obrigações que devem ser observadas pelos intermediários, incluindo o dever de divulgar eventuais conflitos de interesses, certificar-se de que os investidores têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar a qualidade e os riscos dos valores mobiliários ofertados, comunicar à CVM o início e o encerramento da oferta, entre outras.

[439] Dados disponíveis em http://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta. Acesso em 06/12/17. Os dados completos de todo o período, de 2009 a 2017, são os seguintes (considerando apenas ofertas encerradas dentro do ano base de apuração, conforme formulários de encerramento enviados à CVM): (a) 2009: número total de ofertas: 3; valor total movimentado: R$ 3.354.275.106,10; (b) 2010: número total de ofertas: 10; valor total movimentado: R$ 4.391.843.118,21; (c) 2011: número total de ofertas: 11; valor total movimentado: R$ 2.344.266.183,59; (d) 2012: número total de ofertas: 19; valor total movimentado: R$ 28.908.337.425,24; (e) 2013: número total de ofertas: 28; valor total movimentado: R$ 13.512.674.936.644,46; (f) 2014: número total de ofertas: 77; valor total movimentado: R$ 1.988.632.029.376,03; (g) 2015: número total de ofertas: 384; valor total movimentado: R$ 809.707.860.204,50; (h) 2016: número total de ofertas: 1.149; valor total movimentado: R$ 198.350.703.444.575,53; e (i) 2017 (até 06/12/2017): número total de ofertas: 1.253; valor total movimentado: R$ 200.150.249.506.693,41.

3.1 Valores mobiliários passíveis de distribuição com esforços restritos

Não são todos os valores mobiliários que podem ser objeto de ofertas públicas de distribuição com esforços restritos.

Nas oportunidades em que se manifestou a esse respeito, no âmbito de audiências públicas para alteração da Instrução CVM 476/2009, a CVM se mostrou bastante cautelosa e conservadora ao examinar quais valores mobiliários poderiam ser distribuídos sem registro prévio por meio da realização de ofertas públicas com esforços restritos.

Quando da publicação da instrução em janeiro de 2009, a CVM preferiu deixar de fora do rol exaustivo de valores mobiliários passíveis de distribuição com esforços restritos, previsto no art. 1º, § 1º, da Instrução CVM 476/2009, as ações, os bônus de subscrição e os demais valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, como as debêntures.

A despeito de inúmeras manifestações contrárias de diversos agentes que participaram das discussões da audiência pública naquela oportunidade, o argumento utilizado pela autarquia foi o de que seriam necessários estudos e debates adicionais, especialmente a respeito de questões mais complexas, como a eventual exclusão do direito de preferência de acionistas no caso de ofertas públicas com esforços restritos de ações no mercado primário, o que demandaria mais tempo de análise e amadurecimento, antes que se pudesse introduzir as sugestões do mercado[440].

Em 2014, por meio da Instrução CVM 551, os certificados de operações estruturadas e, desde que emitidos por emissor registrado na categoria A[441], as ações, os

[440] Relatório de Análise SDM – Audiência Pública nº 05/2008 – 05/12/2008. Entre os argumentos apresentados a favor da inclusão de ações e demais valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, destacam-se: (i) a criação de uma etapa intermediária entre a abertura de capital e a manutenção da empresa como companhia fechada, o que permitiria aos emissores de menor porte se familiarizarem gradativamente com o ambiente regulado do mercado de valores mobiliários e iniciarem relacionamentos com investidores; e (ii) a possibilidade de companhias abertas realizaram ofertas públicas de distribuição com mais agilidade. Alternativamente, alguns agentes propuseram que a CVM, caso não aceitasse a inclusão de ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações no rol objeto de ofertas públicas com esforços restritos para todos os emissores, inclusive companhias fechadas, permitisse que pelo menos as companhias abertas pudessem distribuí-las com esforços restritos. Isso garantiria mais agilidade às companhias abertas e não prejudicaria em nada o público investidor, que continuaria tendo acesso a todas as informações divulgadas em razão do fato de envolver companhia registrada na autarquia.

[441] O art. 2º da Instrução CVM 480/2009 prevê que o emissor de valores mobiliários pode requerer seu registro na CVM na "categoria A" ou na "categoria B". A "categoria A" autoriza a negociação de quaisquer valores

bônus de subscrição, as debêntures conversíveis ou permutáveis em ações e os certificados de depósitos de tais valores mobiliários, passaram a ser expressamente admitidos como tipos de valores mobiliários sujeitos à distribuição com esforços restritos por meio da Instrução CVM 476/2009.

Em pouco mais de 2 anos de vigência da Instrução CVM 551/2014, foram informadas à CVM o início e o encerramento de 25 ofertas públicas de distribuição com esforços restritos de ações ordinárias, 10 de ações preferenciais, 2 de debêntures conversíveis, 1 de bônus de subscrição e 4 de certificados de depósitos de valores mobiliários, o que revela o apetite do mercado pela utilização da oferta pública com esforços restritos de distribuição para colocação desses tipos de valores mobiliários[442].

Atualmente, os seguintes tipos de valores mobiliários são passíveis de distribuição pública com esforços restritos:

(a) notas comerciais (utilizada como sinônimo de notas promissórias);

(b) cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira[443];

(c) debêntures não conversíveis ou não permutáveis por ações;

(d) debêntures conversíveis ou permutáveis em ações[444] e seus correspondentes certificados de depósito, desde que emitidos por emissor registrado na CVM na categoria A;

---

mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários. A "categoria B" também autoriza a negociação de todos os valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto ações, certificados de depósito de ações ou outros valores mobiliários que confiram a seu titular o direito de adquirir ações e certificados de depósitos de ações, ainda que em consequência de sua conversão ou do exercício de direitos que lhe sejam inerentes.

[442] Dados disponíveis em http://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta. Acesso em 15/12/2017.

[443] A respeito da discussão em torno da caracterização de CCB como valor mobiliário vis a vis a exclusão dos títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira do alcance da Lei 6.385/1976, vide a discussão apresentada no item 3.2 do Capítulo I da Parte II.

[444] No Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/2014, datado de 25/09/2014, extraído do Processo CVM RJ-2013/5756, a área técnica da autarquia deixou claro que não apenas as debêntures devem ser emitidas por companhia aberta registrada na categoria A, como também as ações em que são permutáveis ou conversíveis, desde o momento do início da oferta pública.

(e) cotas de fundos de investimento fechados;

(f) certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio;

(g) letras financeiras, desde que não relacionadas a operações ativas vinculadas;

(h) certificados de direitos creditórios do agronegócio;

(i) cédulas de produto rural – financeiras que não sejam de responsabilidade de instituição financeira;

(j) *warrants* agropecuários;

(k) certificados de operações estruturadas;

(l) ações, bônus de subscrição e seus correspondentes certificados de depósito, desde que emitidos por emissor registrado na categoria A; e

(m) certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível I, Nível II e Nível III[445].

3.2 Público destinatário limitado: investidores profissionais

A Instrução CVM 476/2009 limita o público investidor destinatário das ofertas públicas com esforços restritos de distribuição em três dimensões: (a) qualificação, (b) quantidade e (c) forma de abordagem.

[445] Os artigos 4º-A e 4º-B da Instrução CVM 476/2009 preveem que para realizar oferta pública com esforços restritos de certificados de depósito BDR a empresa patrocinadora deve estar enquadrada na condição de emissor estrangeiro ou atender à hipótese de dispensa de enquadramento prevista na Instrução 480/2009, salvo se já estiver registrada na CVM como emissor estrangeiro antes de 31 de dezembro de 2009. O atendimento de tal requisito deverá ser declarado pelo representante legal da empresa patrocinadora, por meio de documento escrito acompanhado da memória do cálculo feita pelo emissor para verificação do percentual de ativos localizados no Brasil. O art. 7º, inciso I, da Instrução CVM 476/2009 dispensa de registro de emissor os emissores estrangeiros cujos valores mobiliários sejam lastro para programas de certificados de depósito de ações – BDR Nível I, patrocinado ou não.

No que diz respeito à qualificação, o art. 2º da instrução prevê que apenas investidores profissionais, conforme definição constante na Instrução CVM 539/2013, podem subscrever ou adquirir valores mobiliários no âmbito de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos[446].

A limitação a investidores profissionais é recente, tendo sido introduzida pelas modificações promovidas por meio da Instrução CVM 554/2014. Até dezembro de 2014, a restrição estava fixada no nível de investidores qualificados, o que permitia que uma gama bem mais vasta de investidores pudesse participar das ofertas públicas com esforços restritos de distribuição[447].

Em razão da existência de vários veículos de investimentos cujas cotas somente podem ser negociadas entre investidores qualificados, entre os quais estão FIPs, FIDCs e FICFIDCs, a área técnica da CVM, por meio dos Ofícios Circulares 01/2016 CVM/SIN/SRE e 01/2017/CVM/SRE, manifestou entendimento de que todos os cotistas de fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, que se enquadram nos termos dos arts. 151 e 152 da Instrução CVM 555/14[448], poderiam participar da oferta pública com esforços restritos, inclusive aqueles que não se qualifiquem como investidor profissional.

Segundo a autarquia, os investidores qualificados, por serem cotistas do fundo, conhecem suficientemente bem os riscos inerentes ao fundo, em especial no que diz respeito

---

446 A respeito do conceito de investidores profissionais, vide o item 1.1.5 deste Capítulo V.

447 Até a publicação da Instrução CVM 554/2014, eram considerados como investidores qualificados, para os fins da Instrução CVM 476/2009, os investidores relacionados no artigo 109 da Instrução CVM 409/2004. No caso de pessoas físicas ou jurídicas sem qualificação especial, que para serem consideradas como investidores qualificados precisam demonstrar possuir investimentos financeiros em valor igual ou superior a R$ 300.000,00, a Instrução CVM 476/2009 exigia também investimento, no âmbito da oferta com esforços restritos, de no mínimo R$ 1.000.000,00. Após as alterações promovidas pela Instrução CVM 554/2014, que deslocou os conceitos de investidores qualificados e profissionais para a Instrução CVM 539/2013, passou a se considerar como investidor profissional a pessoa física ou jurídica, sem qualificação especial, com investimentos financeiros em valor igual ou superior a R$ 10.000.000,00.

448 "*Art. 151. É permitida a permanência e a realização de aplicações adicionais, em fundos para investidores qualificados, de cotistas que deixem de se enquadrar na categoria de investidor qualificado, definida nas normas emitidas pela CVM, desde que tais cotistas ingressem no fundo até a data de início de vigência desta Instrução e em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes.*". "*Art. 152. Os fundos de investimento exclusivos e os fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados que exijam a aplicação mínima por investidor, de R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) podem adaptar-se às regras aplicáveis à categoria de investidor profissional, sendo permitida a permanência e a realização de aplicações adicionais por cotistas que tenham ingressado no fundo até a data de início de vigência desta Instrução e em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes.*".

à política de investimento. Da mesma forma, em uma oferta de cotas na qual existam investidores elegíveis e não elegíveis, não permitir a participação de cotistas que seriam investidores inelegíveis nos termos da Instrução CVM 476/2009 acabaria por diluir a sua participação no fundo de forma injustificada, o que se deve procurar evitar.

Além da limitação do público investidor no que diz respeito a sua qualificação, a Instrução CVM 476/2009 também restringe a quantidade de investidores que podem ser procurados e que podem subscrever ou comprar valores mobiliários no âmbito de ofertas públicas com esforços restritos de distribuição.

A esse respeito, o art. 3º da Instrução CVM 476/2009 determina que apenas 75 investidores profissionais podem ser procurados e convidados a adquirir ou subscrever valores mobiliários no âmbito de oferta pública com esforços restritos. Desse universo, até 50 podem efetivamente subscrever ou adquirir os valores mobiliários oferecidos[449].

Se a distribuição de valores mobiliários com esforços restritos já está limitada a investidores profissionais, a categoria mais restrita e exclusiva de investidores no Brasil, é difícil encontrar sentido na imposição de um limite no número de contatos que podem ser realizados pelo ofertante e pelas instituições intermediárias[450]. Nesse ponto, mais uma vez, o argumento da CVM é o de que seria necessário adotar uma postura conservadora e aguardar mais tempo para verificar como o mercado reagiria e se desenvolveria em torno desses limites numéricos, notadamente em razão da possibilidade de distribuição de ações e valores mobiliários referenciados em ações a partir de 2014[451].

Em qualquer cenário, o limite de investidores previsto no art. 3º só começará a ser contado a partir do momento em que ocorrer o início de efetiva *procura* de investidores, o que significa dizer que a mera *consulta* a potenciais investidores, a fim de testar o potencial

[449] Antes da reforma de 2014, até 50 investidores poderiam ser procurados, dos quais no máximo 20 poderiam subscrever ou adquirir valores mobiliários.
[450] Em outras jurisdições, como a norte-americana (*Rule 144A, Section 230.144A(b); e Regulation D, Sections 230.501 (a) e 230.501 (e)(1)(iv)*), europeia (*Prospectus Directive, Article 3(2)*) e portuguesa (cf artigo 110, 1, A, do Código dos Valores Mobiliários Português) não há limitação numérica para ofertas destinadas a investidores sofisticados.
[451] Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/2014, datado de 25/09/2014, extraído do Processo CVM RJ-2013/5756.

interesse em futura e eventual operação, sem que seja formulada oferta de contratar, não deverá ser contabilizada[452].

Da mesma forma, a CVM entende que se a procura for realizada não por iniciativa ou por meio de atividades realizadas pelo ofertante ou pelas instituições intermediárias, mas pelo próprio investidor, esse contato não deverá ser computado para os fins do art. 3º da Instrução CVM 476/2009[453].

Também não são contabilizados como investidores procurados (a) investidores que exerceram direito de prioridade ou preferência no âmbito da oferta e que, portanto, já tinham relacionamento prévio com o emissor[454] e (b) investidores estrangeiros que tenham sido procurados por meio de esforços de venda realizados fora do território nacional[455]. Adicionalmente, fundos de investimento e carteiras administradas de valores mobiliários cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor serão consideradas como apenas um único investidor para os fins do cálculo.

Para permitir a fiscalização, por parte da CVM, dos limites numéricos previstos nos incisos I e II do art. 3º, o art. 7º-A, § 2º, da Instrução CVM 476/2009 impõe ao ofertante e ao intermediário líder da oferta a obrigação de manter lista contendo: (a) nome das pessoas procuradas; (b) número do CPF ou do CNPJ, conforme o caso; (c) data de contato; e (d) decisão em relação à oferta[456].

---

[452] Após receber várias dúvidas a esse respeito, o ponto foi esclarecido pela CVM por meio do Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/2014, datado de 25/09/2014, extraído do Processo CVM RJ-2013/5756.

[453] A esse respeito, vide manifestação da área técnica da CVM no âmbito da audiência pública SDM 01/2014: "*A CVM considera que o limite na procura de investidores não inclui os investidores que tomam a iniciativa de procurar o ofertante ou os intermediários*.". (Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/2014, datado de 25/09/2014, extraído do Processo CVM RJ-2013/5756).

[454] Art. 3º, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM 476/2009.

[455] A esse respeito, vide manifestação da área técnica da CVM no âmbito da audiência pública SDM 01/2014: "*A CVM concorda com os comentários dos participantes e também entende que quando os esforços de venda são realizados fora do território brasileiro o investidor estrangeiro não deve ser contabilizado para fins dos limites do art. 3º, independentemente de onde seria realizada a liquidação da operação*.". (Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/2014, datado de 25/09/2014, extraído do Processo CVM RJ-2013/5756).

[456] Nos termos do artigo 18-A da Instrução CVM 476/2009, todos os documentos e informações exigidos pela instrução devem ser mantidos em arquivo, pelo ofertante e pelo intermediário líder, pelo prazo mínimo de 5 anos, ou por prazo superior, em caso de processo administrativo e determinação expressa da CVM. Os documentos e informações podem ser guardados em meio físico ou eletrônico, admitindo-se a substituição de documentos pelas respectivas imagens digitalizadas.

Por último, a instrução normativa não apenas limita o tipo e o número de investidores que podem ser procurados, mas também expressamente restringe a forma por meio da qual a oferta pública de distribuição com esforços restritos pode ser colocada ao mercado.

Por essa razão, o parágrafo único do art. 2º veda que a procura por investidores seja feita por meio da utilização de qualquer esforço público de captação, incluindo a utilização de lojas, escritórios ou qualquer estabelecimento aberto ao público e serviços públicos de comunicação em geral, tais como imprensa, rádio, televisão e páginas abertas ao público em geral na rede mundial de computadores[457].

Pela mesma razão, nenhum material de publicidade ou marketing pode ser utilizado para atrair a atenção dos investidores no âmbito das ofertas públicas com esforços restritos de distribuição.

3.3 Procedimento de distribuição

Por se tratar de oferta pública com dispensa de registro, as ofertas públicas de distribuição com esforços restritos não estão sujeitas a qualquer ato ou autorização prévia da CVM para serem iniciadas pelo ofertante e pela instituição intermediária líder. Isso não significa, entretanto, dizer que a CVM não tenha interesse em monitorar seus dados e estatísticas.

Com efeito, o *caput* do art. 7º-A da Instrução CVM 476/2009 determina que em até 5 dias úteis, contado da primeira procura a potenciais investidores, o intermediário líder da distribuição deverá enviar comunicado à CVM contendo informações básicas sobre a oferta em andamento[458]. Da mesma forma, a conclusão da oferta deverá ser informada à CVM,

[457] Art. 2º, *parágrafo único*, da Instrução CVM 476/2009.

[458] Deverá ser enviado à CVM sumário com as informações sobre a oferta pública, nos termos do Anexo 7-A da Instrução CVM 476/2009, contendo: (a) dados do ofertante: nome, CNPJ, tipo societário e página na rede mundial de computadores; (b) dados do emissor: nome, CNPJ, tipo societário e página na rede mundial de computadores; (c) nome do intermediário líder e das demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, se houver; e (d) dados da oferta: espécie, classe, forma e data de início.

em até 5 dias corridos, contados do encerramento, por meio do preenchimento e entrega de formulário próprio[459].

Na hipótese de a oferta pública não ser encerrada em até 6 meses a contar da data de seu início, o intermediário deverá encaminhar a CVM, semestralmente, até a data de enceramento da oferta, formulário contendo informações a respeito do andamento da distribuição, com os dados então disponíveis[460].

Em razão das incompatibilidades entre as regras previstas nas Instruções CVM 476/2009 e 400/2003, o art. 5º da Instrução CVM 476/2009 dispõe que as regras da Instrução CVM 400/2003 somente se aplicam ao procedimento das ofertas públicas com esforços restritos de distribuição quando assim tiver sido expressamente previsto.

Uma das hipóteses em que as regras da Instrução CVM 400/2003 se aplica às ofertas públicas com esforços restritos é a distribuição parcial.

Dessa forma, e desde que a distribuição parcial seja permitida no âmbito da operação, ao investidor que tiver condicionado sua adesão à oferta a distribuição integral dos valores mobiliários caberá o direito de restituição dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida à aquisição dos valores mobiliários, na forma e na condição previstas no material da oferta, caso a oferta não tenha obtido o sucesso que se esperava.

Por outro lado, para as ofertas públicas de distribuição com esforços restritos, em princípio não se aplicavam as regras de lote suplementar e mecanismos de estabilização de preços previstas na Instrução CVM 400/2003, o que poderia ajudar as instituições intermediárias a estabilizarem os preços dos ativos negociados após a conclusão dos procedimentos de distribuição.

---

[459] O Anexo 8 da instrução normativa determina o envio das seguintes informações: (a) dados do ofertante: nome, CNPJ, tipo societário e página na rede mundial de computadores; (b) dados do emissor: nome, CNPJ, tipo societário e página na rede mundial de computadores; (c) nome do intermediário líder e das demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, se houver; e (d) dados da oferta: quantidade de valores mobiliários objeto da oferta; espécie; classe; forma; preço unitário; valor total subscrito ou adquirido na oferta; data de início da oferta; data de encerramento da oferta; e dados finais de colocação, nos termos do Anexo VII da Instrução CVM 400/2003.

[460] Conforme previsto no art. 18 da Instrução CVM 400/2003. Nesse ponto, interessante notar que a Instrução CVM 476/2009 expressamente admite que a oferta pública com esforços restritos de distribuição tenha prazo de duração superior a 6 meses, o que extrapola o limite de prazo previsto para as ofertas públicas realizadas em conformidade com a Instrução CVM 400/2003.

Apesar dos apelos de vários participantes do mercado, por ocasião das reformas de setembro de 2014, a opinião da área técnica da CVM na época foi no sentido de que os mecanismos de estabilização de preço e distribuição de lote suplementar fugiriam à lógica de colocação restrita prevista na Instrução CVM nº 476/2009[461].

Inconformados com a decisão, em novembro de 2014 alguns participantes do mercado formularam consulta ao Colegiado da CVM com o objetivo de reabrir a discussão[462]. Em resposta, o Colegiado da autarquia, em reunião realizada em 28 junho de 2016, por meio do voto do relator Diretor PABLO RENTERIA, admitiu a possibilidade de utilização de lote suplementar em ofertas públicas com esforços restritos, tanto no âmbito do mercado primário, quanto secundário, mas determinou que a área técnica analisasse com mais profundidade a possibilidade de utilização de mecanismos de estabilização de preços em ofertas públicas com esforços restritos, assim como avaliasse eventual reforma da Instrução CVM nº 476/2009 para que os ajustes necessários fossem realizados[463].

Por conseguinte, desde o final de junho de 2016 as ofertas públicas com esforços restritos podem ser realizadas com outorga à instituição intermediária líder da opção de distribuição de lote suplementar, o que deverá ser informado aos investidores por ocasião do início da oferta, permanecendo limitada, entretanto, a possibilidade de realização de outras operações de estabilização de preços sem amparo em autorização expressa em instrução normativa.

No final de 2017, no entanto, a CVM colocou em audiência pública proposta de alteração da Instrução CVM 476/2009 para expressamente autorizar a possibilidade de

---

461 Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/2014, datado de 25/09/2014, extraído do Processo CVM RJ-2013/5756.

462 A consulta foi apresentada pelo Banco Itaú BBA S.A. e pelo escritório Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados, o que resultou na abertura do Processo CVM RJ 2014/13261, julgado em 28.06.2016.

463 Nesse sentido, a Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) da CVM divulgou, em novembro de 2017, o estudo denominado "*Operações de estabilização e lote suplementar no âmbito de ofertas com esforços restritos*", disponível na página eletrônica da CVM. A conclusão da área técnica foi no sentido de que não haveria razão para diferenciar as regras da Instrução CVM 400/2003 e a Instrução CVM 476/2009 no que diz respeito à admissibilidade da opção de lote suplementar e de atividade estabilizadora em oferta de valores mobiliários, sugerindo que em eventual reforma da Instrução CVM 400/2003 fosse detalhado o funcionamento do mecanismo de lote suplementar, assim como sua relação com a contratação de um agente estabilizador no período subsequente à oferta.

utilização de lote suplementar e da realização de operações de estabilização de preços em ofertas públicas com esforços restritos de distribuição de ações[464].

O interessado em realizar oferta pública de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos não poderá realizar nova oferta com esforços restritos do mesmo emissor, com a mesma espécie de valores mobiliários, antes do término do prazo de 4 meses contados da data do encerramento da oferta anterior[465].

A regra que proíbe a realização de mais de uma oferta pública com esforços restritos dentro do intervalo de 4 meses não se aplica nos casos em que a nova oferta[466] (a) for submetida a registro na CVM ou (b) tiver por objeto (i) Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) ou Certificados de Recebíveis de Agronegócio (CRA) de uma mesma companhia securitizadora, lastreados em créditos segregados em diferentes patrimônios por meio de regime fiduciário, (ii) Certificados de Operações Estruturadas (COE) de uma mesma instituição financeira, referenciados em ativos ou índices de referência distintos ou (iii) cotas de fundo de investimento fechados, quando destinadas exclusivamente a cotistas do fundo, com o cancelamento, se houver, do saldo de cotas não colocado.

Na hipótese de se tratar de oferta pública de distribuição primária de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis em ações ou certificados de depósitos desses valores mobiliários, é permitido ao emissor excluir o direito de preferência ou reduzir seu prazo de exercício, desde que tal previsão esteja contida no estatuto social da companhia emissora, nos termos do art. 172 da Lei 6.304/1976[467].

---

464 Edital de Audiência Pública SDM 05/2017.

465 A data de encerramento da oferta deverá ser informada pelo ofertante ou pela instituição intermediária à CVM, por meio do preenchimento do formulário modelo indicado no Anexo 8, o que evita eventuais dúvidas a respeito do termo inicial do prazo de 4 meses.

466 Art. 9º da Instrução CVM 476/2009.

467 "*Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263. Parágrafo único. O estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais*.". A esse respeito, MODESTO CARVALHOSA afirma que "[...] *a exclusão do direito de preferência não poderá ser deliberada pela assembleia geral, para viger em determinado aumento. Deve constituir a exclusão regra geral, aplicável todas as vezes em que ocorrer uma das hipóteses previstas em lei.*". CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, vol. 3, 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 805.

A exclusão do direito de preferência pressupõe a possibilidade de os atuais acionistas da companhia emissora poderem participar do processo de aumento de capital por meio de subscrição pública das ações ou valores mobiliários referenciados em ações em bolsa de valores.

Para que seja possível a exclusão do direito de preferência ou a redução do seu prazo de exercício, além da previsão no estatuto social e da circunstância se tratar de companhia com capital autorizado[468], a Instrução CVM 476/2009 determina que o emissor deverá (a) outorgar aos acionistas direito de prioridade para subscrição, na proporção de sua participação no capital social da companhia emissora[469], da totalidade dos valores mobiliários ofertados ou, alternativamente, (b) obter aprovação de todos os acionistas para dispensar a concessão do direito de prioridade[470].

Se a opção do emissor e do ofertante for por reduzir o prazo ou excluir o direito de preferência, sem a obtenção de autorização prévia da totalidade dos acionistas, o que consequentemente implicará na obrigatoriedade de concessão de direito de prioridade, tal circunstância deverá ser divulgada por meio de aviso de fato relevante, contendo o cronograma previsto das etapas da oferta pública e a forma pela qual o direito de prioridade poderá ser exercido[471].

---

[468] Modesto Carvalhosa defende que a exclusão do direito de preferência deve continuar restrita às companhias de capital autorizado: "*A possibilidade legal do estatuto de assim dispor restringe-se às companhias abertas que adotem o regime de capital autorizado. O fundamento para tanto, apresentado por Meyssan, é de que, nelas, as emissões sucessivas de novas ações dentro do capital autorizado são consideradas como continuação da emissão originária. Esta a razão por que não cabe o direito de preferência nessas condições. Esse princípio é, ademais, consagrado no sistema norte-americano, em que as Cortes, em sua maioria apenas aceitam o direito de preferência quando ocorre aumento do capital autorizado, não reconhecendo tal direito na emissão dentro do limite constante dos articles of incorporation*.". CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, vol. 3, 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 803.

[469] Se o capital da companhia emissora for dividido em ações de diversas espécies ou classes e o aumento for realizado por meio da emissão de mais de uma espécie ou classe, as seguintes regras deverão ser observadas (em conformidade com o disposto no art. 9º-A, § 4º, da Instrução CVM 476/2009): (a) no caso de aumento, na mesma proporção, do número de ações todas as espécies e classes existentes, cada acionista exercerá direito de prioridade sobre ações idênticas às de que for possuidor; (b) se as ações emitidas forem de espécies e/ou classes existentes, mas o aumento implicar alteração das respectivas proporções em relação ao capital social total, a prioridade continuará a ser exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que o acionista for possuidor, somente se estendendo para as demais espécies e classes na medida em que seja necessário para lhe assegurar, no capital social aumentado, a mesma proporção que tinha antes da operação; e (c) se as ações emitidas forem de espécies e/ou classes diversa das existentes, cada acionista pode exercer a prioridade, na proporção do número de ações que possuir, sobre ações de todas as espécies e classes emitidas.

[470] Art. 9º-A da Instrução CVM 476/2009.

[471] Art. 9º-A, § 1º, da Instrução CVM 476/2009.

Em nenhuma hipótese, a oferta poderá prever prazo inferior a 5 dias úteis, contado da divulgação do aviso de fato relevante, para exercício do direito de prioridade pelos acionistas da emissora[472]. Em caso de redução do prazo, mas manutenção da possibilidade de exercício do direito de preferência, o prazo de exercício do direito de prioridade deve ser, no mínimo, igual ao que seria necessário para que a soma dos prazos de exercício de ambos os direitos (preferência e prioridade) não seja inferior a 5 dias úteis[473].

O direito de prioridade não tem previsão legal, nem está disciplinado nas Instruções CVM 400/2003 e 476/2009, as quais somente fazem breves referências ao termo, sem qualquer detalhamento de seus contornos e de como seu processamento deveria ser realizado em termos práticos. De toda a forma, pelo que se pôde depreender do exame das últimas operações de ofertas públicas com esforços restritos realizadas em bolsa de valores[474], o direito de prioridade se assemelha ao direito de preferência, garantindo ao acionista a prerrogativa de, durante determinado período de tempo, adquirir a participação societária necessária para que sua participação no capital social da companhia não seja diluída em razão da operação de aumento de capital.

Por fim, deve-se observar que todos os investidores que subscreverem ou adquirirem valores mobiliários no âmbito da oferta com esforços restritos deverão fornecer, por escrito, declaração atestando que estão cientes de que a oferta não foi registrada na CVM e que a negociação dos valores mobiliários ofertados em mercado secundários está sujeita às restrições previstas na instrução normativa, conforme detalhado abaixo.

3.4 Negociação em mercado secundário dos valores mobiliários objeto de ofertas públicas com esforços restritos

A negociação em mercado secundário de valores mobiliários objeto de ofertas públicas com esforços restritos está limitada (a) temporalmente, (b) em razão da qualificação do público investidor e (c) em razão de registro do emissor na CVM.

---

[472] Art. 9º-A, § 2º, da Instrução CVM 476/2009.
[473] Art. 9º-A, § 3º, da Instrução CVM 476/2009.
[474] Como foi o caso nas ofertas públicas de distribuição de ações com esforços restritos das Lojas Americanas S.A. e da Paranapanema S.A..

Quanto à limitação temporal, o art. 13 da Instrução CVM 476/2009 determina que os valores mobiliários objeto de ofertas públicas de distribuição com esforços restritos não poderão ser negociados em mercados regulamentados, nem mesmo apenas entre investidores profissionais, antes do decurso do prazo de 90 dias de cada subscrição ou aquisição pelo investidor profissional[475].

O prazo de restrição não se aplica às negociações com ações, bônus de subscrição, certificados de depósito de ações e certificados de depósitos de valores mobiliários, no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível I, Nível II e Nível III, admitidos à negociação em mercados organizados de valores mobiliários[476]. A justificativa da CVM para a exclusão desses valores mobiliários do prazo de *lock-up* foi a alegada dificuldade operacional das entidades administradoras de mercados organizados em segmentar, em seus sistemas de negociação, as ações restritas e as ações livres para negociação, assim como pelo fato de que valores mobiliários da mesma espécie poderiam ser adquiridos em mercado enquanto durasse o prazo de restrição[477].

O prazo de 90 dias de restrição de negociação justifica-se, segundo a CVM, como forma de evitar que os limites numéricos de investidores procurados e que efetivamente subscrevam ou adquiram valores mobiliários, previstos no art. 3º da Instrução CVM 476/2009, sejam facilmente burlados[478].

Após o decurso do prazo de 90 dias, os valores mobiliários objeto de ofertas com esforços restritos podem começar a ser negociados em mercados regulamentados, porém

---

[475] Está em audiência pública na CVM proposta de alteração da Instrução CVM 476/2009 para exclusão do prazo de lock-up nos casos de oferta de notas promissórias e debêntures não conversíveis ou não permutáveis em ações que contar com garantia firme de colocação da instituição distribuidora, o que tem acabado por limitar a capacidade de crédito de tais instituições intermediárias. Nesse caso, o prazo de 90 dias seria contado a partir da aquisição, por parte do público investidor, dos valores mobiliários da instituição distribuidora, e não da data da subscrição pela instituição distribuidora. Edital de Audiência Pública SDM 05/2017.

[476] Art. 13, parágrafo único, da Instrução CVM 476/2009.

[477] Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/2014, datado de 25/09/2014, extraído do Processo CVM RJ2013/5756.

[478] Ao ser questionada por agentes de mercado a respeito das razões da manutenção do prazo de 90 dias, a área técnica da CVM simplesmente respondeu que tal medida seria necessária "*para evitar a disseminação dos valores mobiliários no mercado para além de 20 subscritores ou adquirentes logo após a realização da oferta*" (Relatório da Audiência Pública SDM 05/2008, datado de 05/12/2018). Por ocasião da reforma de 2014, após ser novamente indagada a esse respeito, a autarquia repetiu o discurso, afirmando que "*o período de lockup do art. 13 existe para se impedir que a regra de limitação ao número de investidores prevista pelo art. 3º seja facilmente elidida*.". (Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/2014, datado de 25/09/2014, extraído do Processo CVM RJ-2013/5756).

apenas entre investidores qualificados[479], ressalvadas as exceções expressamente previstas na instrução normativa, detalhadas a seguir. Além da limitação temporal, portanto, deve ser observada também a restrição quanto à qualificação dos investidores aptos a adquirir e a negociar valores mobiliários que foram objeto de oferta pública com esforços restritos.

A despeito de limitar os esforços de distribuição a apenas investidores profissionais, a Instrução CVM 476/2009[480] permite que investidores profissionais que subscreveram ou adquiriram valores mobiliários no âmbito da oferta com esforços restritos possam negociá-los entre si e também com investidores qualificados após o término do prazo de 90 dias. Na prática, portanto, apesar de não poderem subscrever ou adquirir valores mobiliários durante a oferta, os investidores qualificados precisam apenas aguardar o término do período de *lock-up* para conseguir fazê-lo logo após a oferta, por meio de negociações com os investidores profissionais.

Se o objetivo da CVM foi limitar o acesso a valores mobiliários distribuídos com esforços restritos a investidores profissionais, baseado no pressuposto de que esses teriam melhores condições para suportar os riscos de perda de investimento e negociar salvaguardas com as contrapartes emissora e ofertante do que as demais categorias de investidores (qualificados e não qualificados) durante o processo da oferta, deixar que investidores qualificados possam negociar com tais valores mobiliários a partir de 90 dias a contar do encerramento da oferta é um verdadeiro contrassenso

Ou se permite que investidores qualificados participem das ofertas públicas com esforços restritos desde o início, pois se reconhece que investidores qualificados e investidores profissionais possuem capacidade e condições equivalentes para individualmente, sem a atuação reguladora estatal, ter acesso a informações e negociar proteções com os ofertantes e instituições intermediarias, ou se veda essa opção em absoluto, por acreditar que os investidores qualificados não podem acessar os mesmos produtos disponíveis aos investidores profissionais.

De forma equivalente, determinar a aplicação de um *lock-up* de 90 dias apenas como medida para evitar que os limites do art. 3º não sejam facilmente elididos tampouco

[479] Art. 15 da Instrução CVM 476/2009.
[480] Arts. 13 e 15 da Instrução CVM 476/2009.

parece ser a melhor forma de assegurar o cumprimento da norma. Inclusive, em nenhum momento houve manifestação da autarquia indicando possíveis falhas ou dificuldades na aplicação do regime de responsabilidades da instrução normativa a motivar a inclusão de tal previsão, razão pela qual faria mais sentido exigir o normal cumprimento da norma, aplicando as penalidades correspondentes em caso de verificação de irregularidades, sem a criação de entraves desnecessários para o funcionamento do mercado.

Se a CVM adotou uma postura conservadora e talvez equivocada ao manter o prazo de impedimento de negociações durante os 90 dias a contar da subscrição ou aquisição, foi, por outro lado, arrojada ao prever no *caput* do art. 14 da Instrução CVM 476/2009 que os valores mobiliários oferecidos com esforços restritos de distribuição poderão ser negociados em mercado de balcão não organizado e em mercado de balcão organizado mesmo que emissor não possua registro de companhia aberta na CVM[481].

Com essa previsão, a CVM acabou por criar uma exceção à regra geral contida na Lei 6.385/1976[482] e nas Instruções CVM 400/2003 e 480/2009, de que somente valores mobiliários de emissores registradas na CVM poderiam ser negociados em mercados regulamentados.

A negociação de valores mobiliários objeto de esforços restritos de distribuição em bolsa continua, por outro lado, sujeita ao registro prévio da companhia emissora na CVM de que trata o art. 21 da Lei 6.385/1976[483].

A ausência de obrigatoriedade de registro como companhia aberta na CVM não significa que os emissores que venham a negociar valores mobiliários em mercado de balcão não organizado e em mercado de balcão organizado estão livres do cumprimento de um regime informacional mínimo.

---

[481] No caso de cotas de fundos de investimento, a negociação em mercado de balcão organizado e não organizado só será admitida se o fundo estiver registrado para funcionamento na CVM (cf. art. 14, § 1º, da Instrução CVM 476/2009).

[482] O parágrafo primeiro do artigo 21 é textual nesse sentido: "*§ 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão*.".

[483] A restrição não se aplica aos certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR patrocinado Nível 1, cuja negociação se dará nos termos da Instrução CVM 332/2000 (cf. art. 14, § 3º, da Instrução CVM 476/2009).

Nesse sentido, o art. 17 da Instrução CVM 476/2009 determina que, entre outras informações, os emissores que não forem companhias abertas registradas na CVM, mas tiverem valores mobiliários admitidos à negociação em mercado de balcão organizado e mercado de balcão não organizado por força da realização de oferta pública de distribuição com esforços restritos, devem (a) preparar demonstrações financeiras em conformidade com a Lei 6.404/1076 e com as regras editadas pela CVM, (b) submeter demonstrações financeiras a auditoria, por auditor independente registrado na CVM, (c) divulgar demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e parecer dos auditores independentes, em sua página na rede mundial de computador, em até 3 meses contados do encerramento do exercício social, devendo mantê-las à disposição dos acionistas por um prazo mínimo de 3 anos e (d) observar as regras da Instrução CVM 358/2002 no tocante ao dever de sigilo e vedações à negociação, devendo ainda comunicar a ocorrência de qualquer fato relevante[484].

A restrição de negociação entre investidores qualificados após o término do prazo de *lock-up* de 90 dias não será aplicável ou deixará de ser aplicável quando o emissor obtiver registro de companhia aberta na CVM.

Além do registro de emissor na CVM, nos casos de ofertas de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis por ações, certificados de depósito desses valores mobiliários ou certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de programa de BDR Patrocinado Nível II e Nível III, deverão ser observadas as seguintes regras adicionais para que investidores de varejo possam passar a negociar com tais valores mobiliários[485]:

(a) se a companhia aberta for operacional[486], a negociação com investidores não qualificados poderá passar a ser realizada desde que (i) tenha ocorrido

[484] Tanto os controladores, quanto os administradores do emissor são responsáveis pelo cumprimento do disposto no art. 17, constituindo infração grave a sua não observância, nos termos do art.18 da Instrução CVM 476/2009.

[485] Art. 15, §§ 1º, 3º, 4º e 5º, da Instrução CVM 476/2009.

[486] Para os fins do disposto no art. 15 da Instrução CVM 476/2009, considera-se pré-operacional a companhia que ainda não tiver apresentado receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM (cf. §7º do art. 15 da Instrução CVM 476/2009). Esse é o mesmo conceito utilizado no art. 32-A, § 3º, da Instrução CVM 400/2003.

ou venha a ocorrer o encerramento de oferta pública de distribuição registrada na CVM de valores mobiliários da mesma espécie e classe dos valores mobiliários ofertados com esforços restritos; ou (ii) tenha transcorrido o período de 18 meses da data de admissão à negociação em bolsa de valores de valores mobiliários da mesma espécie e classe dos ofertados[487];

(b) se a companhia aberta não for operacional, a negociação com investidores não qualificados poderá passar a ocorrer desde que, (a) cumulativamente, (i) o emissor venha a se tornar operacional, (ii) tenha decorrido 18 meses a contar do encerramento da oferta e (iii) tenha decorrido 18 meses da admissão à negociação de seus valores mobiliários em bolsa de valores, ou, alternativamente, (b) tenha realizado a primeira oferta pública de ações com registro na CVM e essa distribuição tenha observado as restrições à negociação impostas na Instrução CVM 400/2003[488].

No caso de distribuição de cotas de fundos de investimento fechados, a restrição à negociação apenas entre investidores qualificados deixará de ser aplicável depois que o fundo apresentar prospecto, o que implica dizer depois que o fundo tiver realizado uma oferta pública registrada nos termos da Instrução CVM 400/2003 [489].

Caberá aos intermediários das negociações em mercados regulamentados verificar se as condições previstas acima foram cumpridas antes de executar ordens de compra ou de venda de valores mobiliários em nome e em benefício de investidores não qualificados que venham a assessorar, sob pena de cometimento de infração grave para os fins do art. 11, § 3º, da Lei 6.385/1965, nos termos do art. 18 da Instrução CVM 476/2009.

---

[487] Essa previsão também foi alvo de críticas na audiência pública de reforma da Instrução CVM 476/2009, na medida em que estabelece para os emissores que optarem por realizar oferta pública com esforços restritos obrigação adicional (aguardar o decurso do prazo de 18 meses a contar do registro de emissor na CVM) a que não estão sujeitos os demais emissores, que podem iniciar negociações de suas ações no dia imediatamente seguinte à listagem em bolsa. Relatório da Audiência Pública SDM nº 01/2014, datado de 25/09/2014, extraído do Processo CVM RJ-2013/5756.

[488] O art. 32-A, §1º, da Instrução CVM 400/2003, determina que a negociação em mercados regulamentados dos valores mobiliários emitidos em oferta pública de companhia em fase pré-operacional deve ser realizada exclusivamente por investidores qualificados até o término do prazo de 18 meses contado do encerramento da oferta.

[489] Art. 15, § 2º, da Instrução CVM 476/2009.

As restrições referidas acima têm por objetivo nitidamente proteger o público investidor através de sua adequada informação, liberando o acesso a produtos distribuídos com esforços restritos a investidores não qualificados somente depois de transcorrido um período mínimo de experiência e sujeição do emissor ao regime de ampla divulgação de informações exigido das companhias abertas.

*** * ***

CAPÍTULO VI. REGIMES ESPECIAIS DE OFERTAS PÚBLICAS

Este Capítulo VI tem por objeto estudar os regimes especiais de distribuição pública previstos em 14 instruções normativas diferentes[490], que disciplinam aspectos próprios da distribuição de diversos tipos e espécies de valores mobiliários[491].

A nomenclatura "regime especial" escolhida decorre da multiplicidade de variações existentes em relação às normas gerais que disciplinam as ofertas públicas de distribuição - a Instrução CVM 400/2003 e a Instrução CVM 476/2009 - e, também, por envolver disciplina normativa aplicável a apenas determinados tipos de valores mobiliários, diferente dos regimes gerais estudados acima, que incidem sobre uma variada gama de valores mobiliários.

Assim, há instruções no chamado de regime especial que preveem alterações significativas no procedimento geral de distribuição pública previsto na Instrução CVM 400/2003 ou na Instrução CVM 476/2009, enquanto outros seguem caminho totalmente diferente, preferindo a criação de novos procedimentos de colocação de valores mobiliários junto ao público investidor com total afastamento das normas de caráter geral.

Diante das limitações de escopo dessa dissertação, não se pretende esgotar todos os detalhes, regras, procedimentos e pontos controvertidos de cada uma das instruções a serem analisadas a seguir. Na verdade, a pretensão é a de apenas verificar de que forma a regulação sobre ofertas públicas se adaptou ao longo do tempo diante da multiplicidade de diferenças entre os variados tipos de valores mobiliários e cenários em que a colocação ao público investidor pode ser realizada.

---

[490] Para a escolha de quais instruções normativas seriam examinadas nessa dissertação, elegeu-se como critério de relevância o número de ofertas e o volume financeiro total movimentado, conforme divulgado no website da CVM - http://sistemas.cvm.gov.br/ofertas.asp.

[491] A análise realizada nesse Capítulo compreende, pelo menos, a discussão de 13 modalidades diferentes de valores mobiliários: (1) cotas de fundos não estruturados; (2) cotas de FIP; (3) cotas de FIDC e FICFIDC; (4) cotas de FII; (5) CRI; (6) CRA; (7) Notas Promissórias; (8) BRD; (9) CIC Hoteleiro; (10) CEPAC; (11) CAV; (12) COE; e (13) CIC. Além desses, ainda devem ser lembrados ações, debêntures, bônus de subscrição, letras financeiras, cédulas de produto rural, warrants agropecuários, entre outros, que foram examinados como tipos de valores mobiliários passíveis de distribuição por meio apenas da Instrução CVM 400/2003 ou da Instrução CVM 476/2009.

Por essa razão, deveremos nos atentar para a maior rigidez ou flexibilidade da CVM em exigir o cumprimento da política de ampla divulgação de informações em razão de critérios como a complexidade da operação de investimento por de trás do valor mobiliário e os riscos oferecidos para o investidor, eventuais limitações ao público-alvo ou ao valor de investimento por cada pessoa, qualificação do emissor do valor mobiliário distribuído publicamente e, ainda, eventuais restrições à negociação em mercado secundário.

Para tanto, a análise realizada nos itens seguintes será substancialmente comparativa com a Instrução CVM 400/2003 e 476/2009, tendo como pano de fundo, sempre, a política de ampla divulgação de informações como ferramenta para o exercício do mandato da autarquia em proteger o público investidor.

1. Oferta pública de cotas de fundos de investimento

A Instrução CVM 555/2014 disciplina as regras gerais sobre constituição, administração, distribuição pública de cotas, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimentos.

Em torno da Instrução CVM 555/2014 gravitam instruções normativas editadas pela CVM para disciplinar fundos de investimento específicos, denominados "fundos estruturados", como é o caso da Instrução CVM 356/2001, da Instrução CVM 472/2008 e da Instrução CVM 578/2016, que dispõem a respeito dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e Fundos de Investimento em Participação (FIP), respectivamente.

Por se tratar de norma de caráter geral, a Instrução CVM 555/2014 é aplicada subsidiariamente, naquilo em que não houver incompatibilidade ou conflito, com as regras especiais previstas nas demais instruções normativas que regulamentam o funcionamento dos fundos estruturados.

Quanto às ofertas públicas de distribuição de cotas de fundos de investimento, tanto as regras da Instrução CVM 555/2014, quanto as disposições das instruções normativas que disciplinam especificamente os fundos estruturados, são igualmente aplicadas, na medida em que todas contém variações em relação aos procedimentos de distribuição previstos nas

instruções próprias das ofertas públicas (Instrução CVM 400/2003 e Instrução CVM 476/2009).

Nesse caso, a ordem de aplicação também respeita o critério de especificidade: primeiro verificam-se as regras especiais de fundos estruturados (instruções normativas específicas), quando a oferta envolver fundo estruturado; em seguida as regras gerais da Instrução CVM 555/2014; e, por fim, a Instrução CVM 400/2003[492] ou a Instrução CVM 476/2009, conforme se tratar de oferta pública com esforços restritos de distribuição ou não.

Fundos de investimento são definidos pela Instrução CVM 555/2014 como a comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio[493], aberto ou fechado, destinado à aplicação em ativos financeiros[494].

O fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio aberto é aquele no qual os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas antes do término do prazo de encerramento do fundo, observado os procedimentos e as regras previstas no regulamento[495].

O fundo constituído sob a forma de condomínio fechado, por sua vez, caracteriza-se pela proibição do resgate das cotas a não ser ao término do prazo de duração do fundo. Em contrapartida à restrição da proibição de resgate, as cotas de fundos fechados podem ser negociadas, privadamente ou em mercados regulamentados de valores mobiliários, neste caso apenas depois do registro de oferta pública de distribuição ou da obtenção do registro de admissão à negociação em mercado secundário.

Quando ainda estava em vigor, a Instrução 409/2004 previa que as cotas de fundo aberto não poderiam ser objeto de cessão ou transferência, salvo por decisão judicial, execução de garantia ou sucessão universal, o que impedia a formação de um mercado secundário para essa espécie de valor mobiliário. Com a publicação da Instrução CVM

[492] O art. 60 da Instrução CVM 400/2003 determina que a aplicabilidade da instrução é limitada quando houver regulação específica nas disposições relativas a prospecto e seu conteúdo, documentos e informações que devem instruir o pedido de registro, prazos para a obtenção de registro, prazo para conclusão da distribuição e hipóteses de dispensa.
[493] A natureza de condomínio atribuída aos fundos de investimento tem origem na previsão contida nos arts. 49 e 50 da Lei 4.728/65, que tratam os fundos de investimentos como "*fundos em condomínio*".
[494] Art. 3º da Instrução CVM 555/2014. A definição de ativos financeiras está indicada no art. 2º, inciso V.
[495] Art. 4º da Instrução CVM 555/2014.

555/2014, tal proibição deixou de existir expressamente, o que pode ser compreendido como autorização para que as cotas de fundos abertos também possam vir a ser objeto de negociação em mercado secundário.

Tanto as ofertas públicas de distribuição de cotas de fundo de investimento, ressalvadas as exceções previstas na regulação, quanto os próprios fundos de investimento devem ser registrados na CVM.

A despeito da obrigatoriedade, o registro de fundo de investimento na CVM não é requisito para a *constituição* válida do fundo, mas apenas para o seu *funcionamento* segundo a regulação da autarquia. Inclusive, a CVM reconheceu que a *existência* de fundos de investimento depende apenas da aquisição, por qualquer meio admitido na legislação civil (sucessão, aquisição de fração ideal, aquisição em conjunto), da propriedade de bens (os ativos do fundo) por mais de um titular (os cotistas)[496].

A única exceção é a constituição de FIIs, em relação aos quais o art. 4º da Lei 8.668/1993 prevê a competência regulamentar da CVM para autorizar, disciplinar e fiscalizar inclusive sua constituição.

Por essas razões, o prévio registro do fundo de investimento na CVM estaria mais próximo de constituir uma condição para que as cotas do fundo pudessem ser negociadas publicamente, haja vista, inclusive, o comando legal previsto no art. 21, § 1º da Lei 6.385/1976, que determina que a negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados prescinde do prévio registro do emissor na CVM.

Em razão de constatação da existência de dúvidas recorrentes a respeito da relação existente entre o registro de distribuição de cotas e o registro de funcionamento de fundos de investimento, o Colegiado da CVM respondeu, em 2016, consulta formulada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários em que se questionava a possibilidade de registro de fundo de investimento na CVM que não distribua publicamente suas cotas, entre outras indagações[497].

[496] Processo CVM RJ2005/2345, julgado em 21/02/2006, relator diretor Marcelo Fernandez Trindade.
[497] Processo CVM RJ2005/2345, julgado em 21/02/2006, relator diretor Marcelo Fernandez Trindade.

Em sua resposta à consulta, o Colegiado reconheceu que nem a legislação, nem a regulação da CVM vedam ou limitam de qualquer forma a possibilidade de distribuição de cotas de fundos de investimento de forma privada.

Apesar de não limitar a possibilidade de colocação privada de cotas de fundos de investimento, a CVM entendeu que a autarquia não possuía competência regulamentar para registrar fundos de investimento que pretendam distribuir suas cotas exclusivamente de modo privado, uma vez que não haveria, nesse caso, captação de recursos da poupança popular[498].

Por consequência, o diretor relator MARCELO TRINDADE manifestou opinião de que seria necessário, como condição para o deferimento do registro de funcionamento de fundos de investimento, a comprovação da celebração de contrato de distribuição ou a indicação da realização de oferta pública dispensada de registro de distribuição na autarquia.

No último parágrafo de seu voto, entretanto, MARCELO TRINDADE contradiz a argumentação que tinha feito até então a respeito da impossibilidade de registro na CVM de fundos que pretendam ofertar suas cotas de maneira exclusivamente privada. Apesar da ausência de "possibilidade" e de "necessidade" de tal registro na autarquia, o diretor afirma que os administradores de fundos que não venham a realizar a colocação pública de suas cotas teriam legitimidade para obter, mesmo nesses casos, o registro do fundo na CVM como forma de garantir a "*segurança jurídica decorrente da existência da regulamentação*", devendo, entretanto, se sujeitar a todos os "ônus" correspondentes.

Com efeito, se considerarmos que cotas do fundo de investimento podem se caracterizar como valores mobiliários quando ofertadas publicamente, não haveria razões pelas quais a CVM deveria indeferir o pedido de registro de fundos que não tenham a intenção, no momento de sua constituição, de realizar a colação pública de suas cotas, uma vez que os procedimentos de distribuição poderiam ser iniciados a qualquer tempo durante sua existência.

[498] "[…] *a utilização da CVM para tal efeito seria danosa não só para a própria autarquia (que estaria atuando para além de seu mandato legal)* […]". Processo CVM RJ2005/2345, julgado em 21/02/2006, relator diretor Marcelo Fernandez Trindade.

Tal requisito inexiste, por exemplo, para o registro de companhias abertas na CVM, que pode ser objeto de solicitação antes ou concomitantemente ao registro de oferta pública inicial de distribuição de valores mobiliários realizado nos termos da Instrução CVM 400/2003.

É preciso lembrar, também, que o registro previsto no art. 21 da Lei 6.385/1976, que seria equiparado ao registro para funcionamento de fundos de investimento na CVM, não é exigido como condição para a realização de distribuições públicas, conforme foi construído equivocadamente ao longo do voto do diretor MARCELO TRINDADE, mas sim como requisito para autorização de negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Assim, a rigor, os administradores de fundos de investimento poderiam ter interesse em obter o registro na CVM simplesmente para que as cotas dos fundos administradores pudessem ser admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários, o que seria um atrativo a mais para os investidores que a subscreverem privadamente. Nessa situação, a CVM teria plena competência regulamentar para deferir tal pedido de registro, nos termos do art. 19 da Lei 6.385.1976, mesmo que a solicitação não viesse acompanhada de pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários.

A forma ambígua como MARCELO TRINDADE encerrou seu voto naquela oportunidade também foi notada pela área técnica da CVM ao preparar o Ofício Circular CVM SIN 05/2014, que serve como mecanismo de orientação e referência aos administradores, gestores e demais instituições intermediárias no cumprimento da regulamentação aplicável a fundos de investimento[499].

[499] "*1.5 NECESSIDADE E POSSIBILIDADE DE REGISTRO DE FUNDO COM COLOCAÇÃO PRIVADA DE COTAS – ART. 7º Nos termos da decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2005-2345, tomada em 21/2/2006, relembramos que "não há nem necessidade nem possibilidade de registro na CVM de fundos de investimento em geral cujas cotas destinem-se à colocação privada". Entretanto, como também alertado naquela decisão de Colegiado, isso não impede que, "em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM", hipótese na qual, contudo, estarão tais fundos sujeitos a todos os ônus inerentes a essa condição. Dentre os ônus que valeria a pena mencionar, destacamos (1) a necessidade de pagamento das taxas de fiscalização previstas na Lei nº 7.940/89 (como reiterado na decisão do Processo CVM nº RJ- 2006-7654, de 19/12/2006), (2) o envio de todas as informações periódicas e eventuais obrigatórias previstas na regulação do participante, inclusive sob pena de aplicação de multa cominatória em caso de não envio no prazo, nos termos também da Instrução CVM nº 425/07; e (3) cumprimento de todos os limites e vedações previstas na norma que sejam aplicáveis ao fundo.".* A forma pela qual a redação de tal item do ofício foi

Na prática, e por conservadorismo, gestores e administradores somente têm buscado solicitar o registro de funcionamento de fundos na CVM depois de terem colocado em seu cronograma a realização de oferta pública nos termos da Instrução CVM 400/2003 ou oferta pública com esforços restritos de colocação das cotas entre os investidores-alvo.

A seguir são analisadas as regras específicas sobre ofertas públicas de distribuição de cotas de fundos de investimento previstas na Instrução CVM 555/2014 e, na sequência, as particularidades dos procedimentos de distribuições de cotas de FIDC, FII e FIP, que constituem, atualmente, os veículos, na forma de fundos de investimento, com o maior número de distribuição de cotas registrada e informada à CVM[500].

1.1 Regras gerais: a Instrução CVM 555/2014

A disciplina das ofertas públicas de distribuição de fundos não-estruturados varia conforme o regime de condomínio adotado, se aberto ou fechado.

Independentemente da espécie do fundo, determinadas regras contidas na Instrução CVM 555/2014 devem ser observadas indistintamente por todos eles.

A esse respeito, o art. 17 prevê que tanto para a distribuição de cotas de fundos abertos, quanto para a colocação de cotas de fundos fechados, deverá ser contratada instituições intermediarias habilitadas a atuarem como integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

O administrador do fundo é obrigado a fornecer aos distribuidores todo o material do fundo exigido pela regulamentação em vigor e a informar o distribuidor caso ocorra qualquer alteração em tais documentos, notadamente na hipótese de alterações no

construída passa a impressão de que seria sim possível o registro de fundo na CVM que pretendesse realizar a distribuição privada de suas cotas.

[500] A esse respeito, vide os dados disponíveis no website da autarquia: http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistrada; Acesso em 15/12/2017. Na maioria dos anos das séries históricas compilas pela CVM, não constam registros de ofertas públicas de distribuição de cotas de outros fundos que não FIPs, FIDCs e FIIs.

regulamento, hipótese em que deverá substituir o material em poder dos distribuidores, respondendo pela exatidão dos dados e informações divulgados[501].

O art. 41, XI, determina que o formulário de informações complementares dos fundos deve abranger sua política de distribuição de cotas, na qual deverá estar indicado, pelo menos, (a) a forma de remuneração dos distribuidores, (b) a informação se o principal distribuidor do fundo oferta, para o público alvo do fundo, preponderantemente fundos geridos por um único gestor, ou por gestoras ligadas a um mesmo grupo econômico e (c) qualquer informação que indique a existência de efetivo ou potencial conflito de interesses, devendo, se for o caso, explicitar de forma objetiva a natureza e eventuais medidas adotadas para mitigação de tal conflito.

No relatório da audiência pública da Instrução CVM 555/2014[502], a área técnica da autarquia ressalvou a importância da inclusão, no formulário de informações complementares, da política de distribuição como forma de dar mais transparência ao relacionamento existente entre administradores e gestores de fundos, de um lado, e distribuidores contratados, de outro lado, facilitando, assim, a revelação de situações de potencial conflito de interesses.

Segundo os dados apresentados pela autarquia, em 2014 existiam 15.922 fundos não-estruturados registrados nos termos da Instrução CVM 409/2004 – que foi substituída pela Instrução CVM 555/2014 – e 153 distribuidores de cotas. Os 10 maiores distribuidores de cotas eram responsáveis, na época, pela distribuição de 11.316 fundos (71% do total), enquanto outros 143 distribuíam 4.606 fundos (29% do total), o que mostra a concentração existente na indústria de fundos.

Outra regra comum a fundos abertos e fechados é a possibilidade de o distribuidor subscrever cotas do fundo por conta e ordem dos investidores, atuando como um nível de segregação entre cliente e fundo durante o procedimento de distribuição e de representação dos investidores após a conclusão da colocação das cotas[503].

---

[501] Art. 17, § 1º, da Instrução CVM 555/2014.
[502] Relatório de Audiência Pública SDM 04/2014, datado de 17/12/2014.
[503] Por exemplo, o parágrafo único do art. 35 prevê a possibilidade de o distribuidor que esteja atuando por conta e ordem comparecer e votar nas assembleias gerais de cotistas dos fundos, representando os interesses

Sem prejuízo de eventuais penalidades, caso a oferta pública esteja sendo realizada em desacordo com a Instrução CVM 555/2014 e demais regulamentações específicas aplicáveis, a CVM poderá suspender a emissão, a subscrição e a distribuição de cotas até que o vício seja sanado[504]. A propósito, o art. 141 prevê que a distribuição de cotas de fundo sem registro na CVM e a distribuição de cotas de fundos por pessoa ou instituição não autorizada caracteriza infração grave, para os fins do disposto no art. 11, § 3º, da Lei 6.385/1976.

1.2 Ofertas públicas de fundos abertos

O art. 18 da Instrução CVM 555/2014 dispõe que a distribuição de cotas de fundos de investimento aberto independe de prévio registro na CVM.

Interesse notar que a instrução não fala em registro automático, nem em dispensa automática de registro, mas sim em ausência de obrigatoriedade de registro como condição para que a distribuição das cotas do fundo aberta seja válida e regular, o que parece criar uma nova categoria em que ofertas públicas podem ser realizadas sem registro (ofertas públicas com dispensa automática de registro, ofertas públicas com dispensa de registro por solicitação e ofertas públicas com "ausência de obrigatoriedade de registro").

Ao discutir a possibilidade, no âmbito do Processo CVM RJ2005/2345, de que fundos que realizam apenas ofertas privadas pudessem se registrar na CVM, MARCELO TRINDADE manifestou entendimento de que as ofertas de distribuição de cotas de fundos abertos seriam sempre realizadas de forma pública.

Por mais que nenhuma regra da atual regulação de fundos de investimento reflita de forma clara essa orientação[505], MARCELO TRINDADE fundamentou sua posição na circunstância de que a saída de investidores de fundos abertos, por meio de resgate, assim

de seus clientes, desde que munido de procuração com poderes específicos, discriminando inclusive o dia, hora e local da referida assembleia.

[504] Art. 29 da Instrução CVM 555/2014.

[505] O que inclusive fez com que o diretor sugerisse alteração na regulação: "*De todo modo, creio que essa presunção de distribuição pública dos fundos abertos poderia ficar mais explícita na norma*.". Processo CVM RJ2005/2345, julgado em 21/02/2006, relator diretor Marcelo Fernandez Trindade.

como o ingresso, por meio de aquisição ou subscrição de cotas, seria absolutamente livre, observados apenas os limites previstos no regulamento, o que denotaria um caráter de permanente distribuição pública das cotas de fundos abertos.

Com efeito, a Instrução CVM 555/2014, por exemplo, não prevê prazo máximo para distribuição de cotas de fundos abertos, ao contrário do que faz a Instrução CVM 400/2003, nem estabelece que novas ofertas públicas de cotas de fundos abertos somente possam ser iniciadas após o encerramento da anterior, como faz para as ofertas de fundos fechados[506].

O art. 19, por sua vez, faculta ao administrador o direito de suspender, a qualquer momento, novas aplicações no fundo aberto, desde que tal suspensão de aplique tanto a novas investidores, quanto aos cotistas atuais, e determina que os administradores comuniquem imediatamente aos distribuidores sobre eventuais fundos que não estejam admitindo a captação de recursos, o que parece reforçar o caráter de permanência das ofertas públicas de distribuição de cotas de fundos abertos.

Os fundos abertos, portanto, seriam constituídos para funcionar por tempo indeterminado, ainda que possam existir também fundos regidos por prazo determinado.

A facilidade com que investidores podem ingressar e deixar fundos de investimento abertos, aliada à correspondente liquidez das cotas, reduzem os riscos a que estão expostos os investidores e são justamente as razões pelas quais a distribuição de cotas de fundos abertos não depende de prévio registro na CVM[507].

Como ao investidor é assegurado o direito de resgatar seu investimento e reaver os recursos investidos a qualquer momento, observadas eventuais limitações, abatimentos e compensações previstas no regulamento do fundo, a regulação pressupõe que não seria necessário impor o cumprimento de todo o regime informacional das ofertas públicas para que o investidor consiga tomar uma decisão de investimento consciente e refletida.

---

[506] A esse respeito vide art. 23 da Instrução CVM 555/2014.

[507] "[...] *a presunção que permite a dispensa de maiores requisitos para a distribuição pública está na possibilidade de livre resgate a qualquer tempo, com liquidez bastante rápida*.". Processo CVM RJ2005/2345, julgado em 21/02/2006, relator diretor Marcelo Fernandez Trindade.

Em outras palavras, a proteção que o registro das ofertas públicas de distribuição visa garantir já estaria presente nas ofertas de cotas de fundos abertos pelas próprias características dessa modalidade de investimento em valores mobiliários.

1.3 Ofertas públicas de fundos fechados

Ao contrário das ofertas públicas de cotas de fundos abertos, as distribuições públicas de cotas de fundos fechados dependem de prévio registro na CVM, salvo nas hipóteses em que a regulamentação das ofertas públicas ou dos fundos fechados estruturados dispor de forma diversa.

A regra geral, portanto, é o registro das ofertas públicas de cotas de fundos fechados por meio da aplicação da Instrução CVM 400/2003.

Ao lado da aplicação da Instrução CVM 400/2003, existem outros dois mecanismos por meio dos quais as cotas de fundos fechados podem ser distribuídas de forma facilitada, porém, nesse caso, apenas a investidores com elevado grau de sofisticação:

(a) registro automático de oferta pública de que trata o art. 22 da Instrução CVM 555/2014, quando destinada exclusivamente a investidores qualificados; e

(b) dispensa automática de registro de oferta pública com esforços restritos de distribuição prevista na Instrução CVM 476/2009, quando destinada exclusivamente investidores profissionais.

A disciplina da oferta pública registrada automaticamente na CVM, segundo o art. 22 da Instrução CVM 555/2014, é autônoma em relação ao quanto previsto na Instrução CVM 400/2003 e na Instrução CVM 476/2009, caracterizando, portanto, uma terceira via por meio da qual as cotas de fundos fechados podem ser subscritas por investidores qualificados através de esforços públicos de captação.

Diferencia-se da oferta pública com esforços restritos na medida em que (a) é destinada a investidores qualificados, que inclui investidores profissionais; nas ofertas com esforços restritos apenas investidores profissionais podem subscrever os valores

mobiliários oferecidos; (b) possui prazo máximo para encerramento de 180 dias contados de seu início[508]; nas ofertas com esforços restritos não há tal prazo; (c) não existe período de *lock-up* para negociação no mercado secundário das cotas objeto da oferta pública; nas ofertas públicas com esforços restritos deve ser observado o período de 90 dias de impedimento a contar de cada subscrição ou aquisição de cotas; (d) uma nova oferta somente poderá ser iniciada após o encerramento da distribuição anterior[509]; nas ofertas públicas com esforços restritos uma nova oferta só pode ser iniciada depois do encerramento do prazo de 4 meses contado do encerramento da oferta anterior; e (e) deve ser registrada na CVM, ainda que automaticamente, enquanto as ofertas com esforços restritos de distribuição estão dispensadas de registro.

O registro automático é obtido por meio da apresentação à CVM (a) do material de divulgação a ser utilizado durante a distribuição de cotas[510], (b) de informações quanto ao número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, valor da emissão, data de início e encerramento da distribuição, assim como outras informações relevantes sobre o procedimento de distribuição, e (c) de declaração do administrador de que foi celebrado contrato de distribuição, se for o caso.

O art. 125 da instrução dispensa, na oferta pública de cotas de fundos fechados destinada exclusivamente a investidores qualificados, e desde que previsto no regulamento do fundo, a elaboração de prospecto e a publicação de anúncio de início e encerramento da distribuição.

Nesse ponto a CVM parece ter se esquecido de atualizar as regras da Instrução CVM 555/2014. Em nenhuma outra parte da norma exige-se a elaboração de prospecto, sendo que o capítulo que cuidava desse tema foi integralmente excluído durante o processo de revisão da Instrução CVM 409/2004 e que culminou com a publicação da Instrução CVM

[508] Art. 22, § 9º, da Instrução CVM 555/2014. O § 10º prevê a possibilidade de prorrogação do prazo para encerramento por até mais 180 dias.
[509] Art. 23 da Instrução CVM 555/2014.
[510] O material de divulgação deve conter pelo menos as seguintes informações: (a) nome do fundo; (b) nome e endereço do administrador e gestor, se houver; (c) nome e endereço dos distribuidores; (d) política de investimento, público alvo e principais características do fundo; (e) mercado organizado onde as cotas do fundo são negociadas, se for o caso; (f) condições de subscrição e integralização; (g) data de início e encerramento da distribuição; (h) esclarecimento de que informações adicionais e cópias do regulamento podem ser obtidas com os distribuidores ou por meio do acesso da página da CVM na internet; e (i) a ressalva de que o registro da oferta pela CVM não implica garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade do fundo, de seu administrador ou das cotas a serem distribuídas.

555/2014. Além disso, para ofertas públicas destinadas exclusivamente a investidores qualificados, a elaboração de prospecto é, em regra, dispensada, uma vez que tais investidores possuem capacidade suficiente para buscar, por si próprios, as informações de que necessitam para tomar decisão de investimento sem a necessidade de imposição, pelo aparato estatal, de um regime informacional.

Se o fundo estiver realizando a sua segundo oferta pública de distribuição, o administrador deverá comunicar aos então cotistas o início da distribuição, com pelo menos 10 dias de antecedência, de modo a permitir sua participação no procedimento de colocação, e o encerramento da distribuição, em até 10 dias após a efetiva conclusão da oferta, devendo ainda esclarecer qual foi o resultado obtido[511].

Quando da aprovação da distribuição pela assembleia de cotistas do fundo, poderá ser estabelecido número mínimo de cotas a serem obrigatoriamente subscritas para que a distribuição seja mantida, assim como o tratamento a ser dispensado no caso de não haver distribuição total das cotas[512]. Caso o número mínimo de cotas não seja subscrito até o término do prazo de distribuição, os bens e valores que já tiverem sido entregues pelos investidores deverão ser restituídos, acrescidos proporcionalmente dos rendimentos auferidos pelas aplicações do fundo, deduzidos eventuais tributos e encargos[513].

Se não houver distribuição total e a assembleia de cotistas tiver deixado de fixar disciplina a ser aplicada à hipótese, os investidores terão o prazo de 5 dias úteis, a contar do recebimento de comunicação a esse respeito enviada pelo administrador do fundo, para ratificar seu interesse na aquisição das cotas ou solicitar a devolução dos recursos que já tiverem sido transferidos[514].

O direito de restituição dos valores que já tiverem sido transferidos para fins de subscrição de cotas de fundos fechados também poderá ser exercido em caso de alteração das condições da oferta durante o processo de distribuição, no prazo de até 5 dias úteis a contar do recebimento de comunicação a esse respeito enviada pelo administrador[515].

---

511 Art. 22, § 2º, da Instrução CVM 555/2014.
512 Art. 22, § 6º, da Instrução CVM 555/2014.
513 Art. 22, § 7º, da Instrução CVM 555/2014.
514 Art. 22, § 8º, da Instrução CVM 555/2014.
515 Art. 22, §§ 3º e 4º, da Instrução CVM 555/2014.

Em qualquer hipótese em que o direito de restituição possa ser exercido, o silêncio do investidor será interpretado como manutenção de interesse nas cotas do fundo objeto da oferta[516].

Enquanto a oferta não tiver sido concluída ou, em caso de previsão de subscrição mínima, enquanto a quantidade mínima de cotas não tiver sido subscrita e integralizada, os recursos recebidos pelo administrador do fundo, para fins de integralização das quotas, deverão ser aplicados em títulos públicos federais, operações compromissas com lastro em títulos públicos federais ou em contas de fundos de investimento de renda fixa de curto prazo ou simples[517].

Compete ao administrador do fundo, enviar à CVM, durante o período de distribuição, demonstrativo das aplicações da carteira nos títulos, operações e valores mobiliários referidos acima, no prazo máximo de 10 dias contado do encerramento de cada mês[518].

1.3.1 Ofertas públicas de cotas de FIP: a Instrução CVM 578/2016

Fundos de Investimento em Participações ou FIPs são categoria de fundos de investimento estruturados disciplinada pela Instrução CVM 578/2016.

FIPs são constituídos sob a forma de condomínio fechado e têm por objeto investir em ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, assim como títulos e valores mobiliários representativos de participação societária em sociedades limitadas, por meio dos quais seja permitido ao fundo participar do processo decisória da investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e em sua gestão[519].

[516] Art. 22, §§ 3º e 8º, da Instrução CVM 555/2014.
[517] Art. 24 da Instrução CVM 555/2014.
[518] Art. 24, § 1º, da Instrução CVM 555/2014.
[519] Art. 5º da Instrução CVM 578/2016.

Os ativos investidos por FIPs possuem, em sua maior parte, pouca ou nenhuma liquidez, com exceção de ações de companhias abertas negociadas em bolsa de valores, e, inclusive por essa razão, são difíceis de serem precificados, o que torna o investimento em FIPs mais complexo e arriscado quando comparado a investimentos em outros tipos de fundos, inclusive fundos fechados.

Como reflexo do nível mais elevado de complexidade dos investimentos em FIPs, a Instrução CVM 578/2016 limita o acesso a cotas de FIP a investidores qualificados, que em princípio teriam melhores condições para compreender os riscos e adotar as medidas necessárias para se proteger de eventuais perdas.

A despeito de ser constituído como condomínio fechado e de ser destinado exclusivamente a investidores qualificados, o que nos termos do art. 22 da Instrução CVM 555/2014 já qualificaria as cotas de FIPs a serem distribuídas por meio do procedimento de registro automático na CVM, o também art. 22 da Instrução CVM 578/2016 determina que a oferta pública de cotas de FIP observe o prévio registro na CVM, "*salvo nos casos de dispensa de registro previstos em regulamentação específica*", sem dispor a respeito de registro automático ou dispensa automática de registro.

A ausência de previsão de registro automático na Instrução CVM 578/2016 e de qualquer referência à aplicação subsidiária da Instrução CVM 555/2014[520] nessa questão levantam dúvidas a respeito da possibilidade de utilização desse caminho para a distribuição de cotas de FIP.

A dúvida é reforçada pela verificação de que, na prática, alguns administradores de FIPs parecem ter optado por não discutir a possibilidade de aplicação subsidiária da Instrução CVM 555/2014 às distribuições de cotas de FIPs, preferindo a realização de oferta pública de distribuição em conformidade com a Instrução CVM 400/2003, ainda que, pela natureza do FIP, tais ofertas estejam limitadas a investidores qualificados. Apenas entre

[520] No âmbito da audiência pública que resultou na publicação da Instrução CVM 578/2016, a CVM, reconheceu, em algumas passagens, a possibilidade de aplicação subsidiária da Instrução CVM 555/2014: "*A CVM entende que não é necessário replicar esse dispositivo, uma vez que a Instrução CVM nº 555, de 2014, trata em seu art. 14 sobre os procedimentos de transferência de cotas de fundos fechados em geral, e que esse artigo já se aplica aos FIP, nos termos do art. 1º da Instrução CVM nº 555, de 2014*.". Relatório da Audiência Pública SDM 05/2015, datado de 30/08/2016, extraído do Processo CVM RJ2012/10107.

janeiro de 2016 e dezembro de 2017 foram realizadas 6 ofertas públicas de cotas de FIP segundo os termos da Instrução CVM 400/2003, em valores que variam de R$ 15 milhões[521] a R$ 350 milhões[522].

Um possível argumento para sustentar a não aplicação a FIPs do regime de registro automático de colocação de cotas de fundos fechados a investidores qualificadas previsto na Instrução CVM 555/2014 seria o de que os FIPs se caracterizam como opções de investimento mais arriscadas e menos líquidos, o que não autorizaria a utilização de registro automático na medida em que isso poderia enfraquecer a adequada informação e a proteção do público investidor visadas pela CVM por meio do procedimento padrão de registro.

O problema nesse raciocínio é que as cotas de FIPs continuam podendo ser objeto de ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, nos termos da Instrução CVM 476/2009, para as quais o registro é automaticamente dispensado.

Ainda que a colocação em ofertas públicas com esforços restritos esteja limitada a investidores profissionais, após 90 dias de cada subscrição ou aquisição a negociação com investidores qualificados passa a ser livre, o que permitiria que qualquer investidor qualificado interessado em subscrever cotas do FIP conseguisse ter acesso a esse produto por meio de operações executadas em duas etapas com os investidores profissionais.

Da mesma forma, e por mais que o investimento em cotas de FIPs possa ser, de fato, mais arriscado e menos líquido do que o investimento em cotas de outros fundos, a restrição de acesso a investidores qualificados parece constituir medida por si só suficiente para assegurar que aqueles que venham a negociar com essa espécie de valor mobiliário conheçam os riscos e tenham à sua disposição todas as informações necessárias para a decisão de investimento.

Além de destinação específica a investidores qualificados, a obrigatoriedade de que a oferta pública seja realizada conforme os ditames da Instrução CVM 400/2003 nos parece

[521] Oferta pública de cotas do Cine Leblon Fundo de Investimento em Participações, registrada em 09/08/2016.
[522] Oferta pública de cotas do Fundo de Investimento em Participações La Shopping Centers, registrada em 30/06/2017.

exagerada e desproporcional dentro da racionalidade da regulação que vêm sendo analisada ao longo deste trabalho.

Caberia à CVM enfrentar essa questão diretamente e, se for necessário para o caso dos FIPs, adaptar o regime geral de registro automático de ofertas públicas de fundos fechados para investidores qualificados, com a inclusão do dever de cumprimento de requisitos adicionais, como a obrigatoriedade de apresentação de laudos ou lâminas de informações complementares, se for o caso.

Em qualquer hipótese, a oferta pública de distribuição de cotas de FIP deverá ser conduzida por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Para o registro da oferta pública de distribuição de cotas de FIP, e sem prejuízo dos documentos e informações exigidos pela Instrução CVM 400/2003, a Instrução 578/2016 determina que o requerimento a ser apresentado pela CVM deverá ser instruído com (a) informação quanto ao número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, valor da emissão, custos incorridos e outros dados relevantes a respeito da distribuição, (b) material de divulgação a ser utilizado na distribuição e (c) qualquer outra informação adicional que venha a ser disponibilizada aos potenciais investidores[523].

Caso se trate de oferta pública de cotas de FIP subsequente a uma oferta registrada na CVM, o prazo de análise da autarquia será de 10 dias úteis após o protocolo. Em caso de ausência de resposta da CVM nesse prazo, o registro será considerado como automaticamente concedido[524]. O procedimento simplificado de registro de ofertas públicas subsequentes não se aplica caso tenha havido mudanças significativas na política de investimento do fundo desde a realização da última oferta pública registrada na CVM[525].

Nenhuma oferta pública de cotas de FIPs poderá ser iniciada sem que a última tenha sido encerrada, seja pela subscrição de todas as cotas oferecidas, seja pelo cancelamento do saldo não subscrito. A norma não prevê, portanto, prazo mínimo a ser observado entre o

[523] Art. 22, §2º, da Instrução CVM 578/2016.
[524] Art. 22, §§ 3º e 4º, da Instrução CVM 578/2016.
[525] Art. 22, § 5º, da Instrução CVM 578/2016.

encerramento de uma oferta anterior e o início de uma oferta posterior, como ocorre com as ofertas públicas com esforços restritos de distribuição.

Em se tratando de oferta de cotas de FIP destinada apenas aos cotistas do fundo, a instrução afasta o regime próprio de registro das ofertas públicas, considerando-a como uma oferta privada desde que (a) as cotas emitidas não sejam admitidas à negociação em mercados regulamentados e (b) as cotas não colocadas junto aos cotistas sejam automaticamente canceladas[526].

Com essa medida, a CVM teve o bom senso de não impelir os ônus e custos da realização de uma oferta pública de distribuição nos termos da Instrução CVM 400/2003 quando o público alvo é formado apenas pelos investidores qualificados que já são cotistas do FIP.

A autarquia poderá, por fim, suspender, até o saneamento do vício, a emissão, a subscrição, a negociação e a distribuição de cotas que não esteja sendo processada em conformidade com o disposto na Instrução CVM 578/2016, sem prejuízo, é claro, da aplicação das demais penalidades previstas na regulamentação aplicável. Inclusive, o descumprimento das regras a respeito da distribuição de cotas de FIPs caracteriza infração grave para os fins do art. 11, § 3º, da Lei 6.385/1976.

1.3.2 Ofertas públicas de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII): a Instrução CVM 472/2008

Fundos de Investimento Imobiliário ou FIIs são modalidade de fundos de investimento estruturado disciplinada pela Lei 8.668/1993 e pela Instrução CVM 472/2008.

FIIs são constituídos sob a forma de condomínio fechado e têm por objeto investir em ativos representativos de empreendimentos imobiliários, entre os quais incluem-se quaisquer direitos reais sobre bens imóveis, CEPAC, cotas de outros FIIs, letras hipotecárias, letras de crédito imobiliário e demais valores mobiliários emitidos por pessoas cujas

[526] Art. 22, § 1º, da Instrução CVM 578/2016. A esse respeito, vide os comentários do item 2.2.3 do Capítulo I da Parte I dessa dissertação.

atividades preponderantes sejam compatíveis a investimentos por FII (tais como investimentos em construção civil ou no mercado imobiliário)[527].

Diferentemente de FIPs, o investimento em FIIs não está limitado a investidores qualificados, podendo ser oferecido a qualquer investidor, inclusive investidores não qualificados[528].

As cotas de FIIs, portanto, podem ser subscritas ou adquiridas pelo público investidor de varejo, inclusive por meio de negociações em mercados regulamentados de valores mobiliários, desde que, neste caso, as cotas em questão tenham sido (a) distribuídas publicamente por meio de registro na CVM, (b) distribuídas com esforços restritos ou (c) previamente admitidas à negociação em tais mercados, por meio de registro próprio de negociação[529].

A entrada em funcionamento do FII depende, segundo a CVM, da conclusão de sua primeira oferta pública de distribuição[530], o que reflete a posição defendida por MARCELO TRINDADE no exame da consulta apresentada ao colegiado da CVM em que se discutiu a possibilidade de registro de fundo que não pretendesse realizar a colocação pública de suas cotas em mercado[531].

A Instrução CVM 472/2008 não disciplina procedimentos específicos para a distribuição pública de cotas de FIIs.

As ofertas públicas de distribuição de cotas de FII, portanto, observam as regras e os procedimentos previstos na Instrução CVM 400/2003[532] ou na Instrução CVM 476/2009,

---

[527] Arts. 2º e 45 da Instrução CVM 472/2008.

[528] O art. 53 da Instrução CVM 472/2008 prevê a possibilidade de constituição de FII destinado exclusivamente a investidores qualificados. Nesse caso, caberá ao administrador verificar, no ato da subscrição, se o investidor preenche a condição de qualificado, assim como é responsabilidade do intermediário fazer o mesmo por ocasião de negociação no mercado secundário, conforme disposto no art. 54 da mesma instrução normativa.

[529] Art. 6º, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM 472/2008.

[530] "[...] *não obstante as alterações propostas em relação à concessão do registro de funcionamento, não deve ser modificado o entendimento de que o início de funcionamento do fundo depende da conclusão da primeira oferta pública de distribuição de cotas*.". Relatório da Audiência Pública SDM 07/2014, datado de 25/11/2015 e extraído do Processo CVM RJ 2012/6197.

[531] A esse respeito, vide comentários apresentados no item 1.1 deste Capítulo VI.

[532] O art. 58 da Instrução CVM 472/2008 é expresso a esse respeito: "*Aplicam-se ao ofertante, ao administrador do fundo e aos intermediários da distribuição pública, no que couber, as disposições da Instrução CVM nº 400, de 2003*.".

neste caso apenas quando destinadas com esforços restritos exclusivamente a investidores profissionais, devendo ser aplicada as disposições da Instrução CVM 472/2008 naquilo em que é especial em relação às normas gerais de distribuição de valores mobiliários[533].

Nesse sentido, o art. 10 da Instrução CVM 472/2008 determina que o pedido de registro de oferta pública deverá ser instruído com documentos e informações adicionais, além daqueles exigidos por força da Instrução CVM 400/2003, como o informe anual previsto no Anexo 39-V[534] e o laudo de avaliação, em caso de autorização para que as cotas do fundo possam ser integralizadas com bens e direitos.

O regulamento do fundo poderá prever a possibilidade de subscrição parcial, assim como cancelamento do saldo de cotas não subscrito, observadas as disposições previstas a esse respeito na Instrução CVM 400/2003. Se existir disposição nesse sentido no regulamento do fundo, o ato que aprovar a emissão das cotas deverá estipular valor mínimo a ser subscrito, sob pena de a oferta pública ser cancelada caso tal valor mínimo não seja alcançado de modo a não comprometer a realização do empreendimento imobiliário e demais investimentos que fazem parte da carteira do fundo[535].

A autorização para subscrição parcial não significa necessariamente efetiva captação de recursos pelo fundo. Nos termos da Instrução CVM 400/2003, no caso de

---

[533] No âmbito de audiência pública para reforma da Instrução CVM 472/2008, a CVM manifestou-se nesse sentido, afirmando que: "[...] *a CVM considera pertinente a alteração da redação do art. 10 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para esclarecer que as informações relativas às ofertas públicas de distribuição deverão observar o regime aplicável a essas ofertas, seja nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003, seja nos termos da Instrução CVM nº 476, de 2009."* Relatório da Audiência Pública SDM 07/2014, datado de 25/11/2015 e extraído do Processo CVM RJ 2012/6197.

[534] No âmbito de audiência pública para reformulação da Instrução CVM 472/2008, a autarquia manifestou seu posicionamento no sentido de que, quando da primeira oferta pública de cotas de FII, as seguintes informações mínimas constante do Anexo 39-V deveriam ser apresentadas: (a) dados cadastrais do FII; (b) programa de investimentos para os exercícios seguintes; (c) riscos incorridos pelos cotistas inerentes aos investimentos do FII; (d) informações sobre as assembleias gerais do fundo; (e) informações sobre os prestadores de serviços do fundo; (f) política de remuneração do administrador; (g) dados do diretor responsável pelo FII; (h) mercados brasileiros nos quais as cotas emitidas sejam admitidas à negociação; (i) política de divulgação de informações; e Regras e prazos para chamada de capital do fundo. Nas demais ofertas públicas, deverá ser sempre apresenta uma nova e atualização versão do Anexo 39-V. Relatório da Audiência Pública SDM 07/2014, datado de 25/11/2015 e extraído do Processo CVM RJ 2012/6197.

[535] Art. 13, caput e § 1º, da Instrução CVM 472/2008. Se o valor mínimo não for alcançado, o § 2º determina que o administrador deverá (a) fazer o rateio dos recursos financeiros entre os subscritores, nas proporções das cotas integralizadas e acrescidos dos rendimentos líquidos auferidos pelas aplicações do fundo e (b) em se tratando de primeira distribuição de cotas do fundo, proceder à liquidação do fundo, anexando a seu requerimento o comprovante de rateio entre os subscritores. Em caso de descumprimento por parte do administrador, a CVM poderá determinar a liquidação do fundo.

autorização de subscrição parcial, aos investidores deverá ser assegurada a prerrogativa de condicionar sua adesão a que haja a distribuição da totalidade ou de uma quantidade mínima dos valores mobiliários originalmente objeto da oferta. Se nenhuma das condições for observada, o investidor poderá desistir da operação, sendo lhe devido a restituição de todos os valores que já tiverem sido aportados no fundo, somados a eventuais rendimentos percebidos e deduzidos os tributos e encargos aplicáveis.

Até o encerramento da oferta, todos os recursos transferidos deverão ser aplicados em cotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, com liquidez compatível com as necessidades de caixa do fundo[536]. O mesmo deverá ser feito quando os recursos captados pelo FII não estiverem aplicados em empreendimentos imobiliários, em razão, por exemplo, de aspectos relacionados ao cumprimento do cronograma físico-financeiro das obras[537].

Caso o fundo esteja realizando oferta pública subsequente à oferta pública registrada na CVM, o §2º do art. 10 da instrução reduz o prazo de análise da CVM para 10 dias úteis a contar do protocolo do requerimento de registro, que deverá estar acompanhado dos documentos e informações previstos nas Instruções CVM 400/2003 e 476/2009. Em caso de ausência de manifestação da CVM nesse interregno de tempo, o registro será automaticamente concedido. Tal prerrogativa não poderá ser utilizada caso tenham ocorrido alterações substanciais na política de investimento do fundo ou em seu público alvo desde a última oferta pública realizada com registro na CVM.

Na hipótese de a CVM apresentar exigências dentro do prazo de 10 dias úteis para análise da solicitação de registro de oferta subsequente, os prazos e o procedimento da Instrução CVM 400/2003 voltarão a ser aplicados. Esse é o entendimento da autarquia, manifestado por meio do Relatório da Audiência Pública SDM 07/2014[538].

---

536 Art. 11, §§ 2º e 3º, da Instrução CVM 472/2008.
537 Art. 46 da Instrução CVM 472/2008.
538 "*Ainda que a análise da CVM se concentre sobre informações novas, pressupõe-se que o administrador refletirá nos documentos da nova oferta a expertise adquirida ao elaborar os documentos da oferta anterior, evitando a existência de quaisquer vícios. Caso contrário, sendo necessária a formulação de exigências por parte da CVM, deverão ser observados os prazos ordinários dispostos na Instrução CVM nº 400, de 2003*.".

Também nas ofertas subsequentes de cotas de FII, os cotistas do fundo terão direito de preferência para subscrição dos valores mobiliários em relação aos investidores, nos termos do art. 15, § 1º, da Instrução CVM 472/2008.

A CVM chegou a discutir e a propor a supressão do direito de preferência, baseada no pressuposto de que os cotistas poderiam participar da oferta e por meio dela subscrever os valores mobiliários necessários para não serem diluídos, mas mudou de ideia ao verificar que em grande parte das ofertas públicas de FII a demanda é superior ao número de cotas ofertadas, o que poderia dificultar a manutenção da participação no FII por parte dos atuais cotistas[539].

Em qualquer caso, a oferta pública de distribuição de cotas de FII deverá ser realizada por instituições intermediárias que fazem parte do sistema de distribuição de valores mobiliários e uma nova oferta de cotas de FII somente poderá ser iniciada após o encerramento da oferta anterior.

Na hipótese de a oferta ser destinada exclusivamente a investidores qualificados, e desde que previsto no regulamento do fundo, poderá ser dispensada a elaboração de prospecto, a publicação de anúncio de início e encerramento de distribuição e a exigência de laudo de avaliação para integralização de cotas em bens e direitos, nos termos do art. 55, II, III e IV, da Instrução CVM 472/2008.

Como a Instrução CVM 472/2008 não dispõe a respeito de procedimento específico para a realização de ofertas públicas destinadas a investidores qualificados, restam dúvidas a respeito da possibilidade de utilização, em caráter subsidiário, da regra de registro automático prevista no art. 22 da Instrução CVM 555/2014. Por conseguinte, a mesma situação e críticas descritas por ocasião da análise das hipóteses de realização de ofertas públicas de distribuição de cotas de FIPs se aplicam a FIIs.

Caso prevaleça o entendimento de que o procedimento de registro automático de ofertas públicas de distribuição de cotas de fundos fechados não é extensível a ofertas

[539] Relatório da Audiência Pública SDM 07/2014, datado de 25/11/2015 e extraído do Processo CVM RJ 2012/6197

públicas de cotas de FIIs, a autorização para dispensa de elaboração de prospecto, publicação de anúncio de início e encerramento da oferta e elaboração de laudo de avaliação deverão ser lidas como meras hipóteses de dispensa de requisitos do procedimento de registro de oferta pública realizada por meio da Instrução CVM 400/2003.

No caso de ofertas públicas com esforços restritos, a Instrução CVM 476/2009 não exige nem a elaboração de prospecto, nem a publicação de anúncio de início e encerramento da oferta, razão pela qual as dispensas previstas no art. 55, II e III, da Instrução CVM 472/2008 já estariam englobadas no próprio procedimento padrão de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos.

Por outro lado, o requisito de laudo de avaliação para integralização das cotas com bens e direitos é próprio e específico das ofertas públicas de cotas de FII, podendo ser dispensado em caso de ofertas públicas com esforços restritos na medida em que essas são limitadas a investidores profissionais. Vale lembrar que o descumprimento das regras de distribuição de cotas de FII constitui infração grave, para os efeitos do art. 11, § 3º, da Lei 6.385/1976.

Os números das ofertas públicas de cotas de FII mostram uma gradativa migração dos ofertantes do procedimento de registro previsto na Instrução CVM 400/2003 para a dispensa automática das ofertas públicas de distribuição realizadas sob o amparo da Instrução CVM 476/2009.

Até o final de 2014 a Instrução CVM 476/2009 quase não era utilizada para distribuição pública de cotas de FII, não obstante as cotas de fundos de investimento fechado estarem relacionadas no rol de valores mobiliários passíveis de distribuição com esforços restritos desde a edição da instrução normativa[540]. De 2015 até dezembro de 2017, a situação se inverteu completamente, sendo que o número de ofertas públicas de cotas de FII

[540] Ofertas públicas de cotas de FII registradas nos termos da Instrução CVM 400/2003: (a) 2009: 21; (b) 2010: 35; (c) 2011: 39; (d) 2012: 44; (e) 2013: 33; (f) 2014: 16. Saldo total: 188. Ofertas públicas de cotas de FII automaticamente dispensadas de registrado nos termos da Instrução CVM 476/2009: foram apenas 4 ofertas, sendo 3 em 2013 e 1 em 2014. Dados disponíveis em: http://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta e em http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistrada. Acesso em 15/12/2017.

distribuídas com esforços restritos nesse período foi quase o dobro do número de ofertas registradas conforme a Instrução CVM 400/2003[541].

1.3.3 Ofertas públicas de cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FICFIDC): a Instrução CVM 356/2001

Tanto os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ou FIDCs, quanto os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ou FICFIDCS, caracterizam-se por serem categorias de fundos de investimento estruturados, constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado e disciplinados pela Instrução CVM 356/2001.

A Instrução CVM 356/2001 define direitos creditórios como "*direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os warrants*", incluindo também os créditos originados de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como os créditos referenciados em títulos ou certificados representativos desses contratos[542].

Assim como ocorre com os FIPs, o investimento em FIDCs ou FICFIDCs está limitado a investidores qualificados[543].

A restrição da possibilidade de realização de investimento em FIDCs ou FICFIDCs a investidores qualificados baseia-se na maior complexidade e nos elevados riscos desse produto, notadamente quando comparado a outras modalidades de investimento em cotas de fundos ou outros valores mobiliários. O rendimento do investidor depende da capacidade do administrador ou do prestador de serviços por ele contratado em cobrar os créditos que fazem

---

[541] Ofertas públicas de cotas de FII registradas nos termos da Instrução CVM 400/2003: (a) 2015: 10; (b) 2016: 12; (c) 2017: 26; Saldo total: 48. Ofertas públicas de cotas de FII automaticamente dispensadas de registrado nos termos da Instrução CVM 476/2009: (a) 2015: 23; (b) 2016: 50; (c) 2017: 29; Saldo total: 102. Dados disponíveis em: http://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta e em http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistrada. Acesso em 15/12/2017.

[542] Art. 2º, I, da Instrução CVM 356/2001.

[543] Art. 3º, II, e 17, § 3º, da Instrução CVM 356/2001.

parte da carteira do ativo do fundo e transformá-lo em recursos, o que pode demandar, inclusive, a propositura de medidas judiciais.

Reflexo disso está na exigência de contratação de agência classificadora de risco em funcionamento no país para avaliar e atribuir nota de risco a cada classe ou série de cotas de emissão do fundo[544].

A contratação da agência classificadora de risco poderá ser dispensada quando (a) as cotas forem destinadas a um único investidor ou grupo de investidores vinculados por interesse único e indissociável, que subscreva termo de adesão por meio do qual seja declarado conhecimento dos riscos envolvidos na operação, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido e da ausência de contratação de agência classificadora de riscos e, adicionalmente, (b) esteja previsto no regulamento do fundo a obrigação de contratação da agência classificadora de riscos, caso as cotas do fundo venham a ser admitidas à negociação em mercado secundário[545].

Se o fundo deixar de ser investido por um único cotista ou por grupo de cotistas com interesse único e indissociável, a classificação de risco voltará a ser obrigatória[546].

Por se tratar de fundos que podem ser constituídos sob a forma de fundos abertos ou fechados, a disciplina prevista na Instrução CVM 356/2001 para ofertas públicas de distribuição de cotas de FIDCs e de FICFIDCs em muito se aproxima dos procedimentos dispostos na Instrução CVM 555/2014.

O art. 21 da Instrução CVM 356/2001, que trata das ofertas públicas de fundos abertos, dispõe que a distribuição de cotas de FIDCs ou de FICFIDCs independerá de prévio registro na CVM, devendo ser realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

As regras de registro das ofertas de fundos fechados somente serão extensíveis aos FIDCs e FICFIDCs abertos quando o regulamento desses últimos fundos estipular prazo de

[544] Art. 3º, III, da Instrução CVM 356/2001.
[545] Art. 23-A da Instrução CVM 356/2001.
[546] Conforme previsto no item 6.2.1 do Ofício Circular CVM/SIN/Nº 5/2014.

carência para o resgate das cotas ou para pagamento do resgate das cotas superior a 30 dias, assim como quando a soma dos prazos de resgate e de pagamento for maior do que 30 dias[547].

Nesses casos, a facilidade de resgate e a liquidez características dos fundos abertos, justificadora da ausência de necessidade de registro de oferta pública na CVM, terão sido afetadas negativamente, aproximando os fundos abertos em que esses elementos estiverem presentes dos fundos fechados ordinários, o que motivaria a aplicação àqueles das mesmas regras a que estão sujeitos esses últimos.

Passou a existir, portanto, dois tipos de FIDCs e FICFIDCs abertos: (a) aqueles que não precisam obter registro de oferta pública para distribuírem suas cotas, tal qual disposto no art. 21, caput; e (b) aqueles que precisam obter registro de oferta pública para colocarem suas cotas em mercado, como previsto no art. 20 para os fundos fechados.

Ao examinar o prazo de 30 dias previsto nos §§ 1º e 2º do art. 21, o Colegiado da CVM criticou a arbitrariedade de sua fixação. Nos termos do voto do Diretor DURVAL SOLEDADE, chegou-se a inclusive duvidar que algum fundo aberto da Instrução CVM 356/2001 conseguisse cumprir tal prazo, assim como outros fundos de investimento com maior liquidez do que os fundos de investimento em direitos creditórios[548].

Apesar das facilidades e dos menores riscos a que estão sujeitos os investidores de fundos abertos, a Instrução CVM 356/2001 prevê a obrigatoriedade de elaboração prospecto, em conformidade com o disposto na Instrução CVM 400/2003, independentemente da circunstância de se tratar de fundo aberto ou fechado. O investidor deverá, inclusive, assinar declaração de que recebeu o prospecto e conhece os riscos envolvidos e a política de investimento do fundo por ocasião de seu ingresso[549].

Em se tratando de fundos fechados, o art. 20 determina que a oferta pública deverá ser realizada com observância do disposto na Instrução CVM 400/2003.

[547] Art. 21, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM 356/2001.
[548] Processo CVM RJ2007/11393, relator diretor Durval Soledade, julgado em 27/11/2017.
[549] Art. 23 da Instrução CVM 356/2001.

A despeito de o registro da oferta pública de fundos fechados que pretendam se valer do procedimento da Instrução CVM 400/2003 ser obrigatório, a Instrução CVM 356/2001 determina que o registro será automaticamente concedido, no prazo de 5 dias úteis após o protocolo do requerimento, exceto no caso de formulação de exigências nesse interregno de tempo por parte da CVM, mediante a apresentação dos seguintes documentos e informações: (a) declaração do administrador que celebrou contrato de distribuição com instituição legalmente habilitada, quando for o caso; (b) informação quanto ao número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, valor de emissão, custos de distribuição e outros dados relevantes sobre a distribuição; (c) material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo; (d) três exemplares do prospecto e (e) qualquer informação adicional que venha a ser disponibilizada aos potenciais investidores[550].

A atual redação do art. 20 foi dada pela Instrução CVM 442/2006, editada antes da publicação da Instrução CVM 476/2009, que trata das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos.

Na medida em que FIDCs e FICFIDCs são fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, e considerando que as ofertas públicas com esforços restritos foram criadas como mecanismos para facilitar, desburocratizar e baratear as ofertas públicas cujo público investidor alvo é formado por investidores profissionais, não parece fazer sentido acreditar que as ofertas públicas de fundos fechados de que trata a Instrução CVM 356/2001 devem ser realizadas, obrigatoriamente, por meio do procedimento previsto na Instrução CVM 400/2003.

Com efeito, no âmbito do Ofício Circular CVM/SIN/Nº 5/2014, a autarquia reconheceu a possibilidade de utilização da Instrução CVM 476/2009 como mecanismo para colocação de cotas de FIDCs ou FICFIDCs fechados. Caberia, portanto, apenas um ajuste na Instrução CVM 356/2001 para evitar qualquer interpretação que pudesse apontar para a proibição da utilização da Instrução CVM 476/2009.

Por seu turno, a distribuição pública com esforços restritos de FIDCs ou FICFIDCs constituídos sob a forma de condomínio aberto é impossibilitada pela ausência da inclusão

[550] Art. 20, § 1º, da Instrução CVM 356/2001.

das cotas de fundos abertos no rol de valores mobiliários passíveis de distribuição por meio de ofertas com esforços restritos, conforme previsto no art. 1º, § 1º, da Instrução CVM 476/2009.

Em princípio, não haveria razão para os fundos abertos se socorrerem da Instrução CVM 476/2009, uma vez que o art. 21 da Instrução CVM 356/2001 os isenta de registro na CVM.

Ocorre que muitos fundos abertos acabam tendo prazo de resgate, carência ou prazos de resgate e carência das cotas superiores a 30 dias, o que atraí as regras das ofertas públicas dos fundos fechados, nos termos do art. 21, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM 356/2001. Como tais fundos continuam a ser abertos em sua essência, uma vez que foram constituídos sob a forma de condomínio aberto, ficam impossibilitados de se valer da Instrução CVM 476/2009, restando como único caminho possível a realização de oferta pública nos termos gerais da Instrução CVM 400/2003.

Para os fundos abertos que se encontram em tal situação, a CVM, em mais de uma oportunidade e com fundamento no art. 4º da Instrução CVM 400/2003, já autorizou a dispensa de registro de oferta pública[551] ou a dispensa de requisitos de registro da oferta pública de distribuição[552], como a elaboração de prospecto e a publicação de anúncio de início e encerramento, para aquelas ofertas públicas que apresentam características semelhantes às oferta pública com esforços restritos de distribuição (número limitado de investidores, ausência de esforços de venda, etc.).

A CVM entendeu, também, que para tais fundos o prazo de distribuição não deve ser o de 180 dias, tal qual previsto na Instrução CVM 400/2003, mas deveria ser de até 2 anos a contar do início da distribuição, aplicando-se analogamente o prazo que é previsto para as distribuições de CEPAC, em coerência com decisão anterior do Colegiado[553] e com a norma que cuida de debêntures padronizadas, conforme previsto no art. 5º, I, da Instrução CVM 404/2004.

---

[551] Processo CVM RJ2015/9137, julgado em 02/02/2016.
[552] Processo CVM RJ2013/1290, julgado em 15/10/2013.
[553] Processo CVM RJ2005/3975, julgado em 22/11/2005

Da mesma forma, novas emissões e distribuições de cotas de fundos abertos que estejam sujeitos ao art. 21, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM 356/2001 poderiam ser feitas com base no mesmo registro obtido anteriormente desde que o saldo de cotas emitidas não ultrapasse o volume de cotas registradas na CVM. Assim, na medida em que as cotas forem sendo resgatadas, outras cotas poderiam ser emitidas e distribuídas publicamente independentemente de novo registro na CVM. Um novo registro somente seria necessário quando cotas acima do volume total já registrado viessem a ser emitidas e colocadas junto ao público investidor.

Percebe-se, portanto, um grande esforço da autarquia em limitar os efeitos da aplicação das regras de distribuição de cotas de fundos fechados aos fundos abertos que extrapolem o limite de 30 dias para permitir o resgate ou para a realização do pagamento das cotas resgatadas por seus cotistas.

O prazo para conclusão das ofertas de fundos fechados, em consonância com o disposto na Instrução CVM 400/2003, é de até 180 dias. A CVM poderá inclusive determinar a liquidação do fundo fechado se em até 180 dias, a contar da publicação do anúncio de início da distribuição, não tiver sido subscrita a totalidade das cotas representativas de seu patrimônio inicial, exceto no caso de cancelamento do saldo não colocado antes do término do referido prazo, e desde que tal possibilidade esteja prevista no regulamento do fundo[554].

Por último, curiosamente, e diversamente do que ocorre com os FIPs e FIIs, a instrução normativa que disciplina os FIDCs e os FICFIDCs não prevê como infração grave, para os fins do art. 11, § 3º, da Lei 6.385/1976, o descumprimento das regras que disciplinam as ofertas públicas de distribuição de cotas de tais fundos.

Isso de certa forma reforça a necessidade da condução de um processo de revisão mais completo da CVM 356/2001, assim como foi feito com as instruções normativas que disciplinam os fundos não estruturados e os fundos de investimento em participações, de modo a atualizá-la em conformidade com as decisões do colegiado proferidas nos últimos 16 anos e com a própria regulamentação em vigor editada pela CVM.

[554] Art. 9º, II. O prazo de 180 dias poderá ser prorrogado, mediante a apresentação de solicitação fundamentada para a CVM, nos termos do § 2º do mesmo artigo.

2. Oferta pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI): a Instrução CVM 414/2004

2.1 Considerações preliminares

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários ou CRI são títulos de créditos nominativos, de livre negociação e emissão exclusiva de companhias securitizadora, lastreado em créditos imobiliários.

Os CRIs foram criados por meio da Lei 9.514/1997[555] e são disciplinados no âmbito da regulamentação da CVM a partir da Instrução CVM 414/2004 e da Decisão Conjunta da CVM e do BCB nº 13/2013[556].

A emissão e a distribuição de CRI geralmente segue determinado procedimento, descrito e detalhado nas seguintes etapas:

(a) o credor cede[557] os créditos imobiliários para a companhia securitizadora[558], mediante negociação e atribuição de determinado preço ao bloco de créditos cedidos, a ser pago geralmente à vista e com deságio; As companhias securitizadoras caracterizam-se por adotar a forma de sociedade anônima e por ter por objeto social a aquisição e securitização de créditos imobiliários, assim como a emissão e a colocação de CRIs em

[555] A Lei 9.514/1997 também foi responsável por criar o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que, ao lado do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), funciona como um conjunto organizado de regras e instituições voltadas para o financiamento de bens imóveis e da atividade imobiliária em geral.

[556] A decisão estabelece que os CRIs a serem distribuídos publicamente não podem ser emitidos com cláusula de correção monetária com base na variação da taxa cambial. Adicionalmente, é permitido o estabelecimento de cláusula de reajuste mensal, por índices de preços setoriais ou gerais ou pelo índice de remuneração da poupança, desde que o CRI tem prazo de vencimento igual ou superior a 36 meses.

[557] Em virtude de a Lei 9.514/1997 e a Instrução CVM 414/2004 utilizaram o termo "cessão", o entendimento da área técnica da CVM tem sido o de que não seria possível a "aquisição originária" dos créditos diretamente dos devedores. Por isso, a estruturação geralmente envolve uma etapa de transferência dos créditos para uma empresa intermediadora, que posteriormente os cede para a companhia securitizadora. Nos termos do Edital de Audiência Pública SDM Nº 01/17, em que discute a criação de uma instrução normativa para as ofertas públicas de CRA, a área técnica da CVM reconheceu a possibilidade de a companhia securitizadora subscrever diretamente as dívidas de emissores, dando a entender, portanto, que sua opinião pode ter sido alterada.

[558] As companhias securitizadoras caracterizam-se por adotar a forma de sociedade anônima e de ter por objeto social a aquisição e securitização de créditos imobiliários, assim como a emissão e a colocação de CRI em mercado, conforme previsto no art. 2º da Lei 9.514/1997.

mercado;

(b) a companhia securitizadora, por meio da operação de securitização de créditos imobiliários[559] e celebração do "Termo de Securitização de Créditos"[560], vincula os créditos imobiliários à emissão dos correspondentes CRIs;

(c) a companhia securitizadora distribui os CRIs no mercado, a partir da aplicação dos procedimentos dispostos na Instrução CVM 400/2003 ou na Instrução CVM 476/2009, conforme se trate ou não de colocação com esforços restritos exclusiva para investidores profissionais, observados, ainda, os requisitos específicos previstos na Instrução CVM 414/2004;

(d) com os recursos obtidos junto aos investidores, a companhia securitizadora paga o credor cedente, liquidando a operação de cessão de créditos imobiliários;

(e) após a liquidação da operação de cessão de créditos imobiliários, a companhia securitizadora passa a ser a credora dos valores devidos pelos devedores originais dos créditos imobiliários, passando a receber diretamente deles as prestações relativas à remuneração dos títulos, empréstimos, financiamentos, operações de arrendamento mercantil, entre outros, que originaram os créditos imobiliários; e

(f) os recursos recebidos pela companhia securitizadora são transferidos aos investidores, segundo a proporção, prazo e forma estabelecidos nos instrumentos de emissão de CRI.

[559] A securitização de créditos caracteriza-se, em linhas gerais, como a operação por meio da qual diversos direitos de crédito heterogêneos e com pouca ou nenhuma liquidez são reunidos para lastrear a emissão de um conjunto relativamente homogêneo de valores mobiliários negociáveis em mercado. O rendimento de tais valores mobiliários continua dependente e vinculado ao fluxo de pagamento dos créditos que lhes deu origem.
[560] O termo de securitização de créditos deverá ser lavrado em conformidade com os requisites previstos no art. 8º da Lei 9.514/1997.

Nem a Lei 9.514/1997, nem a Instrução CVM 414/2004 definem os contornos dos "créditos imobiliários" que podem servir de lastro para a emissão e distribuição de CRI.

Até pouco tempo entendia-se que apenas créditos oriundos da exploração de imóvel ou do financiamento de imóvel, tais como créditos decorrentes de contratos de compra e venda, locação, arrendamento mercantil ou financiamento, poderiam se qualificar como créditos imobiliários[561]. Os créditos imobiliários eram definidos, portanto, a partir da verificação de sua *origem*, e não de sua *destinação*.

Em 2013, o colegiado da CVM enfrentou caso envolvendo pedido de registro de distribuição de CRI lastreado em debêntures simples emitidas pela Rede D'or São Luiz S.A..[562] Os recursos obtidos com a venda das debêntures seriam utilizados para a aquisição de terrenos e a edificação e a expansão de prédios hospitalares, mas o pagamento dos rendimentos aos titulares dos CRIs resultaria do fluxo de caixa gerado pelas operações médico-hospitalares da Rede D'or, restando, desvinculado, por conseguinte, de empreendimentos imobiliários.

Inicialmente, tanto a área técnica, quanto o colegiado manifestaram-se contrários ao pleito, fieis a teoria de que os créditos imobiliários deveriam ser verificados a partir da *origem* da operação, e não da *destinação* pretendida pelo devedor. Na medida em que o pagamento dos créditos imobiliários não resultaria da exploração de atividades no setor imobiliário, não se poderia afirmar que tais créditos tinham a natureza de "imobiliários" conforme exige a Lei 9.514/1997.

Pouco antes do julgamento de recurso apresentado ao Colegiado da CVM após a negativa de seu pleito, o ofertante desistiu da operação, o que fez com que o caso não tivesse decisão final de mérito.

---

[561] Entre outros precedentes, esse entendimento pode ser verificado no Processo CVM RJ2002/3032, julgado em 13/04/2003 (relator diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos), no qual firmou-se a posição de que não seria possível a emissão de CRIs lastreados em créditos oriundos de contrato de compra e venda de energia elétrica, por mais que os recursos captados fossem destinados para realizar reforma de usina hidrelétrica da Companhia Energética Paulista.

[562] Processo CVM RJ2012/12177, relator diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 13/06/2013.

De toda forma, em seu relatório e voto no recurso apresentado, o diretor ROBERTO TADEU ANTUNES FERNANDES expôs a opinião da Procuradoria Federal Especializada de que, a despeito de os créditos apresentados na operação da Rede D'or não espelharem a definição de "créditos imobiliários" adotada até então pela autarquia, a CVM poderia autorizar o registro da emissão mediante a formulação de exigências adicionais com o objetivo de assegurar a proteção do público investidor, tais como a vinculação do crédito que serviria de lastro do CRI aos imóveis que seriam objeto de aquisição, reforma ou construção pela administradora da rede de hospitais.

Posteriormente, em 2016, a CVM analisou outro caso envolvendo créditos de debêntures, agora emitidas pela Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações[563]. Com os recursos da venda das debêntures, a Cyrela pretendia financiar determinados empreendimentos imobiliários que compunham a sua carteira de ativos.

Novamente os créditos não eram *originados* de um empreendimento imobiliário, haja vista sua emissão por meio de debêntures, mas seriam *destinados* para atividades no mercado imobiliário. Além disso, e de forma diversa ao que ocorreu no caso Rede D'or, os recursos a serem utilizados para pagamento da remuneração devida aos titulares dos CRIs resultaria da exploração de atividades e negócios no mercado imobiliário pela Cyrela, o que constituía um argumento a mais em favor do deferimento do registro da operação.

Na ocasião, o colegiado da CVM, por unanimidade, acompanhou o entendimento da área técnica exposto no Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1 e confirmou a mudança de orientação no que diz respeito ao conceito de créditos imobiliários, que passaram a ser tanto os *originados* de operações imobiliários (também denominados de créditos imobiliários tradicionais), quanto aquelas cujo *destinação* fossem investimentos no setor de imóveis, independentemente de sua origem (chamados de dívidas corporativas).

A aceitação da utilização do critério de *destinação* para o conceito de créditos imobiliários não veio desacompanhada da imposição do cumprimento de condições adicionais pela CVM.

[563] PROC. SEI 19957.000587/2016-5, julgado em 16/08/2016.

A esse respeito, a área técnica observou que os recursos oriundos da captação realizada por meio da distribuição de CRI, cujos créditos-lastro não fossem, na origem, oriundos de empreendimentos imobiliários, deveriam ser vinculados a operações com imóveis específicos, nos termos do art. 8º, I, da Lei 9.514/97.

Essa posição foi ratificada pelo Colegiado da CVM recentemente, em caso envolvendo CRIs lastreados em debêntures de emissão da BR Properties S.A. que seriam utilizadas para o reembolso de compra de imóvel realizada antes da emissão dos CRIs[564]. Com base no voto do diretor e ex-presidente da CVM LEONARDO PEREIRA, confirmou-se o entendimento de que os recursos arrecadados com a dívida corporativa devem ser utilizados em atividades relacionadas ao mercado imobiliário, previamente indicadas no documento da oferta, não podendo representar uma "*mera operação de capitalização da empresa devedora*", o que afastaria o cumprimento dos objetivos previstos na Lei 9.514/1997.

Como forma de estabelecer tal vinculação, os imóveis alvo do investimento precisariam ser descritos e detalhados tanto no termo de securitização, quanto na escritura de emissão de debêntures ou do correspondente título de crédito que venha a ser utilizado na transação.

Adicionalmente, determinou-se que o efetivo direcionamento dos recursos para investimento em imóveis deveria ocorrer até a data de vencimento do CRI, cabendo ao agente fiduciário, nos termos do art. 13 da Instrução CVM 414/2004, o dever de fiscalizar a destinação dos recursos.

Outra novidade da Lei 9.514/1997, com efeitos para as regras de oferta pública de distribuição de CRI, conforme será analisado a seguir, foi a previsão da possibilidade de criação de um regime fiduciário sobre os créditos imobiliários cedidos à companhia securitizadora.

Conforme demonstrou-se acima, o pagamento dos rendimentos devidos aos titulares de CRI é realizado pela companhia securitizadora e decorre da performance dos créditos imobiliários por ela adquiridos.

[564] PROC. SEI 19957.009618/2016-30, julgado em 26/06/2017 (BR Properties).

Considerando que os pagamentos recebidos nas operações com créditos imobiliários transitam pelo patrimônio da companhia securitizadora e que essa exerce outras atividades e está sujeita a diferentes riscos, inclusive de outras operações de securitizações de créditos imobiliários, o art. 9º da Lei 9.514/1997 dispõe a respeito da possibilidade de constituição de regime fiduciário sobre créditos imobiliários.

O regime fiduciário caracteriza-se pela criação de um patrimônio separado, composto pela totalidade dos créditos imobiliários que serviram de lastro para emissão dos CRIs. O regime fiduciário funciona, assim, como mecanismo de isolamento do risco de crédito a que estão sujeitos os titulares dos CRIs.

Em vez de se sujeitar ao risco de crédito geral da companhia securitizadora, passam a estar submetidos apenas aos riscos de crédito de performance da própria carteira de créditos imobiliários que lastreou a emissão dos CRIs e que forma o patrimônio separado sujeito ao regime fiduciário.

A despeito da existência da figura do agente fiduciário, que representa a comunhão dos titulares de CRI no âmbito do regime fiduciário, incumbe a companhia securitizadora as obrigações de administrar cada patrimônio separado, de manter os correspondentes registro contábeis e de elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras, respondendo, ainda, com a totalidade de seu patrimônio, por eventuais prejuízos causados em razão de descumprimento de disposição legal ou regulamentar, negligência ou administração temerária ou desvio de finalidade do patrimônio separado[565].

Em caso de insolvência da companhia securitizadora, os patrimônios em separado que tiverem sido constituídos não deverão ser afetados, cabendo ao agente fiduciário os encargos de custódia e administração provisória dos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado, assim como de convocar a assembleia de titulares de CRI para deliberar sobre a forma de administração do patrimônio separado e dos créditos imobiliários a partir de então.

[565] Art. 12 da Lei 9.514/1997.

2.2 Formas de distribuição pública de CRI

As ofertas públicas de distribuição de CRI observam os procedimentos e regras gerais previstas na Instrução CVM 400/2003 ou na Instrução CVM 476/2009, conforme o público investidor destinatário, e em ambos os casos com as variações dispostas na Instrução CVM 414/2004.

A Instrução CVM 414/2004 estabelece alterações de natureza geral aos procedimentos de ofertas públicas, aplicáveis tanto às ofertas públicas ordinárias, quanto às ofertas públicas com esforços restritos, e alterações de natureza específica, extensíveis apenas e exclusivamente às ofertas públicas tradicionais ou às ofertas com esforços restritos.

A seguir são analisadas e comentadas cada uma das modificações, segmentadas em (a) modificações que envolvam os procedimentos das Instruções CVM 400/2003 e 476/2009; (b) modificações que envolvam apenas os procedimentos da Instrução CVM 400/2003; e (c) modificações que envolvam apenas os procedimentos da Instrução CVM 476/2009.

2.2.1 Variações aos procedimentos de distribuição das Instruções CVM 400/2003 e 476/2009

Entre as modificações de natureza geral aplicáveis a ambos os procedimentos de oferta pública está a que estabelece que nenhum devedor ou coobrigado[566] pode ser titular do que mais do que 20% da carteira de créditos imobiliários que lastreia a emissão de CRI que será objeto de distribuição pública[567]. O objetivo da norma é evitar a excessiva concentração dos créditos em apenas alguns poucos credores, o que contribuiria para aumentar o risco da operação.

A proibição de concentração referida acima não será aplicável quando o devedor ou coobrigado preencher qualquer um dos seguintes requisitos: (a) tiver registro como

[566] São equiparados ao devedor e ao coobrigado, para os fins do art. 5º da Instrução CVM 414/2004, e conforme previsto em seu §7º, seu acionista controlador, as sociedades por eles direta ou indiretamente controladas, suas coligadas e sociedades sob controle comum.
[567] Art. 5º, *caput*, da Instrução CVM 414/2004.

companhia aberta; (b) for instituição financeira ou equiparada; (c) for sociedade empresarial cujas demonstrações financeiras sejam elaboradas de acordo com o disposto na Lei 6.404/1976 e auditadas por auditor independente registrado na CVM[568].

Nesses casos, a dispensa do limite de concentração de crédito está baseada na premissa de que esses credores estão sujeitos a regras contábeis mais rígidas e a um regime informacional mais amplo, o que reduz a assimetria informacional e proporciona uma melhor qualidade de seus créditos, favorecendo a tomada de decisão de investimento refletida e consciente por parte do público investidor.

Caso o devedor ou coobrigado se enquadre na hipótese de que trata o item (c), deverá anualmente, até a data de vencimento do CRI ou até o final do exercício em que os créditos de sua responsabilidade deixarem de representar mais de 20% da carteira, encaminhar à CVM suas demonstrações financeiras, acompanhadas do respectivo parecer do auditor independente[569].

A sociedade empresária responsável por mais de 20% dos créditos da carteira que serve de lastro para o CRI está dispensada de elaborar demonstrações financeiras em conformidade com a Lei 6.404/1976 e de enviá-las anualmente à CVM, mas não estará livre da contratação de auditor independente, se realizar oferta pública de CRI destinada exclusivamente à (a) sociedades integrantes de um mesmo grupo econômico, e respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedado a negociação dos CRIs em mercado secundário; ou (b) não mais do que 50 investidores profissionais, sendo vedado a negociação dos CRIs pelo investidores profissionais com outros investidores durante o prazo de 18 meses a contar do encerramento da distribuição, exceto se a negociação ocorrer entre os titulares de CRIs ou se o titular alienar todos os CRIs subscritos para um único investidor[570].

Também existe limitação de concentração de créditos no que diz respeito àqueles oriundos de imóveis sem "habite-se" ou documento equivalente.

---

[568] Art. 5º, §1º, da Instrução CVM 414/2004.

[569] Art. 5º, § 2º, da Instrução CVM 414/2004. O § 3º do mesmo artigo determina que o envio do material à CVM deverá ocorrer até o término do 3º mês após o encerramento do exercício social ou no mesmo dia de sua colocação à disposição dos sócios, se esta ocorrer em data anterior.

[570] Art. 5º, §§ 4º e 5º, da Instrução CVM 414/2004.

A esse respeito, o art. 5º-A da Instrução CVM 414/2004 estabelece que não mais do que 20% dos créditos imobiliários oriundos de imóveis que não tenham o "habite-se" ou documento equivalente podem estar sob a responsabilidade do mesmo devedor ou coobrigado. Para essa hipótese, ao contrário dos limites de concentração de crédito por devedor ou coobrigado descrita acima, a instrução não estabelece exceções.

Outra modificação ao procedimento geral das ofertas públicas de distribuição é a previsão de dispensa de contratação de instituição intermediária participante do sistema de distribuição de valores mobiliários quando a oferta pública de CRI (a) tiver montante inferior a R$ 30 milhões ou (b) for destinada exclusivamente à (i) sociedades integrantes de um mesmo grupo econômico, e respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada a negociação em mercado secundário; ou (ii) não mais do que 50 investidores profissionais[571].

Por último, a instrução também estabelece restrições à negociação de CRI no mercado secundário quando a oferta pública tiver sido destinada exclusivamente a investidores qualificados[572] ou a investidores profissionais.

Nesse ponto, o art. 16 da Instrução CVM 414/2004 prevê que depois de 18 meses a contar do encerramento da distribuição, os CRIs adquiridos em oferta destinada exclusivamente a investidores qualificados ou a investidores profissionais poderão ser oferecidos a investidores não qualificados, desde que:

(a) não exista situação de inadimplemento financeiro perante os titulares de CRI;

(b) os créditos imobiliários que formam a carteira do CRI estejam sob o regime fiduciário de que trata o art. 9º da Lei 9.514/1997 e sejam originados (i) de imóveis com "habite-se" ou documento equivalente ou

[571] Art. 9º da Instrução CVM 414/2004.

[572] Considerando que a Instrução CVM 476/2009 apenas autoriza a distribuição de valores mobiliários com esforços restritos entre investidores profissionais, a companhia securitizadora interessada em fazer uma oferta exclusiva para investidores qualificados teria de recorrer às regras da Instrução CVM 400/2003.

(ii) de aquisição ou promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação;

(c) tenha sido contratada agência classificadora de riscos para avaliar os CRIs;

(d) a companhia securitizadora esteja com o registro de companhia aberta atualizado na CVM; e

(e) a negociação com investidores não qualificados tenha sido aprovada por maioria simples dos titulares de CRI em circulação, reunidos em assembleia especialmente convocada para esse fim.

No caso de ofertas de CRIs destinadas exclusivamente à não mais do que 50 investidores profissionais e que tenham como lastro créditos imobiliários de devedor que seja sociedade empresaria responsável por mais do que 20% do total dos créditos da carteira, conforme hipótese retratada acima[573], as restrições indicadas acima serão somadas àquela que proíbe a negociação com outros investidores, salvo se entre os titulares de CRIs ou com a alienação total para um único investidor, dentro do prazo de 18 meses a contar do encerramento da oferta.

Também na hipótese retratada acima, e de forma desorganizada e assistemática, o art. 16, §2º da Instrução CVM 414/2004 dispõe que negociação dos CRIs com investidores qualificados ou não qualificados estará adicionalmente condicionada ao arquivamento, na CVM, das demonstrações financeiras do devedor ou coobrigado responsável por mais do que 20% dos créditos imobiliários que formam o lastro dos CRIs.

2.2.2 Variações apenas no procedimento de distribuição da Instrução CVM 400/2003

Como examinado nos itens anteriores, CRI não é um produto financeiro de destinação exclusiva a investidores qualificados, podendo ser distribuído ao público

[573] Art. 5º, §§ 4º e 5º, da Instrução CVM 414/2004.

investidor de varejo após o registro da oferta na CVM nos termos da Instrução CVM 400/2003 e mediante o cumprimento de determinados requisitos adicionais previstos ao longo da Instrução CVM 414/2004.

Além do registro da oferta pública de que trata a Instrução CVM 400/2003, a companhia securitizadora também deve obter e manter seu registro na CVM como companhia aberta devidamente atualizado para receber a autorização para distribuição pública de CRI[574].

O requerimento de registro de oferta pública de CRI deverá ser instruído com os documentos e informações exigidos pela Instrução CVM 400/2003 e, adicionalmente, pelo Anexo I à Instrução CVM 414/2004 e pelo termo de securitização de créditos.

A propósito, o termo de securitização deverá observar o disposto no Anexo III à Instrução CVM 414/2004 e estar registrado ou averbado, conforme o caso, no cartório de registro de imóveis competente ou na instituição custodiante, quando instituído regime fiduciário e o lastro da emissão consistir em cédulas de crédito imobiliário[575].

Entre as variações ao procedimento comum da Instrução CVM 400/2003, a Instrução CVM 414/2004 disciplina requisitos especiais a serem observados a depender se a oferta é destinada a investidores não qualificados ou a investidores qualificados.

Caso a oferta seja destinada a investidores não qualificados, ou seja, ao público geral de varejo, exige-se que os créditos imobiliários que compõem a carteira que serve de lastro para a emissão do CRI estejam sob o regime fiduciário de que trata o art. 9º da Lei 9.514/1997 e que sejam originados (a) de imóveis com "habite-se" ou documento equivalente ou (b) de aquisição ou promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, nos termos do art. 6º da Instrução CVM 414/2003.

A CVM acredita que as limitações impostas por meio do art. 6º da Instrução CVM 414/2003 são necessárias para a proteção dos investidores de varejo do risco de performance,

[574] Art. 4º da Instrução CVM 414/2004.
[575] Art. 7º da Instrução CVM 414/2004.

ou seja, do risco de serem utilizados eventos futuros, como ausência de obtenção do "habite-se" ou da conclusão da incorporação, para justificar a suspensão ou a ausência dos pagamentos dos créditos imobiliários[576].

Diante da possibilidade de utilização de créditos imobiliários por *destinação* como lastro de emissão de CRIs, a CVM acabou por reconhecer a pouca efetividade das limitações previstas acima quando o crédito imobiliário não for originado de uma operação de crédito imobiliário tradicional.

Por essa razão, em 2017 foi editada a Deliberação CVM 772 que delegou à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários competência para analisar os pedidos de dispensa de cumprimento dos requisitos previstos nos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414/2003. Para lograr êxito na solicitação de dispensa, o interessado deverá demonstrar que:

(a) o lastro dos CRIs é constituído por créditos imobiliários devidos pelo seu emissor independentemente de qualquer evento futuro; esse é o caso dos créditos por destinação, conforme reconhecido pela área técnica da CVM[577];

(b) os créditos imobiliários deverão estar sujeitos ao regime fiduciário de que trata o art. 9º da Lei 9.514/97;

(c) o emissor dos créditos imobiliários que constituem o lastro dos CRI deverá ser companhia aberta, atuante no setor imobiliário, conforme indicado em seu estatuto social;

(d) deverá ser contratado ao menos um relatório de agência classificadora de risco para atribuição de nota aos CRI;

[576] A esse respeito, vide a análise realizada pela área técnica da CVM no Memorando 84/2016 CVM/SRE/GER-1, de 11 de agosto de 2016, extraído do Processo CVM 19957.000587/2016-51.
[577] Processo CVM 19957.000587/2016-51, julgado em 16/08/2016 (Cyrela Brasil Realty S.A.); Processo CVM nº 19957.009281/2016-61, julgado em 24/01/2017 (Aliansce Shopping Center S.A.); e Processo CVM nº 19957.001682/2017-53, julgado em 02/05/2017 (Direcional Engenharia S.A.).

(e) deverá haver previsão nos documentos da operação de que ao agente fiduciário incumbe o dever de verificar o direcionamento dos recursos captados a empreendimentos imobiliários, de modo a configurar o vínculo previsto no art. 8º, I, da Lei 9.514/97; e

(f) os recursos captados por meio da distribuição dos CRIs deverão ser destinados a operações com empreendimentos imobiliários até a liquidação dos CRIs.

A ausência de preenchimento de um ou mais dos requisitos indicados acima, como a circunstância de a companhia emissora dos créditos-lastro não ser companhia aberta registrada na CVM, não significa impedimento para a solicitação de dispensa de cumprimento de requisitos do registro, mas implica apenas o seu encaminhamento para deliberação pelo Colegiado da autarquia[578].

Quando a oferta for destinada a investidores não qualificados, também deverá ser contratado pelo menos um relatório de agência classificadora de risco para atribuição de nota aos CRIs, que será atualizado em periodicidade não superior à trimestral[579]. Como elencado acima, esse é um dos requisitos que devem ser observados pelo interessado em dispensar o cumprimento do disposto nos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414/2004.

Por outro lado, quando a oferta é destinada exclusivamente a investidores qualificados e os créditos vinculados ao CRI forem oriundos de imóveis com "habite-se" ou documento equivalente, dispensa-se a apresentação da certidão de averbação ou registro do termo de securitização por ocasião do protocolo de pedido de registro da oferta pública, estendendo-se o prazo para tanto em até 90 dias após o início da distribuição[580].

Nessa situação, porém, a integralização das cotas do CRI ficará condicionada (a) à constituição, em favor dos titulares de CRI, de garantias reais ou fidejussórias de valor,

[578] Diferentemente do caso Cyrela, nos casos Aliansce Shopping Center S.A. e Direcional Engenharia S.A. a entidade responsável pelos créditos que lastreavam os CRIs não era companhia aberta.
[579] Art. 7º, § 6º, da Instrução CVM 414/2004
[580] Art. 7º, § 2º, da Instrução CVM 414/2004. Caso a certidão de averbação ou de registro do termo de securitização deixe de ser apresentada no prazo, a oferta será cancelada (Art. 7º, § 3º, da Instrução CVM 414/2004).

no mínimo, igual ao valor de subscrição devidamente atualizado, registradas junto a instituição autorizada pela CVM a prestar serviços de liquidação e custódia e válidas até, no mínimo, a averbação ou o registro do termo de securitização de créditos; ou (b) à permanência dos recursos captados em conta vinculada até a averbação ou o registro do termo de securitização de créditos[581].

Apesar de não ser obrigatório, caso a companhia securitizadora opte pela contratação de relatório de agência de classificação de risco na distribuição de CRIs a investidores qualificados e desde que o termo de securitização assim a autorize, estará dispensada da obrigação de atualização trimestral do relatório prevista no § 7º do art. 7º da Instrução CVM 414/2004.

Nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados também é possível a utilização do procedimento de registro provisório da oferta previsto no art. 8º da Instrução CVM 414/2004, que funciona basicamente como instrumento para que o ofertante possa iniciar o procedimento de coleta de intenções de investimentos com os interessados na aquisição dos CRIs antes do registro definitivo de distribuição.

Para obtenção do registro provisório, a companhia securitizadora ou a instituição líder da distribuição deverá apresentar requerimento à CVM acompanhado do Anexo II à Instrução CVM 414/2004 preenchido e de 3 vias do prospecto preliminar.

O registro provisório será cancelado se o registro definitivo não tiver sido requerido até o 30º dia do mês subsequente ao da concessão do registro, devendo a companhia securitizadora, neste caso, reembolsar todos os valores e bens que tiverem sido eventualmente entregues pelos subscritores dos CRIs[582].

A devolução também poderá ser exigida no caso de o prospecto definitivo apresentar mudança significativa em relação ao prospecto preliminar apresentado por ocasião da obtenção do registro provisório. Nesse caso, os subscritos do CRI terão o direito

[581] Art. 7º, § 2º, da Instrução CVM 414/2004. Nos termos do § 3º, a averbação ou o registro do termo de securitização de créditos deverá ser informada à CVM, à bolsa de valores ou entidade administradora de mercado de balcão organizado e à câmara de compensação e liquidação no prazo máximo de um dia útil após sua realização.
[582] Art. 8º, § 2º, da Instrução CVM 414/2004.

de retratar a sua adesão à oferta, sendo-lhes devido a restituição integral dos valores, bens ou direitos porventura transferidos em contrapartida à aquisição dos CRIs[583].

2.2.3 Variações apenas no procedimento de distribuição da Instrução CVM 476/2009

Nas ofertas públicas com esforços restritos, a Instrução CVM 476/2009 prevê a proibição de negociação dos valores mobiliários subscritos ou adquiridos durante o prazo de 90 dias a contar de cada subscrição ou aquisição, findo o qual os valores mobiliários poderão ser transferidos a outros investidores profissionais ou qualificados.

Adicionalmente, após o prazo de 90 dias, a Instrução CVM 476/2009 também dispõe que a negociação poderá ser livre, passando a envolver inclusive investidores não qualificados, desde que o emissor tenha obtido registro de companhia aberta na CVM.

No caso de distribuições públicas de CRI realizadas com base na Instrução CVM 476/2009, a Instrução CVM 414/2004 determina restrições adicionais a serem observadas para a negociação dos CRIs subscritos pelos investidores profissionais após o encerramento da oferta.

Nesse sentido, na hipótese de que trata o § 4º, II, do art. 5º da Instrução CVM 414/2004, que retrata a oferta de CRIs a até 50 investidores profissionais na situação em que o mesmo credor é titular de mais de 20% dos créditos que lastrearam a emissão dos CRIs, o §5º do mesmo artigo limita a negociação dos CRIs pelos investidores profissionais durante o prazo de 18 meses a contar do encerramento da oferta.

A limitação prevista impede que os investidores profissionais subscritores dos CRIs os transferiram para terceiros durante o prazo de 18 meses a contar do término da oferta exceto se tal terceiro (a) for um outro investidor profissional que tiver participado da distribuição ou (b) adquirir todo o lote de CRIs de titularidade do investidor profissional vendedor.

[583] Art. 8º, § 3º, da Instrução CVM 414/2004.

Interesse notar, neste ponto, que a instrução não estabelece restrições quanto à sofisticação do investidor que poderia se dispor a comprar o conjunto de CRIs de titularidade do investidor profissional vendedor, provavelmente por acreditar que o volume de recursos envolvido na operação afastaria da negociação qualquer outro investidor que não um terceiro que seja também investidor profissional ou equiparável.

3. Oferta pública de certificados de recebíveis do agronegócio (CRA): a aplicação subsidiária da Instrução CVM 414/2004

Os Certificados de Recebíveis do Agronegócio ou CRA foram instituídos por meio da Lei 11.076/2004, que criou também o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), o Warrant Agropecuário (WA), o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) e a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA).

Os Certificados de Recebíveis do Agronegócio qualificam-se como títulos de créditos nominativos, de livre negociação, representativos de promessa de pagamento em dinheiro que constitui título executivo extrajudicial, cuja emissão está vinculada e lastreada em direitos creditórios do agronegócio[584].

A Lei 11.076/2004 define como créditos do agronegócio os créditos originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive operações de financiamentos ou empréstimos, desde que relacionados à produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária[585].

Somente companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio possuem autorização legal para emissão e distribuição de CRA[586]. As companhias securitizadoras devem adotar a forma de sociedade por ações e ter como objeto social a aquisição e a securitização de direitos creditórios, assim como a emissão e a distribuição pública de CRA[587].

---

584 Art. 36 da Lei 11.076/2004.
585 Art. 23, § 1º, da Lei 11.076/2004.
586 Art. 36, parágrafo único, da Lei 11.076/2004.
587 Art. 38 da Lei 11.076/2004.

O procedimento de emissão e distribuição de CRA é muito semelhante ao de CRI, observando em geral as seguintes etapas:

(a) o credor cede os créditos do agronegócio para a companhia securitizadora[588], mediante negociação e atribuição de determinado preço ao bloco de créditos cedidos, a ser pago geralmente à vista e com deságio;

(b) a companhia securitizadora, por meio da operação de securitização de créditos do agronegócio e celebração do correspondente Termo de Securitização de Créditos, vincula os créditos do agronegócio à emissão dos correspondentes CRAs;

(c) a companhia securitizadora distribui os CRAs no mercado, a partir da aplicação dos procedimentos dispostos na Instrução CVM 400/2003 ou na Instrução CVM 476/2009, conforme se trate ou não de colocação exclusiva com esforços restritos para investidores profissionais, observados, ainda, os requisitos específicos previstos na Instrução CVM 414/2004 e nos precedentes analisados pela autarquia;

(d) com os recursos obtidos junto aos investidores, a companhia securitizadora paga o credor cedente, liquidando a operação de cessão de créditos do agronegócio;

(e) após a liquidação da operação de cessão de créditos do agronegócio, a companhia securitizadora passa a ser a credora dos valores devidos pelos devedores originais dos créditos do agronegócio, passando a receber diretamente deles as prestações devidas e se incumbindo de repassá-las aos titulares dos CRAs, segundo a proporção, prazo e forma estabelecidos nos instrumentos de emissão dos CRAs.

[588] As companhias securitizadoras caracterizam-se por adotar a forma de sociedade anônima e de ter por objeto social a aquisição e securitização de créditos imobiliários, assim como a emissão e a colocação de CRI em mercado, conforme previsto no art. 2º da Lei 9.514/1997.

A CVM tem competência, por expressa determinação legal, conforme previsto no art. 43 da Lei 11.076/2004, para disciplinar a distribuição pública de CRAs, que dependerá do prévio registro da oferta na CVM ou de sua dispensa, se cumpridos os correspondentes requisitos previstos na regulamentação aplicável.

Atualmente, contudo, não existe instrução normativa editada pela autarquia que tenha por objeto disciplinar as ofertas públicas de distribuição de CRA. Desde julho de 2017 está em processo de audiência pública e discussão com o mercado uma proposta de elaboração de instrução própria para CRA[589].

Até que a nova instrução seja aprovada, continua a vigorar o entendimento manifestado pela CVM, em comunicado ao mercado de 21/11/2008, segundo o qual às ofertas de CRA deveriam ser aplicadas as regras previstas na Instrução CVM 414/2004 para as ofertas públicas de distribuição de CRIs, uma vez que os ambos produtos guardariam semelhanças entre si, como o fato de representarem títulos de emissão exclusiva de companhias securitizadoras.

Na época da divulgação do comunicado, a CVM não poderia imaginar a importância que as ofertas públicas de CRA passariam a ter para o mercado brasileiro.

Dados referidos no Edital de Audiência Pública SDM n.º 01/17 mostram que de 2015 para 2016 houve um aumento de 176% no volume financeiro movimentado pelas operações de CRA (em 2016 o volume financeiro total foi de R$ 14 bilhões) e de 126% no número absoluto de distribuições realizadas (em 2016 foram realizadas 43 operações), o que dá o tom da urgência da necessidade de aprovação de uma instrução normativa própria e específica para esse mercado[590].

Em razão de se sujeitar à Instrução CVM 414/2003, todas as variações aos procedimentos para realização de ofertas públicas ordinária, nos termos da Instrução CVM 400/2003, ou com esforços restritos de distribuição, nos termos da Instrução 476/2009,

[589] Edital de Audiência Pública SDM Nº 01/17.
[590] Grande parte do apelo dos CRAs, e também de CRIs, está na isenção de imposto de renda sobre os rendimentos que vierem a ser pagos nas respectivas operações (Art. 3º, II e IV, da Lei 11.033/2004).

descritos e detalhados no item 2 deste Capítulo aplicam-se também às ofertas públicas de CRA.

Adicionalmente, ao longo dos últimos anos, o Colegiado da CVM se debruçou sobre diversos casos envolvendo ofertas públicas de CRA e acabou tendo de se pronunciar a respeito de algumas incompatibilidades ou divergências de entendimento entre os participantes do mercado e a área técnica, entre as quais destacam-se duas: (a) os limites da definição de créditos do agronegócio e (b) os requisitos a serem observados em ofertas públicas de CRA com possibilidade de revolvência dos direitos creditórios que compõem seu lastro.

O principal debate sobre a definição dos créditos do agronegócio ocorreu no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição de CRAs lastreados em debêntures de emissão do Burger King[591]. Os recursos captados com a oferta pública seriam utilizados para a integralização das debêntures do Burger King, que, por sua vez, utilizaria os referidos cursos para a aquisição de carne *in natura* produzida e comercializada pela JBS e pela Seara.

Toda a discussão se deu em torno da necessidade ou não de os recursos captados serem destinados para financiamento do produtor rural, além de naturalmente estarem vinculados a negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

Em sua decisão, o Colegiado, por maioria, nos termos do voto do diretor LEONARDO PEREIRA, restando vencido o diretor ROBERTO TADEU, entendeu que a Lei 11.076/2004 não exigia que os recursos captados na operação fossem destinados obrigatoriamente para o financiamento do produtor rural, o que exigiria que esse fosse o devedor dos créditos que lastreiam a emissão dos CRAs, bastando a verificação da existência de qualquer transação comercial relacionada à produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de

[591] PROC. SEI 19957.001669/2016-13, julgado em 30/08/2016.

produtos/insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária que poderiam se beneficiar da captação de recursos realizada[592].

Em voto separado, o diretor GUSTAVO BORBA manifestou opinião de que o lastro da emissão de CRA deve ser, em regra, direitos creditórios originários de relação relacionada à cadeia do agronegócio e tendo como uma das contrapartes um produtor rural (não necessariamente a parte devedora), não bastando apenas que o negócio seja relacionado à cadeia do agronegócio como um todo. Para o diretor, as debêntures do Burger King somente estariam cumprindo os requisitos da Lei 11.076/2004 na medida em que os requisitos impostos pelo Colegiado e pela área técnica asseguram que os recursos obtidos com a operação serão destinados para produtores rurais[593], o que mostra que ainda existe controvérsia sobre o assunto.

No que diz respeito às limitações em ofertas públicas de CRA com possibilidade de revolvência dos direitos creditórios que compõem o lastro do CRAs ofertados, o entendimento da CVM foi consolidado por meio do julgamento de processo envolvendo a emissão e a distribuição de CRAs lastreados em direitos creditórios de emissão da BRF Foods[594] e ratificado através do Ofício Circular Nº 01/2017/CVM/SRE.

Revolvência é o termo utilizado para a operação de substituição de direitos creditórios que servem de lastro para a emissão de CRA. Na revolvência, os créditos do agronegócio que vencerem antes da data de vencimento dos próprios CRAs são substituídos por novos direitos creditórios, que passarão a estar lastreados e vinculados aos CRAs até que a liquidação dos CRAs seja finalizada. A companhia securitizadora poderá usar o fluxo financeiro oriundo do vencimento dos direitos creditórios, no todo ou em parte, para a aquisição dos novos direitos creditórios.

Entre outros requisitos exigidos pela CVM para que seja possível a emissão de CRAs com revolvência de direitos creditórios está a previsão que limita a sua distribuição

[592] Na ocasião a opinião da área técnica restou vencida. Para a SRE, quem estava sendo financiado era o Burger King, e não os fornecedores agrícolas, na medida em que o Burger King receberia os recursos à vista, assim como a carne bovina, mas só pagaria no future, parceladamente.
[593] Entre os quais destacam-se a inclusão de previsão, na escritura de debentures que o Burger King deverá encaminhar, junto com a sua prestação de contas trimestral, as notas fiscais relativas ao pagamento dos fornecedores de carne, cabendo ao agente fiduciário o dever de fiscalizar o cumprimento dessa obrigação.
[594] Processo CVM RJ2015/6419, julgado em 25/08/2015.

pública a investidores qualificados, em analogia com as operações de CRI, nos termos do art. 6º da Instrução CVM 414/2004.

Em razão dos riscos e da complexidade de um procedimento de troca de direitos creditórios que lastrearam a emissão de CRA após a sua distribuição ao público investidor, a CVM entende que os investidores qualificados estão em melhor posição para processar as informações, compreendê-las e decidir a respeito de oportunidades de investimento em operações desse tipo, o que teria motivado a restrição.

Também na linha de proteger os investidores não qualificados, a minuta de nova instrução de ofertas públicas de CRA, apresentada no Edital de Audiência Pública SDM Nº 01/17, prevê que somente poderão ser oferecidos CRAs para investidores não qualificados quando a operação[595]:

(a) contar com retenção substancial de riscos e benefícios do cedente ou de terceiros durante todo o prazo de vigência do certificado[596], salvo se o CRA estiver vinculado à dívida de responsabilidade de um único devedor ou devedores sob controle comum; entre outras medidas que podem ser tomadas para essa finalidade está a assunção de coobrigação ou a contratação de seguro ou, ainda, a entrega de CRAs de classe subordinada para os cedentes;

(b) é formada por créditos considerados como performados no momento da cessão ou subscrição pela companhia securitizadora, assim entendidos como aqueles em que o produto objeto da compra ou venda já tenha sido entregue ou em que a prestação

[595] Nas operações realizadas em mercado, as instituições intermediárias são obrigadas a verificar o cumprimento de tais requisitos antes de executarem qualquer ordem em favor de seus clientes.

[596] O objetivo é que o cedente garanta qualquer perda de crédito que a companhia securitizadora e, por consequência, o conjunto de investidores em CRA venha a sofrer. A retenção de risco não se confunde com o reforço de crédito, como a CVM já teve a oportunidade de esclarecer: "*Reforço de crédito diz respeito a qualquer mecanismo que aumente a qualidade de crédito de um título e, como consequência, reduza o risco de crédito ao qual o investidor está exposto. Em caso de inadimplência dos devedores, há outras formas, além da retenção de risco, para recuperar os valores, como por exemplo, fiança ou alienação fiduciária. A IOSCO refere à retenção de risco como aqueles mecanismos pelos quais o originador/cedente/estruturador/emissor continua exposto economicamente ao risco de crédito dos títulos que lastreiam os certificados emitidos na operação de securitização, ou seja, são mecanismos em que essas pessoas absorvem as perdas por não pagamento (até o nível da retenção)*.". Retenção de Risco na Securitização: um estudo a partir da metodologia de análise de impacto regulatório. Estudo elaborado pela Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA) da CVM, publicado em dezembro de 2014 e disponível para acesso na página eletrônica da autarquia.

do serviço já tenha ocorrido, o que evita que o devedor utilize a exceção do contrato não cumprido para justificar o seu inadimplemento;

(c) possuir devedores ou coobrigados com exposição máxima de 20% do total de créditos da carteira de lastro, exceto se o devedor ou coobrigado for companhia aberta ou instituição financeira ou equipara; e

(d) é formada por créditos cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum.

Ainda nesse ponto, interessante notar que a proposta de instrução não prevê a obrigatoriedade de contratação de agência classificadora de risco, tal qual é exigido pela Instrução CVM 414/2004 para as ofertas públicas de CRI destinadas a investidores não qualificados.

A minuta da instrução determina ainda que, independentemente do público destinatário da oferta pública, deve (a) ser estabelecido regime fiduciário e patrimônio separado sobre os créditos do agronegócio vinculados aos CRAs, (b) os direitos creditórios devem ser liquidados exclusivamente na forma financeiro e (c) nenhum devedor ou coobrigado pode ser responsável por mais do que 20% da carteira de créditos cedida, exceto em se tratando de companhias abertas, instituições financeiras ou equiparadas e empresas com demonstrações financeiras elaborados de acordo com o disposto na Lei 6.404/1976 e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

Na visão da CVM, tais medidas visam, mais uma vez, atenuar as complexidades e os riscos do investimento em certificados de recebíveis do agronegócio, sobretudo em se tratando de investidores de varejo.

4. Oferta pública de Notas Promissórias: a Instrução CVM 566/2015

A emissão e a negociação privada de notas promissórias estão disciplinadas no Decreto 2.044/1908 e na Lei Uniforme Relativa às Letras de Câmbio e Notas Promissórias, aprovada por meio do Decreto 57.663/1966.

Notas promissórias são títulos representativos de promessa de pagamento de determinada quantia em dinheiro, na qual deverão constar, pelo menos, o valor total devido a data de pagamento, a indicação do lugar em que se deve fazer o pagamento, o nome do credor ou de quem em ordem do credor deverá ser realizado o pagamento, a data de emissão, a assinatura do subscritor e a denominação "Nota Promissória", sob pena descaracterização do título como nota promissória[597].

A distribuição de notas promissórias ao público investidor é disciplinada pela Instrução CVM 400/2003 ou pela Instrução CVM 476/2009[598], conforme a qualificação dos investidores que se pretende atingir com a oferta e a amplitude dos esforços de distribuição, devendo, em qualquer um dos casos, serem observados também os requisitos e critérios específicos dispostos na Instrução CVM 566/2015.

Por meio da Instrução CVM 566/2015, a CVM estabelece condições especiais a serem preenchidas pelas notas promissórias que se pretende ofertar publicamente, assim como ajustes no procedimento geral de oferta pública previsto na Instrução CVM 400/2003, conforme será detalhado abaixo.

Desde que passou a vigorar, em 1º de outubro de 2015[599], a Instrução CVM 566/2015 tem impactado de forma bastante positiva o mercado de distribuição de notas promissórias no Brasil.

De 2010 até 2015, foram comunicadas à CVM o início e o encerramento de 40 ofertas públicas de notas promissórias com esforços restritos de distribuição, com volume total de aproximadamente R$ 3,4 bilhões[600].

De janeiro de 2016 até dezembro de 2017, ou seja, no período imediatamente após o início da vigência da Instrução CVM 566/2015, foram informados o início e o

[597] Art. 54 do Decreto 2.044/1908 e art. 75 da Lei Uniforme Relativa às Letras de Câmbio e Notas Promissórias.
[598] A nota promissória é um dos tipos de valores mobiliários passíveis de distribuição com esforços restritos, conforme previsto no art. 1º, § 1º, I, da Instrução CVM 476/2009.
[599] Art. 17 da Instrução CVM 566/2015.
[600] As informações foram obtidas no Sistema de Ofertas Públicas com Esforços Restritos mantido pela CVM em sua página eletrônica na internet. Acesso em 13/12/2017. No mesmo período apenas 2 ofertas públicas nos termos da Instrução CVM 400/2003 foram registradas na CVM (TPI Triunfo Participações e Investimentos S.A. – R$ 1 milhão e BR Malls Participações S.A. – R$ 2,5 milhões).

encerramento de 268 ofertas públicas de notas promissórias com esforços restritos de distribuição, que movimentaram volume total de aproximadamente R$ 30,5 bilhões, o que representa crescimento, em apenas 2 anos, de 670% na quantidade e de 897% no volume financeiro de distribuições de notas promissórias.

4.1 Notas Promissórias passíveis de distribuição pública

Somente as notas promissórias que preencham as características previstas na Instrução 566/2015 podem ser distribuídas publicamente.

Há quatro grupos de requisitos especiais a serem observados: (a) tipo de emissor; (b) forma de integralização; (c) forma de transferência; e (d) prazo e forma de pagamento.

Podem emitir e distribuir publicamente notas promissórias as sociedades por ações, as sociedades por quotas de responsabilidade limitada e as cooperativas que tenham por atividade a produção, a comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários, de máquinas ou de implementos utilizados na atividade agropecuária[601].

A autorização para que sociedades limitadas possam emitir notas promissórias foi uma importante decisão da CVM e acabou por permitir que essa modalidade de emissor pudesse se valer do mercado de capitais de forma mais facilitada e, assim, lograr êxito em captar recursos para suas atividades.

Das 92 e 176 ofertas públicas com esforços restritos de distribuição realizadas em 2016 e 2017, 26 e 31, respectivamente, tiverem como emissores sociedades por quotas de responsabilidade limitada[602].

Quanto à forma de integralização, o art. 3º da instrução determina que deverá ser sempre realizada à vista, e em moeda corrente nacional, não se permitindo, por conseguinte, a transferência de bens ou em ativos como forma de pagamento da nota promissória.

---

[601] Art. 2º da Instrução CVM 566/2015.

[602] Informações obtidas no Sistema de Ofertas Públicas com Esforços Restritos mantido pela CVM em seu website. Acesso em 13/12/2017

A transferência das notas promissórias que não sejam objeto de depósito centralizado somente poderá ser feita por meio de endosso em preto, de que conste obrigatoriamente a cláusula "sem garantia" aposta pelo endossante. Se for utilizado depositário central, as transferências serão efetuadas por meio de registros eletrônicos até o vencimento final do título, quando então o depósito centralizado será extinto e a nota promissória será endossada ao credor definitivo pelo depositário central.

Por meio da exigência de endosso em preto, evita-se que o título que era nominal venha se tornar ao portador pela ausência de identificação do beneficiário, o que atrapalharia o bom tráfego das relações, o cumprimento de diversas regras de identificação e adequação do cliente ao perfil de risco e o elevado grau de segurança jurídica exigido para o adequado funcionamento do mercado de capitais, assim como poderia favorecer fraudes e o cometimento de ilícitos.

Além disso, a autorização para a transferência da nota promissória pelo endosso em branco dificultaria a liquidação final da operação, na medida em que o emissor poderia não ser procurado ou apenas ser chamado a pagar a nota promissória tardiamente pelo portador da cártula.

De forma equivalente, a obrigatoriedade de aposição da cláusula "sem garantia" torna mais claro para o público investidor quem é o devedor final e a qual risco de crédito se está sujeito ao adquirir a nota promissória, o que torna a decisão de investimento mais simples de ser tomada.

O art. 5º fixa como prazo máximo para vencimento das notas promissórias o termo de 360 dias a contar da data de sua emissão, exceto nos casos em que tenham sido objeto de ofertas públicas de distribuição com esforços restritos ou quando contarem com a contratação de agente responsável por representar e zelar pela proteção dos interesses e direitos da comunhão dos titulares de notas promissórias, tal qual um agente fiduciário.

Segundo a opinião da área técnica da CVM, manifestada no relatório de audiência pública em que se discutiu a redação da Instrução CVM 566/2015, a previsão do prazo de

360 dias foi pensada como forma de não aumentar os riscos das operações que podem ser acessadas por investidores não qualificados[603].

O pagamento deverá ser à vista, na data de vencimento da nota promissória ou antecipadamente, caso o título assim permita, e observadas as condições nele inscritas, sendo vedada a manutenção de nota promissória em tesouraria[604]. O resgate parcial das notas promissórias distribuídas somente será possível mediante sorteio ou leilão[605].

Por último, o art. 6º condiciona a distribuição pública das notas promissórias à existência de previsão, no estatuto social ou contrato social da emissora, a respeito de quem tem competência para emitir as notas promissórias objeto de colocação ao público investidor.

A ata de aprovação da emissão e distribuição, que deverá ser arquivada no registro público competente, deverá dispor a respeito dos seguintes aspectos: (a) valor de emissão e divisão em séries, se for o caso; (b) quantidade e valor nominal da nota promissória; (c) condições de remuneração e de atualização monetária, se houver; (d) prazo de vencimento; (e) garantias, se houver; (f) local de pagamento; (g) designação das entidades administradoras de mercado organizado em que serão negociadas, se for o caso; e (f) contratação de prestação de serviços de instituições intermediárias, tais como custódia, liquidação, distribuição, etc.

4.2 Variações ao procedimento de distribuição da Instrução CVM 400/2003

Em relação ao procedimento geral de distribuição previsto na Instrução CVM 400/2003, a Instrução CVM 566/2015 inova ao dispor a respeito da possibilidade de registro automático de distribuição de notas promissórias de emissor registrado na CVM quando a oferta for destinada exclusivamente a investidores qualificados.

---

603 Relatório de Audiência Pública SDM 01/2015, datado de 31/07/2015, extraído do Processo CVM RJ2014/13975.
604 Art. 5º, §§ 2º, 3º e 4º, da Instrução CVM 566/2015.
605 Art. 5º, § 5º, da Instrução CVM 566/2015.

Não há previsões na norma que alterem o procedimento de dispensa de registro previsto na Instrução CVM 476/2009, que trata das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos.

Para que seja possível obter o registro automático de oferta pública de distribuição de notas promissórias, os seguintes requisitos deverão ser observados, conforme disposto no art. 9º da Instrução CVM 566/2015[606]:

(a) o emissor das notas promissórias deverá ser uma companhia aberta registrada na CVM e, portanto, sujeita ao regime informacional amplo previsto na Instrução CVM 480/2009;

(b) as notas promissórias deverão ser oferecidas exclusivamente para investidores qualificados; e

(c) não poderá ser utilizado material publicitário para divulgação pública da oferta.

Após o registro automático da oferta na CVM, a efetiva distribuição estará condicionada à divulgação do anúncio de início da distribuição e à disponibilização aos investidores da lâmina de informações referida no Anexo I, o que deverá ser feito com pelo menos 5 dias úteis de antecedência da data de início da distribuição.

Durante os primeiros 90 dias após o encerramento da oferta, as notas promissórias subscritas somente poderão ser negociadas entre investidores qualificados, quer eles tenham participado ou não da distribuição[607].

[606] O requerimento de registro automático será instruído com os documentos e informações exigidos na Instrução CVM 400/2003, com exceção do prospecto, que será substituído pela lâmina de informações indicada no Anexo I à Instrução CVM 566/2015. Todos os documentos deverão ser apresentados em sua versão final e será vedada a apresentação de pedido de dispensa de requisitos. Enquanto a CVM não tiver sistema informatizado de concessão de registro automático e de recepção de documentos, o registro automático previsto na norma produzirá efeitos depois de 5 dias úteis de seu protocolo.

[607] Art. 12 da Instrução CVM 566/2015. Cabe aos intermediários do sistema de distribuição verificar o cumprimento de tal requisito nas negociações em mercado secundário.

Encerrado esse prazo, inclusive investidores não qualificados poderão negociar com as notas promissórias que tiverem sido objeto de registro automático na CVM. A ausência de limitação de acesso a investidores não qualificados baseia-se na premissa de que como o emissor mantêm registro na CVM de companhia aberta, todos os investidores possuem acesso as informações necessárias, segundo os critérios definidos na regulação, para a tomada de decisão de investimento consciente e refletida.

Além de observar os requisitos previstos acima, se o emissor registrado na CVM se qualificar como um "emissor com grande exposição ao mercado" poderá distribuir publicamente notas promissórias com dispensa da obrigatoriedade de contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição caso a oferta (a) tenha por objeto notas promissórias de curto prazo, isto é, com vencimento inferior ou igual a 90 dias e (b) seja destinada exclusivamente a investidores profissionais[608].

A esse respeito, interessante verificar os comentários da CVM aos questionamentos apresentados pela ABRASCA durante a audiência pública em que se debateu a redação da Instrução CVM 566/2014[609].

Naquela oportunidade, a associação indagou a autarquia a respeito da aplicabilidade da dispensa de contratação de instituição intermediária para as ofertas públicas com esforços restritos, uma vez que a autorização estava condicionada à realização de uma oferta destinada exclusivamente a investidores profissionais.

Sobre esse ponto, a área técnica firmou seu posicionamento no sentido de que as dispensas previstas na Instrução CVM 476/2009 não se coadunavam com a possibilidade de dispensa também de participação de instituição intermediária, uma vez que essas teriam o papel de *gatekeeper* no monitoramento das obrigações previstas nas ofertas públicas com esforços restritos de distribuição.

---

[608] Art. 13 da Instrução CVM 566/2015. Incumbirá ao emissor verificar se todos os subscritores das notas promissórias preenchem o requisito de qualificação como investidor profissional. Também poderá ser realizada negociação em mercado secundário dessas notas, porém apenas entre investidores profissionais. Dessa vez, a responsabilidade por verificar se apenas investidores profissionais estão nas pontas vendedoras e compradora será do intermediário.

[609] Relatório de Audiência Pública SDM 01/2015, datado de 31/07/2015, extraído do Processo CVM RJ2014/13975.

Quanto ao limitado prazo de 90 dias de vencimento das notas promissórias colocadas entre investidores profissionais por meio do procedimento de registro automático, a autarquia expôs sua opinião de que esse seria um dos fatores que justificavam a dispensa da obrigatoriedade de contratação de instituição intermediária, não sendo cabível, nesse momento inicial de implementação da regra, retirar a limitação temporal, como foi sugerido por alguns participantes.

Por fim, a Instrução CVM 566/2015 também prevê que o descumprimento dos requisitos que devem ser observados para que as notas promissórias possam ser ofertadas publicamente e das regras para o registro automático constituem infração grave para os fins do § 3º do art. 11 da Lei 6.385/1976.

5. Oferta pública de Certificado de Depósito de Valores Mobiliários (BDR): a Instrução CVM 332/2000

A Instrução CVM 332/2000 dispõe a respeito das obrigações a serem observadas para emissão e negociação, no território nacional, de certificados de depósito de valores mobiliários emitidos e negociados no exterior.

Os certificados de depósito emitidos no Brasil, referenciados em valores mobiliários emitidos e negociados no exterior por companhia aberta ou assemelhada, são chamados de *Brazilian Depositary Receipt* ou simplesmente BDR.

A possibilidade de emissão e negociação pública de BDRs serve de instrumento para que emissores estrangeiros consigam participar do mercado de capitais brasileiro e acessar a poupança popular nacional, da mesma forma em que permite que investidores brasileiros possam adquirir valores mobiliários emitidos no Brasil lastreados em valores mobiliários emitidos e negociados no exterior, sem ter de enfrentar a burocracia, as barreiras de idioma e de regulação e incorrer nos custos para adquirir e negociar títulos estrangeiros diretamente em seu país de emissão.

Assim como os títulos estrangeiros em que se referenciam, os BDRs são, eles próprios, valores mobiliários, emitidos e ofertados publicamente por instituição depositária com sede no Brasil[610].

Para a emissão de BDRs, a instituição depositária no Brasil interessada na operação deverá entrar em contato e celebrar acordo com uma instituição custodiante no exterior, a quem caberá bloquear os valores mobiliários emitidos pela empresa estrangeira em seus sistemas de negociação, ou na correspondente central depositária, para que possam servir de lastro para os BDRs a serem emitidos no Brasil.

A despeito de não a ser a encarregada de bloquear os valores mobiliários emitidos no exterior, a instituição depositária nacional responde, perante os investidores brasileiros, por garantir que a quantidade de valores mobiliários bloqueados no exterior corresponde à quantidade de valores mobiliários que serviria de lastro aos BDRs, conforme informado ao mercado.

Segundo dispõe o art. 2º da Instrução CVM 332/2000, somente serão aceitos como lastro para BDRs valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou assemelhadas, no exterior, que sejam admitidas à negociação e estejam custodiadas em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimento da IOSCO.

Se os valores mobiliários que funcionaram como lastro para BDR forem negociados em mais de um país, o país em que o volume de negociação for maior deverá cumprir com o requisito de manter acordo de cooperação com a CVM ou ser signatário do memorando multilateral de entendimento da IOSCO.

Em caso de problemas ou dificuldades no relacionamento entre os órgãos reguladores, a CVM se reserva a prerrogativa de indeferir o registro ou determinar o ajuste ou o cancelamento dos BDRs caso o país de origem no qual os valores mobiliários que

[610] Como será visto a seguir, a emissão e a negociação de BDRs no Brasil pressupõe a realização de oferta pública de distribuição. A própria Instrução CVM 332/2000 não a possibilidade de emissão e negociação privada de BDRs.

servem de lastro para o BDR tiverem sido emitidos passar a ser considerado como não cooperante.

Atualmente, 115 países são signatários do memorando multilateral de entendimento da IOSCO, incluindo Estados Unidos da América, Inglaterra, Alemanha, França, Luxemburgo, China, Hong Kong, Índia e Argentina. O Brasil é signatário do acordo desde 21 de outubro de 2009[611].

Para os fins da Instrução CVM 332/2000, a companhia aberta ou assemelhada[612] com sede no exterior, emissora dos valores mobiliários objeto de BDRs, é chamada de 'empresa patrocinadora'. A utilização do termo "patrocínio" decorre das possíveis modalidades de emissão de BDR e de sua relação com o papel desempenhado pela companhia aberta emissora estrangeira emissora dos títulos que lhe servem de lastro.

Nesse sentido, a Instrução CVM 332/2000 prevê que a emissão de BDRs pode ocorrer com ou sem a celebração prévia de acordo de cooperação entre a empresa patrocinadora e a instituição depositária brasileira. Caso os BDRs sejam emitidos sem prévio acordo, serão denominados de "BDRs não patrocinados", enquanto os "BDRs patrocinados" são justamente aqueles em que houve acordo prévio entre a instituição depositória nacional e a empresa patrocinadora[613].

A celebração de acordo com a empresa patrocinadora permite que a instituição depositária tenha maior facilidade de acesso às informações e aos dados relativos aos valores mobiliários referenciados em BDRs e às atividades e operações da empresa patrocinadora no exterior, o que permite a sua divulgação aos investidores brasileiros de maneira mais ágil e eficiente.

---

[611] A lista de signatários está disponível em http://www.iosco.org/about/?subSection=mmou&subSection1=signatories. Acesso em 09/12/2017.

[612] Inclusive para que o art. 2º da Instrução CVM 332/2000 possa ser observado, a instrução prevê que a empresa patrocinadora deverá estar sujeita à supervisão e à fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM no país em que tem os seus valores mobiliários admitidos à negociação.

[613] Art. 3º, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM 332/2000.

5.1 Programas de BDR

BDRs são títulos ofertados publicamente e negociados em mercados regulamentados de valores mobiliários segundo diferentes categorias, denominadas "Programas de BDR".

Atualmente, existem três espécies de programas de BDR patrocinados[614]: os BDRs Patrocinados Nível I, Nível II e Nível III, cada um com características e particularidades próprias, como diferenças no regime informacional, obrigatoriedade de registro de emissor na CVM e limitações à negociação e forma de realização de ofertas públicas de distribuição.

Não há subdivisão em espécies para os programas de BDR não patrocinados, que em grande parte se sujeitam a mesma regulação aplicável aos BDRs Patrocinados Nível I.

O registro de programas de emissão e negociação de BDRs, patrocinados ou não, depende necessariamente da autorização prévia da CVM, que inclusive tem a prerrogativa, nos termos da Instrução CVM 332/2000[615], de indeferir o requerimento caso entenda que o empreendimento a ser realizado pela companhia emissora dos valores mobiliários que lastreiam os BDRs é inviável ou temerário, ou, ainda, por inidoneidade dos fundadores, dos acionistas controladores ou dos administradores da companhia.

Nesse ponto a Instrução CVM 332/2000 se assemelha ao tratamento dispensado pela Instrução CVM 400/2003 às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários quando se tratar de constituição de companhia[616], uma vez que em ambos os casos a CVM tem poderes para impedir o registro com base em características comerciais do empreendimento ou em dados subjetivos dos fundadores, dos acionistas controladores ou dos administradores da companhia.

---

614 Os programas de BDR Patrocinados caracterizam-se por ser instituído por uma única instituição depositária, contratada pela empresa patrocinadora. Art. 3º, §1º, da Instrução CVM 332/2000.
615 Art. 4º da Instrução CVM 332/2000.
616 Art. 16, I, da Instrução CVM 400/2003.

Nenhuma das instruções normativas detalha, por exemplo, o que se entende por "inidoneidade" ou "temeridade", o que faz com que sua intepretação ainda continue a ser a mais ampla, aberta e discricionária possível. Conclusão diversa seria alcançada caso a norma determinasse a apresentação de certidões negativas de débitos, certidões de distribuição de ações judicias, declarações de desimpedimento e comprovações de que os administradores, fundadores e controladores da companhia não se envolveram em práticas ilícitas ou irregularidades no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do mercado de capitais como um todo como meio de certificar a "idoneidade" do corpo de acionistas e administradores da companhia.

Essas exigências trariam mais objetividade para os pedidos de registro e evitariam, em última análise, que a autarquia pudesse ser utilizada para a realização de outros interesses públicas ou privados que não a proteção dos investidores e do mercado de valores mobiliários.

5.1.1 BDRs Patrocinados Nível I, II e III

Os programas de BDRs Patrocinados Nível I, II e III diferenciam-se entre si (a) pelo regime informacional aplicável, (b) pela obrigatoriedade ou não de registro da companhia aberta estrangeira na CVM, (c) pela limitação à negociação entre investidores específicos, (d) pelos mercados regulamentados de valores mobiliários em que os certificados de depósito de valores mobiliários podem ser negociados e (e) pelos meios a partir dos quais os certificados de depósito de valores mobiliários podem ser ofertados publicamente.

O programa de BDR Patrocinado Nível I é caracterizado por ter regime informacional mais brando do que os programas de BDR Patrocinado Níveis II e III, o que é refletido em isenção de registro de companhia aberta na CVM, porém em limitação aos investidores que podem transacionar com esse tipo de valor mobiliário.

Por estar sujeita a um regime informacional menos extenso, as companhias estrangeiras emissoras dos valores mobiliários que servem de lastro aos BDRs Nível I estão

dispensadas da obrigação de se registrar na CVM como companhia aberta[617], nos termos do art. 3º, §1º, I, c, da Instrução CVM 332/2000.

Em substituição ao registro de companhia aberta na CVM, a Instrução CVM 332/2000 atribui à instituição depositária nacional a obrigação de divulgar, no Brasil, até a abertura do pregão do dia seguinte ao que tiver ocorrido a publicação das informações no país de origem da companhia emissora, todas as informações que a companhia estrangeira está obrigada a divulgar em seu país de origem conforme a legislação local, tal qual um espelho do que ocorre no exterior.

Adicionalmente, a instituição depositária brasileira deverá também observar a obrigação de divulgação, sempre até a abertura do pregão do dia seguinte ao de sua divulgação no país de origem, (a) de fatos relevantes e comunicados ao mercado, (b) de avisos aos acionistas, inclusive avisos de disponibilização de demonstrações financeiras no país de origem, (c) de editais de convocação de assembleias, (d) de deliberações das assembleias de acionistas, das reuniões do conselho de administração ou de órgãos com funções equivalentes, de acordo com a legislação vigente no país de origem e (e) das demonstrações financeiros da companhia, sem a necessidade de conversão em reais ou de conciliação com as normas contábeis em vigor no Brasil[618].

Tanto a divulgação de informações periódicas, quanto a publicação de fatos relevantes e comunicados ao mercado, avisos aos acionistas, editais de convocação, deliberações de órgãos societários e das demonstrações financeiros da companhia, poderá ser feita em português ou no idioma do país de origem do emissor, cabendo a escolha à instituição depositária nacional[619].

Ao contrário do que ocorre com a empresa patrocinadora emissora dos valores mobiliários referenciados em BDRs Nível I, tanto no Programa BDR Nível II, quanto no

---

[617] Para ser qualificada como emissor estrangeiro, a empresa patrocinadora não poderá ter sede no Brasil, nem ativos localizados no Brasil que correspondam a 50% ou mais daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação (Anexo 32-I, art. 1º, da Instrução CVM 480/2009).

[618] Art. 3º, § 3º, da Instrução CVM 332/2000. O §4º do mesmo artigo determina a obrigação das bolsas de valores e entidades de mercado de balcão organizado de alertarem os investidores sobre os riscos inerentes ao investimento em BDRs, notadamente quando ao fato de se tratar de companhia emissora não registrada na CVM e submetida a padrões contábeis e legislação diversos daqueles vigentes no Brasil.

[619] Art. 3º, § 6º, da Instrução CVM 332/2000.

Programa BDR Nível III, a companhia emissora estrangeira deverá obter registro de emissor na CVM na categoria A como condição prévia para a distribuição pública e negociação dos certificados de depósito de valores mobiliários no Brasil[620].

Em razão da imposição da obrigatoriedade de registro da companhia estrangeira na CVM e de correspondente submissão às obrigações previstas na Instrução CVM 480/2009, a instituição depositária de BDRs Nível II e III não está sujeita à obrigação de replicar, no Brasil, o regime informacional a que a empresa patrocinadora deve cumprir em seu país de origem.

Também como reflexo das diferenças entre regimes informacionais, a Instrução CVM 332/2000 determina que a negociação de BDRs Nível I esteja limitada a investidores qualificados e empregados da empresa patrocinadora ou de outras empresas que pertençam ao mesmo grupo econômico da empresa patrocinadora[621]. Não existe tal restrição à negociação de BDRs Nível II e III.

Interessante notar que a Instrução CVM 332/2000 equipara investidores qualificados e empregados da empresa patrocinadora para fins de negociação de BDRs Nível I, provavelmente com base no pressuposto de que eventuais empregados da empresa patrocinadora, que estejam no Brasil e que possam negociar BDRs Nível I, tenham tanto acesso a informações e dados para a tomada de decisão de investimento quanto os investidores qualificados.

Em qualquer programa de emissão de BDR patrocinado, os certificados de depósito de valores mobiliários emitidos podem ser admitidos à negociação em mercado de balcão organizado e em bolsa de valores. No caso especificamente dos certificados de depósito de valores mobiliários emitidos no âmbito de um Programa de BDR Nível I, admite-se a negociação em mercado de balcão não organizado, mas a negociação em mercado de balcão organizado ou em bolsa de valores está restrita a segmentos específicos para essa espécie de valor mobiliário.

---

620 Art. 2º do Anexo 32-I da Instrução CVM 480/2009.

621 Art. 3º, §1º, I, da Instrução CVM 332/2000. Conforme disposto no art. 3º, §5º, da Instrução CVM 332/2000, cabe aos intermediários do sistema de distribuição o dever de verificar o cumprimento desses requisitos antes de executar qualquer operação envolvendo BDRs Nível I.

A limitação da negociação de BDRs Nível I em segmentos especiais de listagem também aponta para o regime informacional mais brando a que estão sujeitos esses certificados de valores mobiliários quando comparados com os certificados emitidos em Programas de BDR Patrocinados Nível II e III, o que exigiria maior destaque, inclusive nos segmentos de negociação, para evitar que os investidores pudessem ser levados a decisões equivocadas de investimento.

No que diz respeito aos meios pelos quais BDRs podem ser ofertados publicamente, cumpre esclarecer inicialmente que a Instrução CVM 332/2000 não define procedimento próprio ou regras específicas para as ofertas públicas de distribuição de BDRs, mas apenas e tão somente faz referência às regras gerais previstas na Instrução CVM 476/2009 e na Instrução CVM 400/2003.

Portanto, a Instrução CVM 332/2000 não regula ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, mas apenas dá os contornos, em razão das particularidades do tipo de valor mobiliário oferecido (os BDRs), dentro dos quais tais ofertas podem ser realizadas, porém sempre em observância ao disposto na Instrução CVM 476/2009 ou na Instrução CVM 400/2003.

Os certificados de depósito de valores mobiliários emitidos no âmbito de Programas de BDR Patrocinados podem ser objeto de ofertas públicas com esforços restritos de distribuição independentemente de sua categoria, mas apenas para os BDRs Nível III a Instrução CVM 332/2000 prevê a possibilidade de utilização das ofertas públicas de distribuição registradas em consonância com a Instrução CVM 400/2003.

A ausência de proibição ou de previsão de permissão expressa para utilização da Instrução CVM 400/2003 como mecanismo para colocação pública de BDRs Patrocinados Nível II gera insegurança e dúvidas desnecessárias aos intérpretes.

A mesma incerteza não existe, todavia, para os BDRs Nível III, uma vez que a expressa previsão de dispensa de registro da companhia emissora na CVM já indica a preferência por um regime informacional mais limitado e que se afasta das ofertas públicas realizadas sob o amparo da Instrução CVM 400/2003.

Quanto às ofertas públicas de BDR Nível III, o parágrafo único do art. 4º da Instrução 332/2000 determina que somente será registrado Programa BDR Nível III quando for realizada, de forma simultânea, oferta pública de distribuição de valores mobiliários no Brasil e no exterior. Em outras palavras, a permissão para a realização de oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitidos no âmbito de Programa BDR Nível III dependeria da simultaneidade da realização de uma oferta pública de distribuição no exterior.

A regra não determina o "tipo" de oferta pública de distribuição que deve ser realizada no Brasil e no exterior simultaneamente, o que parece permitir, por exemplo, a utilização de ofertas públicas com esforços restritos no Brasil e no exterior.

Segundo a CVM, o propósito do parágrafo único do art. 4º da Instrução 332/2000 seria assegurar que a oferta pública inicial de uma empresa patrocinada de Programa BDR Nível III esteja sujeita a um duplo escrutínio, das autoridades reguladoras brasileiras e estrangeiras, assegurando, dessa forma, maior proteção aos investidores[622].

5.1.2 BDR não patrocinados

Os programas de BDR não patrocinados caracterizam-se por serem criados sem que exista um acordo prévio entre a instituição depositária brasileira e a companhia aberta, ou assemelhada, emissora dos valores mobiliários no exterior.

Em outras palavras, a organização de programas de BDR não patrocinados repousa exclusivamente no acordo firmado entre a instituição depositária no Brasil e a instituição custodiante no exterior, a partir do qual a instituição depositária no Brasil emite os certificados de depósito e a instituição custodiante se responsabiliza por manter em sua custódia, no exterior, os valores mobiliários representativos dos certificados de depósito brasileiros.

Os certificados de depósito de valores mobiliários emitidos no âmbito de programa de BDR não patrocinado somente podem ser ofertados publicamente e negociados em mercados regulamentados segundo a aplicação das mesmas regras e requisitos dos

[622] Relatório de Audiência Pública SDM 07/2016, datado de 05/04/2017 e extraído do Processo CVM RJ 2014/10049.

certificados de depósito de valores mobiliários emitidos no âmbito de Programa BDR Patrocinado Nível I.

Por conseguinte, a negociação de BDRs não patrocinados está restrita a investidores qualificados e deve ocorrer em segmentos específicos de mercado de balcão organizado ou de bolsa de valores, quando esse for o caso.

Assim como ocorre com os BDRs Patrocinados Nível I, a instituição depositária responsável pela emissão de BDRs não patrocinados deverá observar as obrigações de replicar, no Brasil, até a abertura do pregão do dia seguinte ao de sua divulgação no país de origem, todas as informações veiculadas, no exterior, pela companhia aberta, ou assemelhada, que emite os valores mobiliários que funcionam como lastro do BDR não patrocinado.

6. Oferta pública de Contratos de Investimento Coletivo Hoteleiro (CIC Hoteleiro)

A oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos envolvendo empreendimentos hoteleiros[623] é realizada por meio do oferecimento de um conjunto de contratos coligados, que procuram viabilizar a captação de recursos para a construção de edifício hoteleiro ou equivalente mediante promessa ao investidor de rentabilidade baseada nos resultados futuros da operação de tal empreendimento[624].

A esse conjunto de contratos coligados, geralmente contratos-tipo disciplinados pelo Código Civil e pela legislação especial, como compromisso de compra e venda de imóvel, contrato de locação de imóvel para fins não residenciais, contrato de prestação de serviços, contrato de sociedade em conta de participação, mandato, entre outros, dá-se a denominação de contratos de investimento coletivo hoteleiro ou simplesmente "CIC Hoteleiro".

[623] Tais empreendimentos também são geralmente denominados de *condohotel.*
[624] Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2016.

A operacionalização de um empreendimento hoteleiro cuja construção é financiada por meio da oferta pública de distribuição de CIC Hoteleiro geralmente observa as seguintes etapas:

(a) a incorporadora, ou construtora, a depender da sujeição ou não do empreendimento imobiliário ao regime de incorporação imobiliária, adquire a propriedade do terreno e assume a obrigação de construção do prédio;

(b) a incorporadora, ou construtora, celebra contrato de locação com a empresa de administração de hotéis, que ficará responsável pela gestão do empreendimento após a conclusão da construção; também é geralmente celebrado contrato de mandato civil, por meio do qual a incorporadora, ou construtora, atribuem a uma empresa especializada poderes para representar, perante a operadora hoteleira, os interesses da incorporadora, ou construtora, durante a fase de construção do empreendimento, e os interesses dos proprietários das unidades autônomas ou dos condôminos, após a entrega do empreendimento;

(c) com o objetivo de captar recursos no mercado para a construção, a incorporadora, ou construtora, conforme o caso, e os corretores de imóveis dão início aos procedimentos de oferta pública de distribuição de oportunidades de investimento nas unidades imobiliárias autônomas; caso o regime de incorporação imobiliária não seja aplicável, a captação será conduzida na maioria das vezes diretamente pela própria construtora, mas por meio do oferecimento de frações ideais no condomínio voluntário *pro indiviso*;

(d) por meio da aquisição de unidades imobiliárias autônomas ou de frações ideias do condomínio, os adquirentes se sub-rogam na posição da incorporadora ou construtora nos contratos de locação e mandato civil, referidos anteriormente;

(e) durante o período em que vigorar o contrato de locação, geralmente por prazo superior a 10 anos, os adquirentes deverão respeitar a posse e as destinações dadas ao imóvel pela operadora do empreendimento hoteleiro; de outro lado, à operadora caberá realizar o pagamento de aluguéis aos adquirentes, sendo esse normalmente calculado sobre a receita mensal obtida na operação do hotel.

O panorama histórico da regulação do CIC Hoteleiro foi sintetizado pelo Diretor da CVM, GUSTAVO TAVARES BORBA, em seu voto no Processo Administrativo CVM n.º 19957.004122/2015-99, julgado em 12/04/2016. Na oportunidade, uma das seções do voto do diretor foi integralmente dedicada a mostrar de que forma a CVM passou a atuar na disciplina do CIC Hoteleiro após a alteração promovida na Lei 6.385/1976 pela Lei 10.303/2001, que incluiu o contrato de investimento coletivo entre os valores mobiliários previstos no art. 2º da Lei 6.385/1976[625].

A esse respeito, tem se que até 2001, a CVM não tinha competência expressa para regular as ofertas de investimentos em condo-hotéis, não obstante essa modalidade já fosse amplamente utilizada no mercado imobiliário brasileiro muito antes disso[626]. Após 2001, o mercado imobiliário continuou a oferecer esse tipo de contrato a potenciais interessados livremente, sem qualquer tipo de preocupação com uma possível fiscalização da CVM. Inclusive por que o mercado imobiliário não tinha envolvimento próximo com o mercado de capitais, a maioria das construtoras e incorporadas não estava familiarizada com as regras da CVM ou com qualquer tipo de requisito que suas atividades teriam de observar perante a autarquia.

---

[625] Ainda há autores, como Marcelo Fernandez Trindade, que defendem que a disciplina das ofertas públicas de distribuição e do mercado de valores mobiliários como um todo não deveria ser aplicável às ofertas de unidades imobiliárias de empreendimento hoteleiro: "*Neste contexto resta claro que a intenção do legislador, ao introduzir regras sobre os contratos de investimento coletivo no arcabouço pátrio, não foi transferir a supervisão das incorporações imobiliárias à CVM, mesmo nas hipóteses em que essas incorporações envolvam a locação e o pagamento de aluguéis vinculados ao resultado da exploração dos imóveis. A Lei nº 6.385/76 e a Lei de Condomínios e Incorporações tratam de segmentos diversos da captação de poupança popular no Brasil, e a incidência da Lei de Condomínios e Incorporações afasta a da Lei nº 6.385/76, dada a sua especificidade para aquela determinada modalidade de captação de poupança popular*.". TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Oferta ao Público de Unidades Autônomas de Empreendimento Imobiliário. Não Caracterização como Emissão ou Oferta Pública de Valores Mobiliários.* In: Revista Brasileira de Direito Civil. Belo Horizonte: vol. 11, jan./mar. 2017, p. 140.

[626] "*Os contratos de investimento coletivo no âmbito hoteleiro existem no Brasil desde antes da década de 80, representando percentual relevante dos quartos de hotel disponíveis no país, e sempre foram ofertados ao público sem que houvesse qualquer fiscalização da CVM*.". Voto do Diretor Gustavo Tavares Borba no Processo Administrativo CVM n.º 19957.004122/2015-99, julgado em 12.04.2016.

Pois bem, de 2001 até 2012, durante os 10 primeiros anos de vigência da nova redação do art. 2º da Lei 6.385/1976, a CVM não exigiu, e nenhum emissor de CIC Hoteleiro solicitou, registro de oferta pública de distribuição, o que comprova que o mercado imobiliário realmente não acreditava que parte de suas atividades pudesse ter passado a estar sujeita às regras do mercado de valores mobiliários.

Foi apenas em 12/12/2013 que a CVM finalmente se pronunciou formalmente sobre o assunto, através da publicação de um "Alerta ao Mercado", no qual a autarquia registrou que entendia que aquela modalidade de investimento poderia caracterizar oferta pública de valores mobiliários. Em 17/03/2015, mais de 14 anos após a alteração da Lei 11.303/2001, a CVM editou a Deliberação CVM 734/2015, que passou a disciplinar em mais detalhes as hipóteses de dispensa de registro de ofertas públicas de condo-hotéis.

Não fosse a atuação de diversos agentes privados para a que a CVM editasse uma norma dispensando de registro as ofertas públicas de CIC Hoteleiro que observassem determinados requisitos, como ser destinada exclusivamente a investidores com patrimônio acima de determinado limite, essa modalidade de investimento no mercado imobiliário poderia estar seriamente limitada, em prejuízo ao desenvolvimento de um todo um setor da economia.

Com efeito, a própria CVM reconhece, no Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2016, que a Deliberação CVM 734/2015 foi editada depois de a autarquia ter recebido cerca de 60 pedidos de dispensa de requisitos do registro ou do próprio registro de oferta pública entre 2014 e os primeiros meses do ano de 2015[627].

Atualmente, existem dois principais modelos de arranjos comerciais no âmbito de ofertas públicas de distribuição de CIC Hoteleiro[628]:

[627] Até dezembro de 2017, a CVM dispensou o registro de 13 ofertas públicas de CIC Hoteleiro, no valor total de aproximadamente R$ 530 milhões. Em 2016 foram 23 dispensas, que movimentaram cerca de R$ 1.7 bilhão. Dados disponíveis em http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistrada. Acesso em 20/12/2017.

[628] A diferenciação é importante em razão do tratamento distinto previsto na minuta de nova instrução normativa que disciplinará as ofertas públicas de CIC Hoteleiro, que será objeto de exame no item 6.2, abaixo.

(a) investimento em unidades imobiliárias autônomas, com registro em matrículas individuais no cartório de registro de imóveis, conforme disciplinado pela Lei 4.591/1964 e pelas disposições do condomínio edilício previstas no Código Civil (arts. 1.331 e seguintes); e

(b) investimento em frações ideias de condomínio voluntário *pro indiviso* disciplinado pelo Código Civil (arts. 1.314 e seguintes), com registro em matrícula única no cartório de registro de imóveis.

Do ponto de vista da proteção do público investidor, é menos preocupante a realização de ofertas pública de distribuição de CIC Hoteleiro que envolvam investimento em unidades imobiliárias autônomas do que a condução de ofertas públicas de CIC Hoteleiro que correspondam à investimento em frações ideias de condomínio *pro indiviso.*

O investidor que investe em unidades imobiliárias autônomas disciplinadas pela Lei 4.591/1964 adquire, na verdade, direito real sobre propriedade imóvel, que poderá ser transferido a terceiros sem a necessidade de qualquer autorização prévia ou manifestação dos demais titulares de unidades autônomas que formam o empreendimento hoteleiro[629]. Também no âmbito das incorporações imobiliárias, o art. 31-A da Lei 4.591/1964 prevê a possibilidade de constituição de patrimônio de afetação composto pelo terreno e acessões do objeto da incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direitos a eles relacionados, que responderão apenas pelas dívidas e obrigações vinculadas à incorporação respectiva[630]. Essa é mais uma forma de proteger os interesses dos investidores, inclusive por meio de mecanismos alheios à regulação do mercado de capitais.

---

[629] Art. 1331, § 2º, do Código Civil: "*As partes suscetíveis de utilização independente, tais como apartamentos, escritórios, salas, lojas e sobrelojas, com as respectivas frações ideais no solo e nas outras partes comuns, sujeitam-se a propriedade exclusiva, podendo ser alienadas e gravadas livremente por seus proprietários, exceto os abrigos para veículos, que não poderão ser alienados ou alugados a pessoas estranhas ao condomínio, salvo autorização expressa na convenção de condomínio*". Na transferência da unidade autônoma, o titular deverá apenas observar as restrições previstas na convenção de condomínio, como a vedação a utilização do imóvel para fins de moradia (destinação exclusiva para fins de exploração de empreendimento hoteleiro), e os contratos anteriormente celebrados com o gestor hoteleiro.

[630] "[...] *grande parte da preocupação do legislador decorre da possibilidade de o adquirente atender à oferta pública e investir recursos durante o desenvolvimento da incorporação e, ao seu término, não receber o bem adquirido*.". TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Oferta ao Público de Unidades Autônomas de Empreendimento Imobiliário. Não Caracterização como Emissão ou Oferta Pública de Valores Mobiliários.* In: *Revista Brasileira de Direito Civil*, vol. 11, jan./mar. 2017, p. 124.

No caso de ofertas públicas de CIC Hoteleiro em que o investimento corresponda à aquisição de frações ideias de condomínio *pro indiviso*, os investidores não passam a ser proprietários de unidades autônomas, mas sim coproprietários de frações ideais de um bem comum (o imóvel sobre o qual repousa o empreendimento). Nos termos do art. 504 do Código Civil[631], tais frações ideais só podem ser transferidas a terceiros, em regra, com a observância do direito de preferência dos demais condôminos[632], o que representa importante entrave para a formação de um mercado secundário.

Como resultado da experiência acumulada pelo Colegiado da CVM na análise de pedidos de dispensa de registro de ofertas públicas de CIC Hoteleiro, a autarquia editou, em março de 2015, a Deliberação 734, por meio da qual foi delegada competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para conceder dispensas de requisitos do registro ou do próprio registro de oferta pública nos casos de distribuição de CIC Hoteleiro nas hipóteses retratadas pela norma.

Recentemente, em novembro de 2016, a CVM colocou em audiência pública minuta de instrução normativa para disciplinar especificamente as ofertas públicas de distribuição de CIC Hoteleiro, alterando de maneira relevante a dinâmica que hoje se observa por meio da aplicação da Deliberação CVM 734/2015. Ambas são objeto de mais detida análise nos itens abaixo.

6.1 Deliberação CVM 734/2015

A Deliberação CVM 734/2015 não cria novo procedimento geral de registro de ofertas públicas em relação ao previsto na Instrução CVM 400/2003. Na realidade, a

---

631 *"Art. 504. Não pode um condômino em coisa indivisível vender a sua parte a estranhos, se outro consorte a quiser, tanto por tanto. O condômino, a quem não se der conhecimento da venda, poderá, depositando o preço, haver para si a parte vendida a estranhos, se o requerer no prazo de cento e oitenta dias, sob pena de decadência. Parágrafo único. Sendo muitos os condôminos, preferirá o que tiver benfeitorias de maior valor e, na falta de benfeitorias, o de quinhão maior. Se as partes forem iguais, haverão a parte vendida os coproprietários, que a quiserem, depositando previamente o preço.*".

632 A despeito da previsão do art. 504, Marcelo Trindade comenta que em muitas operações existe a previsão de renúncia prévia dos condôminos ao direito de preferência, o que, em sua visão, uma irregularidade, notadamente tendo em vista o disposto no art. 424 do Código Civil, que dispõe a respeito da impossibilidade de renúncia antecipada a direito decorrente da natureza jurídica do negócio por parte do aderente que celebre contrato de adesão. TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Oferta ao Público de Unidades Autônomas de Empreendimento Imobiliário. Não Caracterização como Emissão ou Oferta Pública de Valores Mobiliários.* In: *Revista Brasileira de Direito Civil*, vol. 11, jan./mar. 2017, p. 128.

Deliberação CVM 734/2015 apenas dispõe a respeito da possibilidade de dispensa de alguns requisitos de registro da oferta pública realizada com base na Instrução CVM 400/2003, incluindo o próprio registro de distribuição, nas situações em que especifica.

São ao todo quatro os requisitos da Instrução CVM 400/2003 que podem ser dispensados de cumprimento pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários[633]:

(a) registro de oferta pública de distribuição;

(b) registro de emissor;

(c) contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição; e

(d) cumprimento dos prazos para início da oferta (90 dias após a obtenção do registro) e para conclusão da oferta (6 meses contados da data da divulgação do anúncio de início de distribuição), conforme previsto nos arts. 17 e 18 da Instrução CVM 400/2003, respectivamente.

As dispensas de registro de oferta pública de distribuição e de registro de emissor pressupõem que o público investidor terá condições para, sem a intervenção do Estado, conseguir acessar todas as informações de que necessita para chegar a uma decisão de investimento consciente e refletida.

Para que isso seja possível, a Deliberação CVM 734/2015 impõe o cumprimento de obrigações de naturezas distintas: (a) limitações de acesso do público investidor ao CIC Hoteleiro dispensado de registro e (b) regras mínimas de divulgação de informações.

Para gozar da dispensa de registro de que trata a Deliberação CVM 734/2015, o interessado em realizar oferta pública de distribuição de CIC Hoteleiro deve direcionar os esforços de venda a investidores que atendam aos seguintes requisitos:

633 Item II da Deliberação CVM 734/2015.

(a) no caso de oferta de CIC Hoteleiro envolvendo unidades imobiliárias autônomas, os investidores devem possuir ao menos R$ 1 milhão de patrimônio[634] ou investir ao menos R$ 300 mil na oferta[635]; e

(b) no caso de oferta de CIC Hoteleiro envolvendo partes ideias de condomínios gerais, os investidores devem ser investidores qualificados e, adicionalmente, possuir ao menos R$ 1,5 milhão de patrimônio ou investir ao menos R$ 1 milhão na oferta.

A diferenciação existente em termos de riscos para o investidor interessado em realizar investimento no âmbito de oferta de CIC Hoteleiro que envolva partes ideais de condomínio, em vez de em unidades imobiliárias autônomas, está também refletida na norma, que, além de exigir o comprometimento de um montante de recursos maior na oferta ou um patrimônio pessoal mais dilatado do investidor, exige o cumprimento da condição de investidor qualificado.

Também como medida protetiva, todos os investidores de CIC Hoteleiro dispensados de registro devem assinar declaração por meio da qual reconhecem, entre outros aspectos, terem conhecimento e experiência em finanças, negócios e no mercado imobiliários suficientes para avaliar os riscos que envolvem a participação na oferta, assim como possuem capacidade para suportar tais riscos[636].

Como geralmente a dispensa de registro de oferta pública de CIC Hoteleiro vem acompanhada de dispensa de contratação de instituição intermediária, cabe aos ofertantes o ônus de verificar se os investidores se qualificam para participar da oferta e exigir deles a assinatura da correspondente declaração.

---

[634] A Deliberação CVM 734/2015 usa o termo "patrimônio" e não "ativos financeiros" ou "instrumentos financeiros", razão pela qual é mais abrangente, incluindo, por exemplo, bens imóveis e automóveis. A comprovação do valor do patrimônio pode ser feita por meio da apresentação de (a) extrato ou comprovante emitido por instituições integrantes do sistema financeiro nacional; (b) declaração de imposto de renda; ou (c) escritura de imóvel (Item V, (d), da Deliberação CVM 734/2015).

[635] Isso não significa dizer que o preço dos imóveis oferecidos deve ser de no mínimo R$ 300 mil, mas sim que o ofertante precisará adquirir mais do que R$ 300 mil no âmbito da oferta. Assim, se o valor total da unidade imobiliária for inferior a esse patamar, o investidor deverá adquirir pelo menos 2 unidades imobiliárias para se enquadrar na exceção. A esse respeito, vide PROC. SEI 19957.005730/2016-00, julgado em 01/11/2016.

[636] Anexo I da Deliberação CVM 734/2015.

Do ponto de vista do regime informacional mínimo a ser cumprido pelo emissor que realiza oferta pública de CIC Hoteleiro dispensada de registro, destacam-se as seguintes obrigações: (a) elaboração de prospecto, que deverá observar os requisitos do Anexo II da deliberação[637]; (b) contratação de profissional ou empresa independente para elaboração de estudo de viabilidade econômica do empreendimento, que deverá ser preparado de acordo com o conteúdo previsto no Anexo III[638] da deliberação e precisará ser atualizado anualmente; e (c) apresentação, pelos ofertantes, de declaração de que as informações fornecidas ao público investidor durante a oferta são verdadeiras, consistentes, completas e suficientes[639].

Nesse ponto, cumpre esclarecer que nas ofertas públicas de CIC Hoteleiro são considerados como "ofertantes" as contrapartes dos investidores nos contratos que formam o conjunto de contratos coligados sob oferta, tais como a sociedade operadora do empreendimento hoteleiro, a sociedade incorporadora do imóvel ou a sociedade responsável pela oferta das partes ideais do condomínio em geral, conforme o caso.

Durante o curso da oferta, que não tem prazo para ser concluída em razão da dispensa dos prazos de início e término da oferta previstos na Instrução CVM 400/2003, os ofertantes devem manter à disposição dos investidores, em website próprio, os documentos relacionados acima e qualquer outro que diga respeito à oferta pública,

---

637 O Anexo II da Deliberação CVM 734/2015 exige que o prospecto tenha, pelo menos, o seguinte conteúdo: I – Identificação da sociedade construtora, da sociedade incorporadora, da sociedade administradora do empreendimento hoteleiro e dos demais participantes do empreendimento; II – Descrição do empreendimento; III – Resumo das disposições contratuais que regulam as relações entre os investidores e os ofertantes e entre os investidores e demais contrapartes dos instrumentos envolvidos na oferta do CIC; IV – Dados da oferta, tais como quantidade de CIC ofertados, estruturação jurídica dos CIC, preço unitário do CIC, valor total da oferta, data de início e de encerramento da oferta; V – Informações claras e completas sobre a remuneração dos investidores e da administradora do empreendimento hoteleiro e dos demais participantes do empreendimento; VI – Fatores de risco incidentes sobre a oferta; VII – Todo e qualquer custo, aporte, despesa, taxa, ou retenção de lucro que sejam ou possam vir a ser arcados pelos investidores em decorrência dos contratos por eles assinados.

638 O Anexo III da Deliberação CVM 734/2015 exige que o estudo de viabilidade tenha, pelo menos, o seguinte conteúdo: I – Tendências e perspectivas macroeconômicas; II – Análise do mercado hoteleiro por segmento e perspectivas de sua evolução; III – Análise da localização geográfica do empreendimento e de sua vizinhança; IV – Análise do posicionamento competitivo e da penetração do empreendimento no mercado; V – Estimativas dos custos de construção, montagem, equipagem, decoração, enxoval, despesas pré-operacionais e capital de giro inicial; VI – Projeção das receitas, despesas e resultados para um período de pelo menos 5 anos de operação hoteleira; VII – Cálculo da taxa interna de retorno do empreendimento para o período de 10 (dez) anos, com a indicação das premissas e das fontes dos dados utilizados; VIII – Comparação entre a taxa de capitalização projetada para o empreendimento (rendimento anual previsto sobre o preço de lançamento) e a de empreendimentos hoteleiros similares em operação no mercado; e IX – Comentários sobre os critérios de escolha da operadora hoteleira mais adequada para o empreendimento.

639 Item IV, (a), da Deliberação CVM 734/2015.

incluindo os modelos de contratos que compõem o CIC Hoteleiro, o modelo de declaração a ser assinada pelos investidores e a matrícula e certidão de ônus reais do imóvel atualizadas[640].

Em paralelo às obrigações a serem observadas durante a realização da oferta, a Deliberação CVM 734/2015 determina que, enquanto durar o empreendimento hoteleiro, o que pode significar algumas décadas, os ofertantes ou aqueles que assumirem a posição contratual dos ofertantes perante os investidores deverão: (a) elaborar e colocar à disposição do público investidor, em seu website, no prazo de até 60 dias a contar do encerramento do exercício social, demonstrações financeiras anuais elaboradoras de acordo com a Lei 6.404/1976 e auditadas por auditor independente; e (b) elaborar e colocar à disposição do público investidor, em seu website, no prazo de até 45 dias a contar do encerramento de cada trimestre, demonstrações financeiras trimestrais referentes aos três primeiros trimestres, elaboradoras de acordo com a Lei 6.404/1976 e acompanhadas de relatório de revisão especial, emitido por auditor independente[641].

No que diz respeito ao material publicitário, a Deliberação CVM 734/2015 é bastante restritiva, determinando que, além do cumprimento das regras gerais a respeito da forma, do estilo e da linguagem a ser utilizada, toda e qualquer peça publicitária da oferta, independentemente do veículo utilizado, deve ser previamente aprovada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. Esse é um dos aspectos que a proposta de instrução normativa pretende alterar, sobretudo por conta dos atrasos que são causados às ofertas em razão da necessidade de se aguardar o parecer da área técnica[642].

Caso ocorra a suspensão da oferta pública de CIC Hoteleiro durante a sua realização, nos termos do art. 19 da Instrução CVM 400/2003, deverá ser assegurado ao investidor o direito de retratação, o que implica no desfazimento dos contratos celebrados no âmbito do CIC Hoteleiro e na devolução do dinheiro, bens e ativos que tiverem sido transferidos por ocasião da subscrição ou da aquisição do CIC Hoteleiro. A mesma lógica se aplica para a hipótese de cancelamento da oferta.

---

640 Item V, (a), da Deliberação CVM 734/2015.
641 Item VII da Deliberação CVM 734/2015.
642 Item VI da Deliberação CVM 734/2015.

Em razão do histórico de regulação analisado acima, o Colegiado da CVM foi chamado a pacificar o entendimento a respeito da obrigatoriedade de concessão do direito de retratação àqueles investidores que aderiram a ofertas públicas de CIC Hoteleiro antes da decisão que dispensou o registro na autarquia, ou seja, a ofertas que estavam irregulares até a decisão de dispensa[643].

Apesar de concordarem com a manifestação da área técnica de que não seria adequado tratar de forma não equitativa os investidores que aderiram à oferta durante o período em que estava sendo processada de forma irregular, o que implicaria reconhecer seu direito de retratação, o Colegiado acabou por decidir que a possibilidade de retratação deveria alcançar apenas as ofertas públicas que viessem a ser apresentadas para dispensa de registro a partir da data do julgamento daquele caso (12 de abril de 2016).

A ausência de retroatividade da decisão do Colegiado seria necessária pois representaria "*interpretação nova, que não consta como condição para registro na Instrução 400 nem para dispensa na Deliberação 734, e nem mesmo foi uma exigência imposta pelo Colegiado nos casos analisados nos anos de 2014/2015, antes da delegação de atribuição para a SRE por meio da Deliberação 734.*" [644].

Por conseguinte, todos as ofertas públicas de CIC Hoteleiro que estavam em análise pela CVM até 12 de abril de 2016 não poderiam ter sua dispensa de registro condicionada à outorga de direito de retratação aos investidores que nela aderiram antes da decisão da CVM, como era o desejo da área técnica da CVM e a razão para que o caso tenha sido remetido para apreciação do Colegiado.

Ao lado da Deliberação CVM 734/2015 e da Instrução CVM 400/2003, os ofertantes de CIC Hoteleiro poderiam tentar se valer da opção de realizar oferta pública com esforços restritos de distribuição, que está automaticamente dispensada de registro na CVM. Porém, nem o tipo "contratos de investimento coletivo", nem a espécie "CIC Hoteleiro", estão listados no rol exaustivo de valores mobiliários passíveis de distribuição

[643] PROC. SEI 19957.004122/2015-99, julgado em 12/04/2016, diretor relator Gustavo Rabelo Tavares Borba.
[644] Trecho do extrato da decisão do PROC. SEI 19957.004122/2015-99, julgado em 12/04/2016, diretor relator Gustavo Rabelo Tavares Borba.

com esforços restritos, razão pela qual o recurso à Instrução CVM 476/2009 não é uma alternativa possível nesse caso.

6.2 Proposta de nova instrução normativa: Edital de Audiência Pública SDM 08/2016

Em 10 de novembro de 2016, a CVM iniciou audiência pública para discutir minuta de instrução normativa específica para disciplinar a oferta pública de distribuição de CIC Hoteleiro e substituir a Deliberação CVM 734/2015.

O prazo para apresentação de manifestações se encerrou em 8 de fevereiro de 2017, mas até a segunda quinzena de dezembro de 2017 a autarquia ainda não havia publicado o relatório de audiência pública, nem a versão final da instrução.

A seguir são analisados os principais aspectos e alterações que a proposta pode ocasionar, se aprovada, na condução das ofertas públicas de distribuição de CIC Hoteleiro, quais sejam: (a) interações com a Instrução CVM 400/2003 e com a Deliberação CVM 734/2015; (b) obrigatoriedade de registro de distribuição e dispensa de registro do emissor, ambos como nova regra geral; (c) limitações impostas ao público investidor; (d) novos marcos temporais; e (e) dispensa de contratação de instituições intermediárias e o papel dos corretores de imóveis.

6.2.1 Interações com a Instrução CVM 400/2003 e com a Deliberação CVM 734/2015

A proposta de instrução normativa apresentada pela CVM dispõe que as ofertas públicas de CIC Hoteleiro que envolvam transferência de propriedade sobre unidades imobiliárias autônomas será disciplina preponderantemente de acordo com as novas regras criadas, aplicando-se a disciplina da Instrução CVM 400/2003 apenas e exclusivamente nos casos expressamente previstos na nova instrução.

Por consequência, há uma inversão na lógica de aplicação das instruções normativas editadas pela CVM para os fins da disciplina das ofertas públicas de CIC Hoteleiro: antes deveria se observar as regras gerais e o procedimento previsto na Instrução CVM 400/2003, com os ajustes e alterações promovidos pela Deliberação CVM 734/2015;

caso aprovada, as regras da nova instrução é que deverão ser observadas prioritariamente, aplicando-se o disposto na Instrução CVM 400/2003 apenas em casos excepcionais.

Essa inversão de ordem não se aplica para as ofertas públicas de CIC Hoteleiro que envolvam transferência de frações ideias de condomínios voluntários *pro indiviso,* que foram expressamente excluídas do âmbito de incidência da minuta de nova instrução normativa. Nesse caso, as regras da Instrução CVM 400/2003 continuam sendo aplicáveis em sua integralidade[645].

Nesse ponto, deve ser criticada a proposta da CVM, que determina a revogação total da Deliberação 734/2015[646] e retira dos ofertantes de CIC Hoteleiro com esforços de venda de partes ideias de condomínios voluntários a possibilidade de utilização da hipótese de dispensa de registro quando a oferta é destinada exclusivamente a investidores qualificados e que, adicionalmente, tenham patrimônio superior a R$ 1,5 milhão ou subscrevam R$ 1 milhão no âmbito da oferta.

Por se tratar de investidores qualificados, que cumpram os requisitos de patrimônio mínimo ou de investimento mínimo na oferta, não parece fazer sentido a exigência de registro da oferta pública nos moldes da Instrução CVM 400/2003, o que, aliás, é expressamente dispensado desde março de 2015, quando a Deliberação 734 foi editada pela CVM.

A exclusão dessa possibilidade, que resulta da proposta de revogação total da Deliberação 734/2015 e da não sujeição à nova instrução normativa dos CIC Hoteleiros com esforços de venda de frações ideias de condomínios voluntários, parece, em realidade, um descuido da autarquia ao sugerir as alterações em discussão, o que se espera que seja reparado quando da publicação da versão final da norma.

[645] Art. 3º da Proposta de Instrução Normativa. Edital de Audiência SDM n.º 08/2016.
[646] Art. 38 da Proposta de Instrução Normativa. Edital de Audiência SDM n.º 08/2016.

6.2.2 Registro de distribuição e registro do emissor

A partir da proposta de instrução normativa, o registro da oferta pública de CIC Hoteleiro passa a ser obrigatório em todos os casos[647], exceto em três hipóteses, para as quais a CVM autoriza automaticamente a dispensa de registro:

(a) oferta pública de distribuição de CIC Hoteleiro que tenha por objeto unidades autônomas que tenham sido devolvidas em razão do exercício de direito de retratação, celebração de distrato ou rescisão contratual e que, adicionalmente, integrem empreendimento hoteleiro que já tenha sido objeto de distribuição pública registrada ou dispensada de registro pela CVM[648];

(b) oferta pública de distribuição de CIC Hoteleiro que tenha por objeto saldo de unidades autônomas não distribuída, desde que (i) tais unidades autônomas tenham feito parte de oferta de CIC Hoteleiro objeto de distribuição pública registrada ou dispensada de registro pela CVM, (ii) não representem mais do que 10% do volume total de unidades do empreendimento e (iii) a oferta de sobras venha a ocorrer depois de 1 ano do encerramento da distribuição pública registrada ou dispensada de registro[649]; e

(c) oferta pública de distribuição de CIC Hoteleiro para fins de revenda de não mais do que 5 unidades autônomas, desde que tais unidades autônomas tenham feito parte de oferta de CIC Hoteleiro objeto de distribuição pública registrada ou dispensada de registro pela CVM. Caso o ofertante

---

647 "*A CVM acredita, todavia, que esse regime* [de dispensa de registro previsto na Deliberação CVM 734/2015] *não se justifica, uma vez que a intensidade e a qualidade da análise conduzida pela SRE no âmbito das ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro não difere daquelas empregadas na análise de outras ofertas, sujeitas a registro na CVM. Assim, por razões de coerência regulatória e isonomia, a Minuta propõe que as ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro se sujeitem ao prévio registro na CVM, com exceção de algumas hipóteses em relação às quais a Minuta prevê a dispensa automática de registro*.". Edital de Audiência SDM n.º 08/2016, p.5. A sugestão de procedimento de registro e os correspondentes prazos estão prevista nos art. 6º a 12 da proposta de instrução normativa.

648 Nesse caso, segundo a CVM, "*o registro se mostra dispensável na medida em que as unidades autônomas integram empreendimento hoteleiro que foi analisado anteriormente pela CVM*". Edital de Audiência SDM n.º 08/2016, p.5. Art. 29, II, da proposta de instrução normativa.

649 Edital de Audiência SDM n.º 08/2016, p.6. Art. 29, I, da proposta de instrução normativa.

> seja um investidor, essa prerrogativa somente poderá ser utilizada uma vez dentro do prazo de 12 meses, contado do encerramento da oferta; por outro lado, se ofertante for a sociedade incorporadora do empreendimento hoteleiro, a dispensa automática somente poderá ser utilizada depois de transcorrido 1 ano do encerramento da oferta[650].

Se para as ofertas públicas de distribuição de CIC Hoteleiro o registro obrigatório é a tônica, no caso dos emissores a proposta de instrução normativa determina que a dispensa de registro seja a regra[651].

A ausência de registro da sociedade operadora do empreendimento hoteleiro ou do emissor dos contratos coligados que formam o CIC Hoteleiro apontam para a ausência de disposição da autarquia em permitir a criação de um mercado secundário ativo para transações envolvendo a compra e a venda de unidades imobiliárias autônomas e posições contratuais de investidor no âmbito de CIC Hoteleiro.

Caso o entendimento da CVM fosse diferente, a manutenção de um regime informacional mais rígido para o período pós conclusão da oferta de distribuição seria imprescindível para o adequado funcionamento do mercado secundário de tais títulos, o que implicaria invariavelmente na necessidade de registro do emissor ou no cumprimento de regras mais rígidas.

A ausência de registro do emissor não significa, contudo, ausência plena e completa da obrigação de divulgação de informações aos investidores.

Em primeiro lugar, durante a realização dos esforços de venda, e até a conclusão da oferta, os investidores devem ter acesso, por meio de website mantido pelos ofertantes, ao prospecto da oferta, ao estudo de viabilidade econômica do empreendimento hoteleiro, aos modelos de todos os instrumentos contratuais que fazem parte do CIC Hoteleiro e ao modelo

---

[650] Edital de Audiência SDM n.º 08/2016, p.6. Art. 30 da proposta de instrução normativa. A CVM entende que, nesse caso, impor ao investidor o ônus de prévio registro seria desproporcional e dificultaria ainda mais o aumento nos níveis de liquidez e a formação de um mercado secundário de CIC Hoteleiro.

[651] Art. 31 da proposta de instrução normativa. O art. 32 reconhece que a sociedade operadora do empreendimento hoteleiro poderá se organizar sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada.

de declaração de ciência de riscos que deverá ser assinada pelos próprios investidores. Tais documentos deverão ser atualizados semestralmente pelos ofertantes[652].

Adicionalmente, durante o período de operação do empreendimento hoteleiro, e em conformidade com o mesmo padrão adotado na Deliberação CVM 734/2015, a minuta de instrução exige que a sociedade operadora do empreendimento imobiliário mantenha em seu website cópia das demonstrações financeiras anuais e trimestrais do empreendimento, elaboradas de acordo com a Lei 6.404/1976 e auditadas por auditor independente registrado na CVM[653].

Diferentemente da Deliberação CVM 734/2014, a proposta de instrução normativa permite que os condôminos do edifício possam, depois de três anos a contar do início do funcionamento do empreendimento hoteleiro, dispensar a sociedade operadora de elaborar e publicar as demonstrações financeiras anuais e trimestrais. Para tanto, a convenção de condomínio deve prever que a deliberação somente será considerada aprovada se for verificado quórum especial que atenda aos seguintes requisitos: (a) maioria de votos dos condôminos presentes; e, cumulativamente: (b) aprovação por frações ideais que representem, no mínimo, 20% do volume total de frações ideais existentes[654].

Com essa alteração, a CVM reconhece que os investidores e a sociedade administradora do empreendimento hoteleiro podem chegar ao consenso de que a elaboração das demonstrações financeiras, de forma trimestral e anual, é desnecessária e excessivamente custosa, haja visto, inclusive, a obrigatoriedade de contratação de auditor independente registrado na autarquia.

De outro lado, como essa é uma proteção importante para os investidores poderem conhecer o desempenho do empreendimento, notadamente no início do relacionamento com a sociedade operadora do empreendimento, a autarquia sugere que a dispensa só possa ser votada depois de três anos de operação do hotel ou empreendimento equivalente, e desde

[652] Art. 17 da proposta de instrução normativa.
[653] Art. 33 da proposta de instrução normativa. No caso das demonstrações financeiras trimestrais, em vez de auditoria, a instrução exige a emissão de relatório de revisão especial.
[654] Art. 34 da proposta de instrução normativa. A sociedade operadora do empreendimento hoteleiro está impedida de participar e votar nessa deliberação.

que seja atendido quórum de votação especial, e não simplesmente o quórum de maioria simples dos condôminos presentes.

6.2.3 Limitação do público investidor

Em relação ao público investidor que poderá participar das ofertas públicas de CIC Hoteleiro, a proposta de instrução é mais restritiva do que a Deliberação CVM 734/2015 ao limitar a possibilidade de investimento em CIC Hoteleiro a apenas três categorias de investidores:

(a) investidores qualificados;

(b) pessoas naturais ou jurídicas que possuam ao menos R$ 1 milhão de patrimônio e subscrevam declaração específica a respeito de sua capacidade de compreensão dos riscos inerentes à oferta; e

(c) pessoas naturais ou jurídicas que possuam, ao menos, um investimento em CIC cujo empreendimento hoteleiro esteja em operação por prazo superior a um ano e que, adicionalmente, subscrevam declaração específica a respeito de sua capacidade de compreensão dos riscos inerentes à oferta[655].

Pelos termos da Deliberação 734/2015, a sofisticação dos investidores é apenas um dos elementos a ser considerado para que se permita a dispensa de registro da oferta pública de distribuição, mas não uma condição em si para a realização da oferta. Em outras palavras, ao ofertante que interessar distribuir CIC Hoteleiro para o público investidor de varejo basta cumprir as regras gerais e o procedimento de registro de oferta pública previsto na Instrução CVM 400/2003 para conseguir fazê-lo.

Com base na nova proposta de instrução normativa apresentada pela autarquia, as oportunidades de investimento em CIC Hoteleiro que envolvam a venda de unidades imobiliárias autônomas não poderão mais serem destinadas, em hipótese alguma, para

[655] Art. 5º da proposta de instrução normativa.

investidores de varejo, o que inclusive se reflete na não aplicabilidade, salvo em situações excepcionais, da Instrução CVM 400/2003.

Por outro lado, como a proposta de minuta exclui do seu âmbito de aplicação as ofertas públicas de CIC Hoteleiro que tenham frações ideais de condomínio voluntário como principal ativo subjacente, tais ofertas poderiam ser realizadas normalmente para investidores de varejo, sob o amparo da Instrução CVM 400/2003. Ou seja, para CIC Hoteleiro que compreenda a transferência de frações ideais de condomínio voluntário não há limitação de público-alvo.

A dualidade de tratamento das ofertas públicas de CIC Hoteleiro parece ter feito a autarquia se equivocar no tratamento dispensado à limitação do público-alvo.

Da forma como a proposta foi formulada e apresentada, não é possível oferecer a investidores de varejo CIC Hoteleiro que envolva investimento em unidades imobiliárias autônomas, mas é possível oferecer CIC Hoteleiro que tenha como ativo principal frações ideais de condomínio voluntário, que é justamente a forma que representa mais riscos para o público investidor.

A disciplina que vier a ser aprovada pela CVM a respeito dessa matéria deveria levar em consideração esses dois modelos e ser mais restritiva com as ofertas que de CIC Hoteleiro que compreenda a comercialização de frações ideais de condomínio voluntário, e não unidades autônomas, como a minuta em audiência pública parece fazer.

As limitações ao público investidor propostas na nova instrução normativa justificam-se, na opinião da CVM, em razão da ausência de obrigatoriedade de contratação de instituição intermediária para participar das ofertas de CIC Hoteleiro, o que permitiria, por exemplo, a condução do processo de verificação de adequação do investimento nesse tipo de valor mobiliário ao perfil do investidor, e outros riscos inerentes ao próprio investimento em empreendimentos imobiliários caracterizados como *condohotel*[656].

[656] A esse respeito, a CVM elenca os seguintes riscos: "*(i) a falta de informação acerca do desempenho do empreendimento hoteleiro, que ainda se encontra em estágio pré-operacional, (ii) a eventual necessidade de aporte adicional de recursos pelo investidor caso as receitas da operação hoteleira não sejam suficientes para cobrir as despesas; (iii) a potencialização do risco incorrido pelo investidor na hipótese, bastante comum na*

No caso de investidores que já tenham participado de ofertas de CIC Hoteleiro no passado, a autarquia entende que, independentemente do valor de seu patrimônio pessoal ou de sua qualificação como investidor qualificado, o histórico de aplicação em empreendimentos hoteleiros é suficiente para atestar sua capacidade de compreensão dos riscos relacionados a essa oportunidade de investimento e para verificar a adequação de seu perfil a tal tipo de produto.

Em qualquer hipótese, a responsabilidade por verificar se os investidores atendem os requisitos da instrução para o investimento em CIC Hoteleiro é dos ofertantes[657]. Para se certificar do preenchimento do requisito de patrimônio mínimo, os ofertantes podem se utilizar de documentos tais como extrato de conta bancária, cópia da declaração de imposto de renda, matrícula de imóvel, entre outros.

6.2.4 Marcos temporais

Outra novidade da proposta de instrução normativa apresentada pela CVM é a criação de marcos temporais determinados para a realização dos esforços de venda de CIC Hoteleiro.

Com efeito, a autarquia propõe que o registro da oferta caducará se essa não for iniciada no prazo de até 180 dias a contar da data de sua obtenção, por meio da publicação do aviso de início da distribuição[658] (nos termos da Instrução CVM 400/2003, tal prazo é de 90 dias). Antes do registro da oferta, é vedada a realização de qualquer ato ou esforço de distribuição, sob pena, inclusive, de cometimento de infração grave para os fins do art. 11, § 3º, da Lei 6.385/1976[659].

A partir do início da oferta, os ofertantes devem providenciar e divulgar o registro do memorial de incorporação no cartório de registro de imóvel, nos termos do art. 32 da Lei

prática, em que a aquisição da unidade autônoma é financiada por empréstimo bancário; e (iv) a inexistência de mercado secundário líquido para revenda do CIC hoteleiro.". Edital de Audiência SDM n.º 08/2016, p. 8.

[657] Como não há participação de instituição intermediária nas ofertas de CIC Hoteleiro, e os corretores de imóveis estão distantes da regulação da CVM, optou-se por eleger os ofertantes como responsáveis pelo cumprimento dessa regra.

[658] Art. 14, *caput*, da proposta de instrução normativa.

[659] Art. 37, II, da proposta de instrução normativa.

4.591/1964, até o término dos 180 dias seguintes ao início da distribuição[660]. É o registro do memorial de incorporação no cartório de imóvel que autoriza o incorporador a efetivamente iniciar a comercialização de unidades imobiliárias autônomas, razão pela qual a oferta pública só poderá ser iniciada após o preenchimento desse requisito legal.

Adicionalmente, a CVM sugere que as ofertas de CIC Hoteleiro sejam encerradas no prazo máximo de 3 anos a contar do início da oferta, podendo tal prazo ser prorrogado uma única vez, por igual período, desde que a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários seja previamente informada a esse respeito[661]. Na dinâmica atual, a ausência de prazo para conclusão das ofertas públicas de CIC Hoteleiro é um dos traços que as diferenciam das ofertas públicas tradicionais, cujo prazo previsto na Instrução CVM 400/2003 é de 180 dias.

6.2.5 Dispensa de contratação de instituições intermediárias e o papel dos corretores de imóveis

Assim como previsto na Deliberação CVM 734/2015, a CVM reconhece na proposta de instrução normativa que não se faz obrigatória a contratação de instituições intermediárias participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários para atuar no âmbito de distribuições públicas de CIC Hoteleiro.

Como já tivemos oportunidade de discutir nos itens anteriores, a dispensa de contratação de instituição intermediária está relacionada com a circunstância de as ofertas públicas de CIC Hoteleiro serem realizadas ao longo de extenso período de tempo, o que aumentaria demasiadamente os custos com a contratação e manutenção de distribuidores.

Além disso, e talvez até mais importante, a regulação reconhece que a distribuição de CIC Hoteleiro está intimamente relacionada com a comercialização de unidades imobiliárias, que é uma atividade típica de corretores de imóveis.

Por essa razão, em substituição às instituições intermediárias, a proposta de instrução determina que a sociedade incorporadora tenha a obrigação de orientar e fiscalizar

[660] Art. 14, § 2º, da proposta de instrução normativa.
[661] Art. 18 da proposta de instrução normativa.

os trabalhos desenvolvidos pelos corretores de imóveis, notadamente com a finalidade de garantir o cumprimento dos deveres impostos pela CVM para a realização de ofertas públicas de CIC Hoteleiro[662].

O material publicitário que vier a ser utilizado pelos corretores de imóveis para propagandear a oportunidade de investimento no CIC Hoteleiro não poderá conter informações diversas ou inconsistentes com as indicadas no prospecto e no estudo de viabilidade, devendo, ainda, indicar o endereço do website onde tais instrumentos podem ser consultados na íntegra.

Outra inovação importante em relação à Deliberação CVM 734/2015 está justamente relacionada ao material publicitário: a dispensa de prévia aprovação da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários como condição para sua utilização pelos ofertantes e corretores de imóveis.

A esse respeito, e considerando que a oferta pública de CIC Hoteleiro pode durar vários anos, a CVM aceitou que a necessidade de autorização para utilização de cada peça publicitária limitaria demasiadamente o processo de distribuição, representando um ônus significativo e desproporcional[663]. Em substituição a esse procedimento, a autarquia passará a fiscalizar *a posteriori* o cumprimento das regras que disciplinam a elaboração e a utilização de material publicitário.

7. Oferta pública de Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC): a Instrução CVM 401/2003

A modalidade de investimento em certificados de potencial adicional de construção (CEPAC) foi criada a partir da Lei 10.257/2001[664], que previu essa como uma das

[662] Art. 16 da proposta de instrução normativa. Um dos exemplos é a obrigação de fornecer cópia atualizada do prospecto e do estudo de viabilidade aos corretores de imóveis que participarem da distribuição (art. 17, II).
[663] Relatório de Audiência Pública SDM 08/2016, p. 11.
[664] A esse respeito, o art. 34, *caput*, prevê o seguinte: "*Art. 34. A lei específica que aprovar a operação urbana consorciada poderá prever a emissão pelo Município de quantidade determinada de certificados de potencial adicional de construção, que serão alienados em leilão ou utilizados diretamente no pagamento das obras necessárias à própria operação.".*

alternativas de financiamento do poder público municipal no âmbito da realização de operações urbanas consorciadas[665].

Operações urbanas consorciadas são definidas na Lei 10.257/2001 como o "*conjunto de intervenções e medidas coordenadas pelo Poder Público municipal, com a participação dos proprietários, moradores, usuários permanentes e investidores privados, com o objetivo de alcançar em uma área transformações urbanísticas estruturais, melhorias sociais e a valorização ambiental*."[666].

Em contrapartida ao direito de construir acima dos limites de metragem estabelecidos pela legislação de uso e ocupação do solo na região, ou com alteração dos usos e parâmetros do terreno ou imóvel onde a operação urbana consorciada será executada, o Município exige que o proprietário, o investidor ou o interessado na obra realize o pagamento de determinada contrapartida financeira, mediante a dação de CEPACs[667].

Os CEPACs, que são títulos de emissão exclusiva de Municípios no âmbito de operação urbanas consorciadas, são utilizados, dessa forma, como verdadeiro meio de pagamento[668].

Um dos principais atrativos da emissão de CEPACs para municípios é a possibilidade de emissão, de uma única vez ou em séries concentradas, de uma grande quantidade de títulos que apenas futuramente serão convertidos em direitos de construção ou de modificação de imóveis, mas em relação aos quais as prefeituras captam os recursos

---

[665] Os recursos captados via emissão de CEPAC possuem destinação específica por parte do Município no âmbito da operação urbana consorciada, quais sejam: (a) regularização fundiária; (b) execução de programas e projetos habitacionais de interesse social; (c) constituição de reserva fundiária; (d) ordenamento e direcionamento da expansão urbana; (e) implantação de equipamentos urbanos e comunitários; (f) criação de espaços públicos de lazer e áreas verdes; (g) criação de unidades de conservação ou proteção de outras áreas de interesse ambiental; e (h) proteção de áreas de interesse histórico, cultural ou paisagístico (art. 26 da Lei 10.257/2001 e art. 13 da Instrução CVM 401/2003).

[666] Art. 32, § 1º, da Lei 10.257/2001. A mesma definição é replicada no art. 3º, § 1º, da Instrução CVM 401/2003.

[667] Antes da criação de CEPACs, algumas leis, como a Lei Municipal de São Paulo 11.090/91, previam mecanismo de financiamento semelhante por meio da concessão de outorga onerosa ao proprietário do imóvel, mediante o pagamento de determinada quantia em dinheiro. A outorga onerosa atribuía ao proprietário o direito de construir fora das restrições previstas na legislação imobiliária, observados, em substituição, os limites da legislação que tivesse criado a outorga onerosa. A esse respeito, vide matéria publicada na Edição nº 7 da Revista Capital Aberto, de março de 2004, denominada "Vêm aí os CEPACS".

[668] Art. 34, § 2º, da Lei 10.257/2001.

desde já. Ou seja, os CEPACs funcionam como um mecanismo de antecipação dos recursos de que as municipalidades necessitam para executar as atividades previstas na operação urbana consorciada.

Além disso, os CEPACs podem ser adquiridos por qualquer pessoa, inclusive por aqueles que não tenham imóvel, terreno ou interesses diretamente relacionados à área da operação urbana consorciada, o que aumenta significativamente o alcance de eventual distribuição pública de tais títulos.

Apesar de poderem ser livremente negociados a partir da emissão e alienação pelo Município, os CEPACs somente são conversíveis em direito de construção na área objeto da operação urbana consorciada em que tiver sido originado.

Na medida em que os CEPACs são emitidos em volume limitado para serem utilizados como meio de pagamento em troca do direito de construir acima dos padrões permitidos na área da operação urbana consorciada ou para modificar os usos e parâmetros de um imóvel, a tendência é que o mercado secundário desses títulos fique cada vez menos líquido em razão da gradativa conversão dos CEPACs em direitos adicionais de construção.

Se os CEPACs forem adquiridos para fins de investimento, é importante observar que tais títulos não conferem direito de crédito contra o Município, nem representam instrumentos resgatáveis ou com rendimento fixo ou pré-determinado.

A valorização dos CEPACs e, portanto, eventual lucro do investidor que venha a adquiri-los, estará sujeita ao sucesso da operação urbana consorciada, o que depende da valorização dos imóveis na área afetada, e do volume de oferta e demanda existente por CEPACs no mercado secundário ao longo do tempo.

Em razão de suas características e particularidades, inclusive da possibilidade de aquisição para investimento, o Colegiado da CVM, em consulta apresentada pela Prefeitura do Município de São Paulo, no âmbito do Processo CVM RJ2003/0499, julgado em 28/08/2003, manifestou-se favoravelmente a respeito da definição de CEPAC como tipo de valor mobiliário.

A opinião do Colegiado foi manifestada por meio do voto do Diretor Relator LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS, para quem os CEPACs preenchem todos os requisitos da caracterização de valor mobiliário discutidos no item 3 do Capítulo I da Parte II desse trabalho, inclusive a expectativa de obtenção de rendimentos futuros.

Esse, aliás, foi o ponto mais controvertido da análise, pois a Procuradoria Federal Especializada da CVM havia exposto entendimento de que aos CEPACs faltaria a referência ao "direito de participação, parceria ou de remuneração" prevista no inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/1976, uma vez que os emissores de CEPAC não garantem o pagamento de qualquer remuneração ou rendimentos a seu titular.

A esse respeito, LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS afirmou que a referência à "direito de participação, parceria ou de remuneração" deveria ser compreendida em seu sentido mais amplo, o que englobaria a expectativa de obtenção de ganhos não apenas via remuneração, mas também por meio de lucro na revenda dos valores mobiliários, concluindo, assim, pela aplicação do regime próprio dos valores mobiliários aos CEPACs[669].

Tampouco descaracterizaria a qualificação de CEPAC como valor mobiliário a circunstância de ser emitido por Municípios, e não por sociedades anônimas. Segundo o diretor, ao ser identificado como determinado tipo de valor mobiliário, a CVM poderia exigir que os emissores adotem a forma de sociedade anônima, mas o atendimento (ou não) dessa exigência não interfere na qualificação do título de investimento como tipo de valor mobiliário.

Da mesma forma, como os CEPACs não representam dívida pública do Município que os emite, não poderiam ser tratados como a exceção prevista no art. 2, § 1º, I, da Lei 6.385/1976, que expressamente exclui do alcance da disciplina dos valores mobiliários os títulos de dívida pública federal, estadual e municipal.

Após a decisão do colegiado em que se aceitou que aos CEPACs fosse estendido o tratamento legal e regulamentar de valores mobiliários, em 29 de dezembro do mesmo ano

669 "*Tudo indica que a lei pretendeu cobrir qualquer investimento que o público faça na expectativa de obter algum rendimento*".

de 2003 foi publicada a Instrução CVM 401, que passou a disciplinar os registros de negociação e de distribuição pública de CEPAC.

A Instrução CVM 401/2003 traz regramento específico para as ofertas públicas de distribuição de CEPACs, razão pela qual a Instrução CVM 400/2003 somente será aplicada nos casos em que a Instrução CVM 401/2003 for omissa, como no que se refere a prazos de análise de registro, responsabilidades do ofertante e da instituição líder da distribuição, deferimento ou indeferimento do registro e suspensão ou cancelamento do registro de distribuição[670].

Às ofertas públicas de CEPAC não se aplica a dinâmica das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos, pois a Instrução CVM 476/2009 não prevê CEPAC em seu rol exaustivo de valores mobiliários passíveis de serem distribuídos por meio de sua utilização.

Não existe na Instrução CVM 401/2003 qualquer limitação ao público-alvo das ofertas públicas de distribuição de CEPACs, que podem alcançar tanto investidores qualificados, quanto investidores não qualificados.

A ausência de restrição em termos de público investidor provavelmente está relacionada com o fato de que CEPACs são utilizados exclusivamente como meio de pagamento em troca do direito de construir acima dos limites previstos na legislação de ocupação do solo da área onde se instalou a operação urbana consorciada. Não faria sentido mesmo limitar o morador, que pode ser um investidor comum, de ter acesso a esse valor mobiliário e, por conseguinte, de fazer a construção da forma como melhor lhe aprouver.

Na visão da CVM, os riscos do investimento em CEPAC, inclusive por parte de investidores não qualificados, também são reduzidos por meio da imposição do cumprimento de um amplo regime informacional, estruturado por meio da obrigatoriedade de registro para negociação e distribuição pública de CEPAC, assim como de contratação de instituições intermediárias que façam parte do sistema de distribuição de valores mobiliários

[670] Art. 21 da Instrução CVM 401/2003.

para participarem dos esforços de venda e para fiscalizarem a aplicação dos recursos captados nas intervenções previstas na operação urbana consorciada[671].

Inclusive por essa razão, para que sejam possíveis a negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários e a distribuição pública de CEPAC, a primeira exigência prevista na Instrução CVM 401/2003[672] é o registro da operação urbana consorciada na CVM[673].

O registro da operação urbana consorciada é feito por meio da apresentação de requerimento acompanhado de diversos documentos e informações[674], entre os quais destacam-se o prospecto, que deverá incorporar estudo de viabilidade a respeito do valor de mercado dos imóveis, efeitos das intervenções e estudo de impacto ambiental e de vizinhança na área da operação urbana consorciada[675].

Além do registro da operação urbana consorciada, para que seja possível a distribuição pública de CEPAC a Instrução CVM 401/2003 determina que também deverá ser obtido registro de distribuição, a que se soma, portanto, o registro da operação urbana consorciada.

O registro da distribuição pública de CEPAC é efetivado por meio da apresentação de requerimento específico, acompanhado de suplemento ao prospecto, no qual deverá estar descrito se os recursos objeto da captação serão destinados para uma única intervenção ou

---

671 A instrução normativa prevê a contratação de duas instituições intermediárias, uma para fins de acompanhamento da oferta pública de CEPAC ("*Art. 18. O Município deverá contratar instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários que, na qualidade de líder da distribuição, atuará, em conjunto com o Município, nos pedidos de registro, na colocação dos CEPAC no mercado, e nas comunicações com a CVM e com o mercado*") e outra exclusivamente para fiscalização da aplicação dos recursos captados ("*Art. 9º O Município deverá contratar instituição integrante do sistema de distribuição registrada na CVM, que não poderá ser a instituição intermediária prevista no artigo 18, para exercer a função de fiscalizar o emprego dos recursos obtidos com a distribuição pública de CEPAC, exclusivamente nas intervenções das operações urbanas consorciadas, bem como acompanhar o andamento das referidas intervenções e assegurar a suficiência e veracidade das informações que serão periodicamente prestadas pelo Município ao mercado*").

672 "*Art. 4º Nenhum CEPAC poderá ser ofertado no mercado sem prévio registro na CVM da OPERAÇÃO a que estiver vinculado*.".

673 Interessante observar que a CVM exige o registro do projeto (a operação urbana consorciada), e não o emissor (o Município), diferentemente do que exige para os demais tipos de valores mobiliários.

674 Art. 5º Instrução CVM 401/2003.

675 Art. 11, IX, da Instrução CVM 401/2003. Uma vez realizado, o registro da operação urbana consorciada somente poderá ser cancelado após o decurso de 1 ano do término da operação, observado que o término da operação depende necessariamente da conclusão de todas as intervenções previstas (art. 8º da Instrução CVM 401/2003).

para um conjunto de intervenções, composto por uma única obra e/ou desapropriação ou um conjunto de obras e/ou desapropriações[676].

No caso de distribuição pública, a transferência dos CEPACs é realizada necessariamente por meio de leilão, organizado em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado[677].

Adicionalmente, a Instrução CVM 401/2003 também prevê a possibilidade de distribuição privada de CEPACs, sendo o Município obrigado a informar a quantidade de CEPACs vendida e o valor total das operações privadas conduzidas à CVM, às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado e à entidade responsável pela escrituração[678].

Os CEPACs podem ser utilizados privadamente, como, por exemplo, para pagamento de obras e desapropriações a serem realizados pelo poder público municipal, assim como para oferecimento como garantia em financiamentos obtidos junto a instituições financeiras para a realização das obras que constam do projeto da operação urbana consorciada.

O registro de nova distribuição pública de CEPAC no âmbito de uma mesma operação urbana consorciada somente será deferido pela CVM após, alternativamente, a verificação (a) da conclusão de todas as intervenções abrangidas pela distribuição anterior, (b) do esgotamento da distribuição de CEPAC anteriormente aprovada ou (c) da comprovação da captação de todos os recursos necessários para a conclusão das intervenções da distribuição anterior[679].

Enquanto a operação urbana consorciada não tiver sido encerrada, e como forma de assegurar algum nível de proteção ao público investidor, a Instrução CVM 401/2003 determina que o Município deverá, trimestralmente, divulgar algumas informações

[676] Art. 12 da Instrução CVM 401/2003. Os requisitos a serem observados na elaboração do Suplemento estão previstos no art. 14.
[677] Art. 17, § 3º, da Instrução CVM 401/2003.
[678] Art. 17, § 1º, da Instrução CVM 401/2003.
[679] Art. 15 da Instrução CVM 401/2003. Cumpre observar também que o prazo máximo para conclusão dos esforços de distribuição de CEPACs é de 2 anos a contar da publicação do anúncio de início da distribuição, nos termos do art. 17-A da instrução.

periódicas, como a discriminação da quantidade de CEPAC utilizados, o saldo remanescente e a área disponível para utilização do estoque de CEPAC[680]. Além disso, deverá imediatamente divulgar, por meio de aviso de fato relevante, a existência de estudos, projetos de lei ou quaisquer iniciativas que possam modificar o plano diretor ou aspectos da operação urbana consorciada[681].

Diferentemente de outras instruções normativas que tratam especificamente da oferta pública de determinados tipos de valores mobiliários, a Instrução CVM 401/2003 não prevê que a distribuição pública de CEPAC sem prévio registro na autarquia deva ser considerada como infração grave para os fins do § 3º do art. 11 da Lei 6.385/1976. Segundo a instrução, são infrações graves o descumprimento das obrigações de divulgação de informações periódicas e a contratação de instituição intermediária para participar da oferta e para fiscalizar a destinação dos recursos captados[682].

De 2003 até dezembro de 2017, a CVM registrou 5 operações urbanas consorciadas envolvendo os Municípios de Curitiba[683], São Paulo[684] e Rio de Janeiro[685]. Não há notícia no portal de operações urbanas consorciadas mantidas pela CVM na internet do encerramento de qualquer deles, que, portanto, continuam sujeitas ao disposto na Instrução CVM 401/2003[686].

8. Oferta pública de Certificados de Investimento Audiovisual (CAV): a Instrução CVM 260/1997

Certificados de Investimento Audiovisual (CAV) caracterizam-se como quotas representativas de determinado percentual sobre o resultado da exploração de direitos de comercialização de obras e projetos específicos da área audiovisual cinematográfica brasileira de produção independente, bem como de projetos de exibição, distribuição e infraestrutura técnica, apresentados por empresa brasileira de capital nacional[687].

---

680 Art. 7º, I, da Instrução CVM 401/2003.
681 Art. 7º, II, da Instrução CVM 401/2003.
682 Art. 19 da Instrução CVM 401/2003.
683 Operação Urbana Consorciada Linha Verde, no valor total de R$ 966 milhões.
684 Operações Urbanas Consorciadas Água Espraiada (R$ 1,125 bilhão), Faria Lima (R$ 715 milhões) e Águia Branca (R$ 3,39 bilhões).
685 Operação Urbana Consorciada da Região do Porto do Rio de Janeiro (R$ 2,574 bilhões).
686 Disponível em http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistrada. Acesso em 20/12/2017.
687 Art. 1º, *caput* e § 5º, da Lei 8.685/1993 e art. 1º, *caput*, da Instrução CVM 260/1997.

Por meio da emissão de CAV, a produtora independente ou a empresa brasileira de capital nacional procura captar junto ao público investidor recursos para a produção de obra cinematográfica ou projeto de exibição, distribuição e infraestrutura técnica, atribuindo aos investidores, em contrapartida à aquisição dos certificados de investimento, determinado percentual sobre a receita líquida que vier a ser obtida com a comercialização da obra ou projeto nos anos seguintes a seu lançamento, geralmente limitado a prazo por tempo determinado.

Os certificados de investimento audiovisual não conferem direito de crédito contra o emissor, nem são resgatáveis. Ao investidor cabe apenas o direito de participar de eventual lucro da exploração dos direitos de comercialização da obra ou do projeto financiando por meio da distribuição pública dos certificados durante o período de tempo previsto no certificado. Caso não exista saldo positivo a ser partilhado, o investidor não tem direito a reclamar a devolução do valor principal investido ou o pagamento de qualquer outro rendimento.

Em 1993, por meio da edição da Lei 8.685/1993 e do Decreto 974/1993, os certificados de investimento audiovisual foram introduzidos no ordenamento jurídico brasileiro.

Desde o início, o principal atrativo do investimento em CAV para o público investidor é a possibilidade de utilização do valor despendido na operação como despesa dedutível do imposto de renda, o que representará economia de impostos para as pessoas físicas ou jurídicas que optarem por essa modalidade de investimento[688]. Do ponto de vista dos emissores, a possibilidade de dedutibilidade do investimento no imposto de renda é uma vantagem adicional a ser oferecida aos potenciais adquirentes, o que, inclusive, pode ser tida como uma política pública do Estado brasileiro para incentivar a produção cinematográfica nacional.

Para além do benefício tributário e do fomento à indústria nacional de cinema e obras de audiovisual, o Decreto 974/1993 previu, em seu art. 2º, que os certificados de

[688] O art. 1º, § 2º, da Lei 8.685/1993 dispõe que a dedução do imposto de renda está limitada a 3% do imposto devido pelas pessoas físicas e a 1% do imposto devida pelas pessoas jurídicas.

investimento audiovisual são valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/1976, cabendo à CVM regulamentar a forma de emissão e de colocação de tais títulos no mercado de capitais.

Apesar de o Decreto 974/1993 ter sido revogado pelo Decreto 6.304/2007, o art. 4º, §1º, do novo diploma não apenas manteve a previsão de que CAVs constituem tipo de valores mobiliários, como também estendeu a competência da CVM para regulamentar a "distribuição, negociação e intermediação" de tais certificados nos mercados regulamentados de valores mobiliários.

Como se teve oportunidade de analisar anteriormente[689], a previsão em lei de que determinado título se qualifica como valor mobiliário e a circunstância de ser ofertado publicamente (requisito essencial em qualquer situação) são elementos suficientes para atrair a competência da CVM e a incidência de todas as regras que disciplinam a distribuição pública e a negociação de valores mobiliários[690].

De toda forma, antes de se prosseguir com a análise das particularidades da distribuição pública de certificados de investimento audiovisual, é interessante submetê-los ao teste da definição geral e teórica de valores mobiliários. A esse respeito, não é difícil verificar que tais títulos representam (1) oportunidade de investimento de recursos (2) em empreendimento coletivo (produção da obra audiovisual ou projeto de exibição, distribuição e infraestrutura técnica) (3) com a expectativa de obter retorno financeiro (participação nas receitas líquidas da exploração) (4) a ser obtido substancialmente a partir do esforço de terceiros (da produtora da obra audiovisual).

O 5º e último elemento da definição diz respeito justamente à oferta pública de distribuição, o que, de fato, ocorrerá quando as produtoras optarem por utilizar o mercado de capitais para captar parte ou a totalidade dos recursos de que necessitam para fechar o orçamento do projeto.

---

689 Cf. item 3 do Capítulo I da Parte II dessa dissertação.

690 A propósito, interessante observar que o Decreto 974/1993 não só determinou que os certificados de investimento fossem tratados como valores mobiliários, como estabeleceu que a CVM deveria regulamentá-los em até 60 dias a contar da data da publicação do decreto, que se deu em 8 de novembro de 2013. Com efeito, a primeira norma da CVM sobre o tema, a Instrução CVM 208, foi publicada em 7 de fevereiro de 1994, cerca de 90 dias após a publicação do decreto.

Por conseguinte, ainda que não existisse expressa previsão legal de que certificados de investimento audiovisual devem ser tratados como valores mobiliários, a análise de suas características apenas reforça que, desde que ofertados publicamente, podem ser perfeitamente classificados como valores mobiliários.

Atualmente, a Instrução CVM 260/1997 é a norma responsável por disciplinar a emissão, a distribuição, a negociação e a intermediação de operações com certificados de investimento audiovisual.

A instrução determina que toda e qualquer oferta pública de distribuição de certificado de investimento audiovisual deve ser levada a registro na CVM[691], com a elaboração e divulgação de prospecto e a participação obrigatória de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, independentemente do valor ou do público-alvo destinatário da colocação.

A esse respeito, curioso notar que o art. 9º, § 3º da Instrução CVM 260/1997 traz uma regra de natureza "substancial" ou de "mérito", ao determinar que os custos totais referentes à distribuição pública de certificados de investimento audiovisual não poderão exceder a 10% do montante da distribuição registrada[692].

Em nenhuma outra instrução normativa analisada para os fins de elaboração dessa dissertação identificou-se regra semelhante, que representa verdadeira e indevida intromissão da CVM na esfera privada de negociação comercial dos ofertantes e dos intermediadores financeiras no contexto de operação de captação de recursos via emissão e distribuição de certificados de investimento audiovisual.

Para a utilização de material publicitário no âmbito da oferta pública, a Instrução CVM 260/1997 determina que a área técnica da CVM deverá previamente analisar e aprovar seu conteúdo[693]. A despeito do risco de engessar as distribuições, não foi identificada

[691] Os documentos e informações que devem ser apresentados junto com o pedido de registro de oferta pública estão indicados no art. 4º da Instrução CVM 260/1997, entre os quais se destacam o prospecto.
[692] A respeito do embate entre a legislação de mérito e a de ampla divulgação de informações, vide item 1 do capítulo I da parte I dessa dissertação.
[693] Art. 15 da Instrução CVM 260/1997.

nenhum precedente julgado envolvendo pedido de dispensa desse requisito do registro na autarquia, o que talvez demonstre que esse não é um aspecto problemático nas ofertas de CAVs.

Apesar de exigir o registro de distribuição em todas as hipóteses de oferta pública, a Instrução CVM 260/1997 não prevê a obrigatoriedade de registro do emissor dos certificados na autarquia, seja para distribuição, seja para negociação em mercado secundário[694], o que representa mais um exemplo de dispensa de cumprimento do que dispõe o art. 21 da Lei 6.385/1965[695].

A instrução normativa também não determina a adoção da forma de sociedade por ações para as empresas emissoras[696]. Com efeito, a maioria das empresas emissoras adotam o tipo sociedade por quotas de responsabilidade limitada e eventual previsão em sentido contrário poderia limitar substancialmente a possibilidade de uso de CAVs como mecanismo de financiamento[697].

Assim como no caso dos CEPACs, a ausência de registro do emissor pode representar uma dificuldade adicional para a formação do mercado secundário de certificados de investimento audiovisual. Sem o estabelecimento de um fluxo de informações contínuo, o processo de formação pública dos preços acaba sendo comprometido, o que reflete na redução da liquidez do mercado, haja vista a desconfiança em torno da acuidade da precificação estabelecida, qualquer que seja ela.

---

694 Para que seja possível a negociação em mercado secundário, o §2º do art. 10 da instrução determina apenas que a oferta publica esteja encerrada e que a ANCINE tenha liberado os recursos captados. Adicionalmente, a Decisão Conjunta CVM/ANCINE nº 1/2004 dispõe que os certificados de investimento audiovisual oferecidos publicamente somente poderão ser negociados em mercado secundário após: (a) entrega da primeira cópia da obra audiovisual, no caso de projetos de produção cinematográfica, ou a entrega do primeiro relatório semestral, relativo aos rendimentos de comercialização, no caso de projetos de exibição, distribuição e infra estrutura técnica; (b) apresentação à ANCINE da prestação de contas final; e (c) autorização da ANCINE, publicada no DOU.

695 Outro exemplo é a Instrução CVM 476/2009, que dispensa o registro de emissor inclusive para negociação de valores mobiliários oferecidos com esforços restritos de distribuição em mercado secundário de mercado de balcão organizado e não organizado.

696 O art. 2º, §3º, I, da Lei 6.385/1976 dispõe que a CVM poderá exigir dos emissores de valores mobiliários a adoção da forma de sociedade limitada.

697 Conforme pesquisa realizada no portal de ofertas públicas da CVM. Disponível em http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistrada. Acesso em 20/12/2017.

Inclusive para tentar evitar a impossibilidade completa de formação do mercado secundário, e talvez como contrapartida à ausência de obrigatoriedade de registro do emissor de CAV, a Instrução CVM 260/1997 determina que o emissor deverá divulgar, imediatamente, aviso ou fato relevante a respeito de informações que possam impactar sua operação ou que estejam relacionadas a determinados eventos[698], assim como deverá disponibilizar, semestralmente, relatório contendo informações acerca dos rendimentos decorrentes da comercialização da obra audiovisual ou do projeto de exibição, distribuição e infraestrutura técnica, conforme o caso[699].

Apesar de tais previsões, o problema é que não parece existir uma cultura de divulgação pública de informações e dados por parte dos emissores de certificados de investimento audiovisual.

Com efeito, a própria CVM não dispõe de uma sessão em seu *website* para expor de maneira organizada as informações e os documentos que poderiam ser divulgados aos investidores de tais valores mobiliários e a Instrução 260/1997, quando se refere à elaboração e divulgação do relatório semestral, prevê apenas a obrigação de colocação do material à disposição dos titulares dos certificados de investimento "na sede da empresa emissora", mas não ao público investidor em geral[700].

Sem acesso a um conjunto mínimo e confiável de informações sobre a performance dos títulos, é difícil imaginar como o preço de certificados de investimento audiovisual poderia ser formado e negociações em mercados regulamentados de valores mobiliários serem realizadas[701].

Por ter sido editada antes da publicação da Instrução CVM 400/2003[702], todas as regras, particularidades e prazos do procedimento de registro, assim como a disciplina do

---

[698] Entre outros, o art. 26 prevê a obrigação de prestação de informações a respeito de eventuais pedidos de recuperação judicial, falência e outras informações assinaladas pela CVM.

[699] Art. 25 da Instrução CVM 260/1997.

[700] Art. 25, §1º. O art. determina ainda a remessa de cópias à CVM e à ANCINE na mesma data de divulgação, mas nem uma, nem outra parecem disponibilizar essa informação para o público investidor em geral ou qualquer outra pessoa que não os titulares dos próprios certificados.

[701] Os CAVs podem ser emitidos sob a forma nominativa ou escritural. Caso a opção do emissor seja pela forma nominativa, deverá manter livros de registro de transferência dos CAVs (cf. art. 22 da Instrução CVM 260/1997).

[702] Não parece ter existido até hoje interesse em reformular a Instrução CVM 260/1997 e equiparar os procedimentos nela previstas com o quanto disposto na Instrução CVM 400/2003. As únicas alterações

regime informacional mínimo a ser cumprido para assegurar a proteção dos investidores, estão previstas no próprio texto da Instrução CVM 260/1997. Também por essa razão, eventual recurso à Instrução CVM 400/2003 é apenas subsidiário e excepcional, nas situações em que a Instrução CVM 260/1997 for omissa ou incompleta.

Não se aplica às ofertas públicas de distribuição de certificados de investimento audiovisual o quanto disposto na Instrução CVM 476/2009, que regulamenta as ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, uma vez que CAVs não estão listados no rol exaustivo de valores mobiliários que podem ser distribuídas com base na Instrução CVM 476/2009[703].

Apesar disso, não parece existir motivo razoável pelo qual a Instrução CVM 476/2009 não deveria ser aplicável também às ofertas públicas de certificados de investimento audiovisual. Inclusive, parte das características das ofertas de certificados de investimento audiovisual, tais como a dispensa de registro de emissor e a previsão de um regime informacional menos rígido, se assemelham às particularidades das ofertas públicas de distribuição com esforços restritos.

A possibilidade de utilização da Instrução CVM 476/2009 ou a previsão de hipóteses de dispensa automática de registro de ofertas públicas de CAV conferiria mais agilidade para esse tipo de oferta pública e permitiria a CVM concentrar seus limitados recursos financeiros e de pessoal em ofertas públicas que representam mais riscos para o público-alvo investidor e para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários como um todo.

Atualmente, as ofertas públicas de certificados de investimento audiovisual representam o maior número de ofertas registradas CVM, mas o volume financeiro movimentado é o mais baixo entre as categorias de ofertas registradas na autarquia. Entre 2016 e 2017, por exemplo, foram registradas 84 ofertas, que representaram captação total de

realizadas na norma, em 2006 e em 2014, dizem respeito a aspectos pontuais, sem maiores efeitos para a compreensão da matéria, como, por exemplo, ajustes na norma para substituir as referências feita ao Ministério da Cultura pela Agência Nacional de Cinema.

[703] Conforme no art. 1º, § 1º, da Instrução CVM 476/2009.

recursos no valor de aproximadamente R$ 62,6 milhões[704]. A segunda espécie de ofertas públicas com menor volume de captação em tal mesmo período é o de cotas de FIP, que movimentou cerca de R$ 1,1 bilhão por meio de 4 ofertas[705].

A maioria das ofertas de CAV também é de pequeno valor quando individualmente consideradas, na média inferior a R$ 1 milhão, sendo que a menor oferta identificada nos últimos 10 anos teve valor total de R$ 17 mil[706] e a maior de R$ 4 milhões[707]. A propósito, a própria Lei 8.686/1993 limita em R$ 4 milhões o valor das captações de recursos por meio de distribuição de certificados de investimento audiovisual cujos investidores podem gozar de benefício fiscal[708].

Diante desse panorama, é importante questionar se faz sentido, no contexto da racionalidade da regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, continuar exigindo o registro de distribuição de toda e qualquer oferta pública de certificados de investimento coletivo.

Ainda que a finalidade do registro obrigatório seja proteger o público investidor das ofertas públicas de certificados de investimento audiovisual, destacar funcionários e despender tempo, energia e dinheiro para analisar ofertas de baixíssimo valor e risco regulatório não parecem estar alinhados com os objetivos e princípios gerais que norteiam as atividades e a atuação da CVM.

---

[704] Os dados completos entre 2007 e 2017 são os seguintes: (a) 2017 – Número de ofertas: 53. Valor: R$ 39.035.982,00; (b) 2016 – Número de ofertas: 31. Valor: R$ 23.590.844,00; (c) 2015 – Número de ofertas: 44. Valor: R$ 36.960.239,00; (d) 2014 – Número de ofertas: 52. Valor: R$ 53.496.812,00; (e) 2013 – Número de ofertas: 47. Valor: R$ 56.354.781,00; (f) 2012 – Número de ofertas: 121. Valor: R$ 143.550.536,00; (g) 2011 – Número de ofertas: 69. Valor: R$ 79.084.612,00; (h) 2010 – Número de ofertas: 75. Valor: R$ 90.872.187,00; (i) 2009 – Número de ofertas: 95. Valor: R$ 124.191.783,00; (j) 2008 – Número de ofertas: 115. Valor: R$110.269.545,00; (k) 2007 – Número de ofertas: 151. Valor: R$ 164.640.611,77. Dados disponíveis em: http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistrada. Acesso em 20/12/2017.

[705] Dados disponíveis em: http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistrada. Acesso em 20/12/2017.

[706] Referente ao filme "O Dono do Mar", registrada em 20/07/2007. Disponível em http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistrada. Acesso em 20/12/2017.

[707] Referente aos filmes "As aparências enganam" e "A Torre", registradas em 01/12/2008 e 09/12/2014, respectivamente. Disponível em http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=ofertaregistrada. Acesso em 20/12/2017.

[708] Art. 4, § 2º, II.

Com efeito, considerando as limitações a que todo órgão público fiscalizador brasileiro está sujeito, se espera maior dedicação e foco em questões mais relevantes e sensíveis para o mercado regulado por tal autoridade.

No caso das ofertas públicas de certificados de investimento audiovisual, o histórico que se tem observado até aqui é de uma verdadeira enxurrada de requerimentos de registro de distribuição, que individualmente, e mesmo no cômputo total, movimentam poucos recursos.

Ainda que possam vir a acontecer fraudes ou infrações à legislação de regência nas ofertas públicas de CAV, é necessário reconhecer que o eventual impacto para o funcionamento adequado do mercado não parece ser significativo a ponto de justificar a manutenção do atual regime de registro obrigatório da Instrução CVM 260/1997.

Da mesma forma como a CVM tem feito com outras modalidades de ofertas públicas de valores mobiliários de baixo valor e reduzida preocupação regulatória, como é o caso das ofertas públicas de *equitycrowdfunding*, já é tempo de empreender esforços de revisão e atualização da Instrução CVM 260/1997 de modo a compatibilizá-la com a racionalidade que deve guiar um sistema de registros e dispensas de requisitos ou registros de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

9. Oferta pública de valores mobiliários de sociedades empresárias de pequeno porte: a Instrução CVM 588/2017

Em 13 de julho de 2017, foi publicada a Instrução CVM 588/2017, que dispõe a respeito das ofertas públicas primárias de distribuição de valores mobiliários de sociedade empresária de pequeno porte realizada com dispensa de registro, assim como regula o registro de plataformas eletrônicas de investimento na CVM e a constituição de sindicatos de investimento.

A instrução normativa foi criada com o objetivo específico de disciplinar as iniciativas de *investment-based crowdfunding*, também conhecido como campanhas de investimento coletivo, por meio do qual se busca atingir o maior número de pessoas possível,

solicitando a cada uma delas aporte de recursos de pequena monta, geralmente não muito relevante vis a vis seu patrimônio pessoal.

Por teoricamente[709] não ter por objeto valores mobiliários, a norma da CVM expressamente excluiu de sua área de incidência as campanhas de investimento coletivo na qual o eventual retorno atribuído ao investidor venha a se dar por meio da entrega de brindes, recompensas, bens ou fruição de serviços prestados pelo emissor[710]. Também não se aplica qualquer regra da CVM quando os recursos dos investidores forem transferidos a título de doação.

A instrução normativa não é extensível às ofertas públicas secundárias de valores mobiliários de emissão de sociedades de pequeno porte[711], tanto que a CVM proibiu as plataformas eletrônicas de investimento de realizarem qualquer tipo de atividade relacionada ao mercado secundário[712].

Desde que não envolva distribuição de valores mobiliários, a Instrução CVM 588/2017 também não se destina a regular as atividades de concessão ou intermediação de operações de empréstimos de pessoas físicas a pessoas físicas ou jurídicas por meio da internet, problema, aplicativo ou mecanismo eletrônico, que estão, em princípio, sujeitos à tutela do BCB[713].

Antes da edição da Instrução CVM 588/2017, as ofertas públicas de pequeno valor eram reguladas por meio da aplicação da própria Instrução CVM 400/2003[714] e seu alcance

---

[709] A esse respeito, vide discussão do item 3 do capítulo I dessa parte II da dissertação.
[710] Art. 2º, § 1º, da Instrução 588/2017.
[711] "*Nesse momento, não faz parte do escopo dessa norma permitir ofertas secundárias de investidores e a CVM exige que, no material informativo das ofertas, estejam claros os riscos de liquidez envolvidos na aquisição desses títulos*.". Relatório de Audiência Pública SDM 06/2016, datado de 13 de julho de 2017, extraído do Processo CVM RJ2013/11877.
[712] Art. 28, X, da Instrução CVM 588/2017.
[713] Art. 1º, § 2º, da Instrução CVM 588/2017. Em 30 de agosto de 2017, o BCB colocou em audiência pública minuta para discutir a regulação das sociedades especializadas em operações de empréstimo por meio de plataforma eletrônica. Caso aprovada, a regulação do BCB passará a disciplinar as *fintechs* por meio de duas modalidades: (a) as Sociedades de Crédito Direto (SCDs), caracterizadas como instituições financeiras que realizem empréstimos a partir de capital próprio, exclusivamente por meio de plataformas eletrônicas; e (b) as Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEPs), também caracterizadas como instituições financeiras, porém, diferentemente das SCDs, que realizam empréstimos com capital próprio, as SEPs apenas fazem a intermediação, em operações usualmente denominadas "*peer to peer*". Edital de Consulta Pública 55/2017, de 30 de agosto de 2017.
[714] Art. 5º, III, da Instrução CVM 400/2003.

estava limitado às microempresas e empresas de pequeno porte, conforme definido na legislação tributária de regência, que não podiam ter faturamento anual superior a R$ 360 mil (microempresa) ou R$ 3,6 milhões (empresa de pequeno porte) para se valer da dispensa de registro de distribuição[715].

A limitação contida na Instrução CVM 400/2003 era extremamente prejudicial não só porque os gatilhos de valor eram muito baixos, mas também porque excluía a possibilidade de sociedades anônimas utilizarem-se da dispensa automática de registro[716], o que impedia a utilização de estruturas de governança mais adaptadas para o mercado de capitais pelos emissores, assim como a colocação de determinados tipos de valores mobiliários sem registro, como as debêntures[717].

Atualmente, a Instrução CVM 400/2003 não se aplica, nem mesmo subsidiariamente, às regras e procedimentos previstos na Instrução CVM 588/2017, que inaugurou uma via inteiramente nova de distribuição pública de valores mobiliários com dispensa automática de registro[718].

Isso não significa dizer que as sociedades empresárias de pequeno porte não possam se valer, se assim o desejarem, dos procedimentos de distribuição previstos na Instrução CVM 400/2003 ou na Instrução CVM 476/2009. É apenas preciso deixar claro que, diferentemente do que ocorre em outros regimes especiais de distribuição de valores mobiliários, no caso das ofertas públicas com dispensa de registro de que trata a Instrução CVM 588/2017 todo as disposições referentes à oferta pública estão contidas na própria norma, não se fazendo necessário recorrer a regras externas.

Nos termos da Instrução CVM 588/2017, qualquer sociedade empresária constituída no Brasil e registrada em Junta Comercial, sob a forma de sociedade por quotas de responsabilidade limitada ou sociedade anônima, poderá realizar oferta pública de distribuição de valores mobiliários em plataforma eletrônica de investimento, desde que no

[715] Art. 3º, I e II, da Lei Complementar 123/2006.
[716] As sociedades anônimas não podem ser tratadas como microempresa ou empresa de pequeno porte por expressa exclusão legal prevista no art. 3º, §4º, X, da Lei Complementar 123/2006.
[717] As debêntures são títulos de emissão de sociedades por ações, não sendo admitida sua utilização por sociedades por quotas de responsabilidade limitada.
[718] Art. 1º, § 1º, da Instrução CVM 588/2017.

ano imediatamente anterior ao da oferta em questão sua receita bruta anual total não tenha superado R$ 10 milhões[719].

Além da dispensa do registro de distribuição, a sociedade empresária que se servir da Instrução CVM 588/2017 para distribuir publicamente seus valores mobiliários também está dispensada de registro de emissor na CVM, consoante o art. 7º, VIII, da Instrução CVM 480/2009.

Ao utilizar o termo "sociedade empresária" e exigir o registro na Junta Comercial, a CVM propositadamente afastou do âmbito da Instrução CVM 588/2017 outras organizações empresárias que poderiam pleitear a aplicação da norma, entre as quais destacam-se empresários individuais, empresas individuais de responsabilidade limitada (EIRELI) e sociedades em conta de participação (SCP)[720].

Se consideramos que a CVM tem competência para exigir que todo e qualquer emissor de valores mobiliários adote a forma de sociedade por ações[721], a limitação prevista na instrução normativa não está fora de esquadro. É, na realidade, compatível com o objetivo final de proteção do público investidor, uma vez que estruturas mais simples de exercício da atividade empresarial, como é o caso de empresários individuais e das EIRELIs, não comportam, nem foram pensadas para servir como meio de organização de interesses de múltiplos agentes, como ocorreria em um cenário de campanha de investimento coletivo bem-sucedida, na qual vários investidores adquirissem os valores mobiliários ofertados.

Ainda a esse respeito, no âmbito das discussões da audiência pública que culminou com a publicação da Instrução CVM 588/2017, a autarquia expressamente rechaçou a proposta de alguns participantes de estender o regime de oferta pública dispensa de registro

[719] Art. 2º, III, da Instrução CVM 588/2015. Se a sociedade empresária de pequeno forte for controlada por outra pessoa jurídica ou por fundo de investimento, o limite de receita bruta anual a ser considerada será o do grupo de entidades que estejam sob controle (cf. art. 2º, § 3º). Caso, por outro lado, a sociedade empresária não tenha operado 12 meses no exercício social encerrado no ano anterior à oferta, o limite de faturamento será proporcional ao número de meses em que tiver exercido atividade (ou seja, aproximadamente R$ 833 mil por mês) (cf. art. 2º, § 2º).

[720] Relatório de Audiência Pública SDM 06/2016, datado de 13/07/2017, extraído do Processo CVM RJ2013/11877. Segundo a autarquia, sociedades de "natureza contratual", como seria o caso das SCPs, oferecem "*riscos demasiadamente altos para os investidores, como, por exemplo, uma separação patrimonial clara entre o patrimônio da sociedade e dos sócios e a falta de formalização da sociedade, o que aumenta muito a chance de fraudes*".

[721] Art. 2º, § 3º, I, da Lei 6.385/1965.

para as ofertas de cotas de FIP. Segundo a autarquia, além das diferentes características entre uma modalidade de investimento e a outra, possibilitar a distribuição de cotas de FIP via Instrução CVM 588/2017 "*seria uma concorrência desleal para os empreendedores de pequeno porte, que passariam a ter que competir pelos recursos com fundos de investimento que oferecem diversificação de risco e contam com uma equipe de especialistas para analisar os negócios de diferentes empreendedores de pequeno porte*."[722].

Elementos como dispensa de registro de distribuição e dispensa de registro de emissor apontam, em regra, para um tipo de oferta pública de distribuição de valores mobiliários em que a necessidade de proteção do público investidor por meio da imposição da política de ampla divulgação de informações se faz menos presente.

Com efeito, as limitações ao valor máximo total da oferta e ao valor máximo de investimento por cada investidor, a criação das plataformas eletrônicas de investimento e a imposição a elas de uma série de deveres e obrigações típicas de *gatekeeper* e as limitações dos meios pelos quais os valores mobiliários de sociedades empresárias de pequeno porte podem ser distribuídos justificam a disciplina das dispensas de registro e de contratação de instituição intermediária distribuidora estabelecida na Instrução CVM 588/2017.

No que concerne o valor total da oferta, a norma determina que nenhuma distribuição de valores mobiliários com dispensa automática de registro poderá ter valor alvo de captação superior a R$ 5 milhões de reais. Esse limite deve ser observado durante todo o ano calendário. Assim, se o ofertante tiver interesse em realizar mais de uma oferta no mesmo ano, ainda que observe o prazo de 120 dias de interregno entre o encerramento da oferta anterior e o início da posterior, a soma das captações deverá estar também abaixo do limite de R$ 5 milhões[723].

Os recursos captados pela sociedade empresária de pequeno porte por meio de oferta pública dispensada de registro de que trata a Instrução CVM 588/2015 não podem ser utilizados para a realização de (a) operações de fusão, incorporação de ações e aquisição de participação em outras sociedades, (b) aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores

[722] Relatório de Audiência Pública SDM 06/2016, datado de 13/07/2017, extraído do Processo CVM RJ2013/11877.
[723] Art. 3º, I, §§ 3º e 4º, da Instrução CVM 588/2015.

mobiliários de emissão de outras sociedades ou (c) concessão de crédito a outras sociedades[724].

Segundo a autarquia, tais destinações de recursos "[...] *não se coadunam com as dispensas de registro da oferta e do emissor que estão sendo concedidas, pois o investidor estaria investindo indiretamente em outras sociedades que não a emissora, e sem quaisquer elementos para analisar tais empresas, suas estruturas societárias, suas operações, risco de crédito, etc., algo que demandaria um nível de sofisticação e diligência por parte do investidor que não é esperado neste tipo de oferta.*"[725].

Por sua vez, o montante total passível de investimento por cada individuo ou entidade legal não poderá superar R$ 10 mil por ano calendário, considerando-se, para fins de apuração do limite, todas as ofertas públicas de valores mobiliários de sociedades empresárias realizadas com dispensa de registro de que o investidor venha a participar[726].

Excetuam-se desse limite os investimentos realizados pelo investidor líder[727] e por investidores qualificados, que não estão sujeitos a qualquer restrição, e o investidor cuja renda bruta anual ou montante total de investimentos financeiros superar R$ 100 mil, caso em que o limite anual de investimento será aumentado para até 10% do que for maior entre a renda bruta anual ou o montante total de investimento financeiros[728].

Desde que observados os limites de faturamento do emissor e de aporte de recursos pelo investidor, assim como a forma societária adotada pela empresa emissora, qualquer tipo de valor mobiliário é passível de distribuição por meio de oferta pública de sociedade empresária de pequeno porte com dispensa automática de registro, inclusive contratos de investimento coletivo, o que pode configurar uma interessante alternativa para os emissores que queiram escapar do âmbito de aplicação da Instrução CVM 296/1998[729].

---

[724] Art. 3º, V, da Instrução CVM 588/2017.
[725] Relatório de Audiência Pública SDM 06/2016, datado de 13/07/2017, extraído do Processo CVM RJ2013/11877.
[726] Art. 4º, *caput*, da Instrução CVM 588/2017.
[727] O investidor líder é definido como a pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência de investimento em sociedades empresárias de pequeno porte, autorizado a liderar sindicado de investimento participativo com o objetivo de reduzir a assimetria informacional entre emissores e investidores em geral (art. 2º, VI da Instrução CVM 588/2017).
[728] Art. 4º, I, II e III, da Instrução CVM 588/2017.
[729] A esse respeito, vide discussão do item 11, abaixo.

As ofertas públicas de valores mobiliários de sociedades empresarias devem ser realizadas em uma única plataforma eletrônica de investimento e exclusivamente em seu ambiente eletrônico[730], sendo vedada a realização de esforços de venda ou de colocação dos valores mobiliários por qualquer outro meio que não o eletrônico[731], exceto na hipótese de encontros presenciais ou virtuais fora da plataforma de investimento em que todas as comunicações sejam gravadas e possam ser verificadas e supervisionadas por parte da CVM, além do cumprimento de outras obrigações relacionadas ao modo de divulgação de informações[732].

Em razão das atividades e atribuições previstas na Instrução CVM 588/2017 como de competência e responsabilidade das plataformas eletrônicas de investimento no âmbito das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários realizadas com dispensa automática de registro[733], que resultam em sua qualificação como verdadeiros *gatekeeper* dessa modalidade de oferta[734], a CVM passou a exigir o seu prévio registro na autarquia.

---

[730] Art. 5º, *caput*, e art. 11º, *caput*, da Instrução CVM 588/2017. Plataforma eletrônica de investimento é a pessoa jurídica constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual de encontro entre investidores e emissores (Art. 2º, III, da Instrução CVM 588/2017). Os requisitos e procedimentos de registro estão previstos no art. 13 e seguintes da Instrução CVM 588/2017.

[731] O art. 28, veda, por exemplo, a realização de negociação em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, assim como a procura de investidores por meio de contato telefônico.

[732] Art. 11, § 2º. As comunicações realizadas fora da plataforma também devem (a) conter informações consistentes com as informações da oferta existentes no ambiente eletrônico da plataforma; (b) não utilizar documentos que não constem dos materiais da oferta existentes no ambiente eletrônico da plataforma; (c) orientar os investidores de que a confirmação de investimento deve ser dar exclusivamente pela plataforma.

[733] Entre outras, as seguintes obrigações devem ser observadas pelas plataformas eletrônicas: (a) verificar o cumprimento das regras e procedimentos previstos na Instrução CVM 588/2017 como condição para a realização da oferta pública com dispensa automática de registro (art. 3º); (b) verificar o montante total aplicado pelo investidor em ofertas conduzidas em seu ambiente e obter declaração de enquadramento nas condições aplicáveis em caso de investidor líder, investidor qualificado ou investidor com renda bruta anual ou montante total de investimentos financeiros superior R$ 100 mil (art. 4º, parágrafo único); (c) manter ativo website contendo informações sobre as ofertas realizadas em seu ambiente eletrônico, tais como procedimentos e conjunto de documentos jurídicos (art. 8º); (d) diligenciar para que as informações prestadas pela sociedade empresária de pequeno porte sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada (art. 19, I, b); manter registro da participação de cada investidor nas ofertas conduzidas em seu ambiente eletrônico (art. 19, III);

[734] "*Como comentado no edital, ao considerar a possibilidade de atuação da plataforma na distribuição de valores mobiliários, a CVM entendeu necessário que essa cumpra o papel de gatekeeper, assumindo um conjunto de responsabilidades perante os investidores e a CVM.* [...] *Nesse contexto, a CVM entende que o exercício do papel de gatekeeper consiste em envidar seus melhores esforços para assegurar que as informações prestadas pelo emissor são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes.".* Relatório de Audiência Pública SDM 06/2016, datado de 13/07/2017, extraído do Processo CVM RJ2013/11877.

Neste ponto, interessante notar que alguns dos deveres atribuídos às plataformas eletrônicas de investimento se distanciam sensivelmente das obrigações geralmente exigidas de instituições intermediárias em ofertas públicas[735], entre as quais destacam-se a exigência de que a sociedade empresária ofertante assegure aos investidores direito de venda conjunta, nos mesmos termos comerciais e preço, na hipótese de alienação do controle da sociedade de pequeno porte ou da venda da participação, total ou parcial, do investidor líder na sociedade[736].

Por mais que traz regras tenham por finalidade proteger os investidores, atribuindo-lhes uma saída de liquidez em determinados eventos, sua natureza obrigatória evidencia mais um exemplo de intromissão indevida da CVM na seara de negociação comercial entre as partes envolvidas em uma oferta pública, neste caso a sociedade emissora, os investidores e o investidor líder.

Até que a oferta esteja encerrada e seja confirmado o seu êxito[737], os recursos captados não podem ser transferidos para o emissor. Até lá, nenhum valor captado por meio da utilização da plataforma eletrônica de investimento pode também transitar por contas correntes da plataforma, do investidor líder ou de seus sócios, administradores, pessoas ligadas e empresas controladas por esses[738].

Outra novidade introduzida pela Instrução CVM 588/2017 é a possibilidade de formação de "sindicato de investimento participativo", por meio, ou não, da constituição de um veículo de investimento formal, por meio do qual se faça reunião de uma série de investidores, vinculados a um investidor líder, com o objetivo de realizar investimentos em sociedades empresárias de pequeno porte.

Entre outros requisitos[739], a utilização de sindicatos de investimento participativo não pode representar para o investidor riscos adicionais aos que já estaria sujeito se realizasse

[735] Outro exemplo é a dispensa da observância da regulamentação específica sobre a verificação da adequação de produtos, serviços e operações ao perfil do cliente (art. 48 da Instrução CVM 588/2017).
[736] Art. 19, I, f e h, da Instrução CVM 588/2017.
[737] Assim como ocorre com as ofertas públicas disciplinadas pela Instrução CVM 400/2003, em caso de suspensão ou cancelamento da oferta, ao investidor é assegurado o direito de restituição integral dos valores investidos (art. 7º da Instrução CVM 588/2017).
[738] Art. 5º, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM 588/2017.
[739] A constituição de um veículo formal de investimento deve observar as seguintes restrições adicionais: (a) cada veículo somente pode participar de uma oferta pública dispensada de registro nos termos da instrução,

o investimento individualmente, nem risco de crédito diferente do risco de crédito da sociedade empresária de pequeno porte ofertante.

A partir da formação de sindicatos de investimento participativo, espera-se reduzir a assimetria informacional que existe entre emissores e a maioria dos investidores por meio do trabalho de aproximação e divulgação de informações a ser realizado pelo investidor líder, a quem compete, por exemplo, atuar como interlocutor entre a sociedade empresária de pequeno porte e o sindicato de investimento participativo[740].

Em substituição ao prospecto das ofertas públicas da Instrução CVM 400/2003, a Instrução CVM 588/2017 exige que o ofertante disponibilize uma espécie de lâmina com as informações essenciais da oferta, contendo, por exemplo, dados sobre a sociedade emissora e informações sobre seu plano de negócios, informações sobre o valor mobiliário ofertado, alerta sobre riscos e situações de potencial conflito de interesses, inclusive com destaque a remuneração devida à plataforma eletrônica de investimento[741].

Após o término da oferta, o emissor deverá cumprir com o regime informacional que tiver acordado com a plataforma eletrônica de investimento e com os emissores. A CVM não exige que sejam disponibilizados determinado conjunto de informações ou documentos, deixando tal determinação à livre negociação das partes. Justamente no campo em que historicamente mais importa à CVM em termos de política regulatória, sua postura é mais flexível e branda[742].

---

sendo vedada a aquisição de valores mobiliários de emissão de mais de uma sociedade empresária de pequeno porte; (b) o veículo deve garantir tratamento equitativo a todos os investidores que nele participarem; (c) o veículo deve possuir regras de governança que assegurem a participação dos investidores na hipótese de necessidade de deliberações referentes à sociedade empresária de pequeno porte investida ou aos valores mobiliários por esta emitidas; (d) na hipótese de conversão ou alienação do investimento realizado pelo veículo na sociedade empresária de pequeno porte, deve ser assegurado aos investidores o direito de receber sua parcela em dinheiro ou em valores mobiliários, no prazo máximo de até 30 dias (cf. art. 33 da Instrução CVM 588/2017).

740 Art. 35, § 3º, II, da Instrução CVM 588/2017.

741 Anexo 8 da Instrução CVM 588/2017.

742 A esse respeito, a CVM comentou o seguinte no Relatório de Audiência Pública SDM 06/2016, datado de 13/07/2017, extraído do Processo CVM RJ2013/11877: "*A Comissão concorda com os participantes que devem ser fornecidas informações que propiciem aos investidores o acompanhamento das atividades das sociedades empresárias de pequeno porte. Contudo, em função de sua experiência com o fornecimento de informações de companhias abertas, a CVM compreende que um regime informacional mais descritivo e robusto muitas vezes representa um custo desproporcional para os emissores menores e demanda um nível de estrutura, organização e controles internos que, na maioria das vezes, não é encontrado nas sociedades que serão objeto das ofertas promovidas por meio do mecanismo de crowdfunding de investimento. Adicionalmente, a Comissão avalia que empresas em diferentes estágios de desenvolvimento serão destinatárias da norma e seria inconveniente estabelecer um parâmetro que poderia ser alto para muitos*

De novo, a crítica que se faz sobre esse aspecto não é a respeito de necessidade de mais rigidez no cumprimento de um amplo regime informacional por parte das sociedades de pequeno porte, mas sim no posicionamento inconsistente da autarquia, que ora prefere uma abordagem menos intrusiva, mas em diversas outras oportunidades determina a observância de regras que importam apenas à negociação privada, como a exigência de *tag along* na venda de controle ou de participação do investidor líder.

Vale lembrar que até mesmo para as ofertas públicas de CAV, a CVM exige a divulgação de informações periódica após a conclusão do procedimento de distribuição segundo regras mínimas, que mostrem ao público investidor o desenvolvimento das atividades de exploração comercial dos direitos sobre as obras audiovisuais que receberam aportes de recursos do público investidor[743].

De outro lado, com o objetivo de proteger os investidores, a Instrução CVM 588/2017 estabelece que nenhuma nova oferta pública poderá ser realizada pelo investidor que estiver em descumprimento com a obrigação de divulgação contínua de informações[744]. Inclusive, é obrigação das plataformas eletrônicas de investimento a divulgação pública de lista contendo o nome das sociedades empresárias de pequeno porte que estejam inadimplentes com o envio de informações periódicas[745].

Em razão do pouco tempo decorrido desde a sua edição, ainda é difícil avaliar quais problemas e dificuldades emissores, plataformas e investidores podem vir a ter com a aplicação da Instrução CVM 588/2017. De toda a forma, esse é um mercado que vem crescendo e chamando atenção nos últimos anos. Com efeito, de janeiro de 2015 até dezembro de 2017 foram realizadas 163 ofertas públicas de distribuição com dispensa de registro de sociedades empresárias de pequeno porte, que resultaram na captação de

---

e baixo para outros. Nesse momento, portanto, considerando os custos regulatórios envolvidos na prestação mandatória das informações sugeridas e que as informações relevantes relativas a determinado emissor estarão sendo definidas a cada oferta em função de suas particularidades, a Autarquia entende que endereçou o regime de proteção mínimo para os investidores e opta uma abordagem menos impositiva, preferindo manter a redação proposta de deixar a cargo desses emissores, no momento da oferta, a determinação de quais informações serão prestadas para os investidores em função de seu estágio de desenvolvimento e ramo de atuação.".

743 A esse respeito, vide item 8, capítulo VI, parte II dessa dissertação.

744 Art. 3º, § 5º, da Instrução CVM 588/2017.

745 Art. 24 da Instrução CVM 588/2017. O parágrafo único do mesmo artigo prevê que restará caracterizada a inadimplência quando o atraso no envio das informações for superior a 15 dias.

aproximadamente R$ 65,5 milhões[746]. Até o final de 2014, nenhuma oferta desse tipo havia sido reportada à CVM.

10. Oferta pública de Certificado de Operações Estruturadas (COE): a Instrução CVM 569/2015

O Certificado de Operações Estruturados (COE) foi introduzido no ordenamento jurídico pátrio por meio da Lei 12.249/2010, que em seu art. 43 o definiu como título de emissão de instituições financeiras "*representativo de operações realizadas com base em instrumentos financeiros derivativos*".

Pouco mais de três anos depois da publicação da Lei 12.249/2010, o Conselho Monetário Nacional aprovou a Resolução 4.263/2013, que passou a disciplinar as condições de emissão de COE e a detalhar suas particularidades e traços diferenciadores de outros produtos financeiros.

Em 2014, o COE passou a constar da lista de valores mobiliários passíveis de distribuição com esforços restritos da Instrução CVM 476/2009[747] e, em 2015, por meio da publicação da Instrução CVM 569/2015, a CVM disciplinou a modalidade de oferta pública de COE com dispensa de registro de distribuição.

Em termos gerais, COE pode ser definido como instrumento de emissão privativa de determinadas espécies de instituição financeira[748] por meio do qual o investidor, em contrapartida ao investimento de recursos[749], passa a ter o direito a receber determinada remuneração calculada com base na performance de certos índices, títulos ou ativos negociados em mercado e que passam a estar referenciados no COE.

---

[746] Os dados completos são os seguintes: (a) 2015: número de ofertas: 1. Valor total movimentado: R$ 250.000,00; (a) 2016: número de ofertas: 108. Valor total movimentado: R$ 48.044.932,00; e (c) 2017: número de ofertas: 54. Valor total movimentado: R$ 17.714.927,00. Dados disponíveis em: http://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta. Acesso em 23/12/2017.

[747] Art. 1º, § 1º, X, cuja redação foi introduzida pela Instrução CVM 551/2014.

[748] O art. 1º da Resolução 4.263/2013, com a redação dada pela Resolução 4.536/2016, prevê que os COEs são título de emissão de bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, caixas econômicas e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

[749] Para mitigar a eventual utilização de COE como instrumento especulativo, o § 1º do art. 2º determina que o valor nominal de investimento deve ser *significativamente* superior a remuneração que possa vir a ser paga no cenário de resultado mais provável do certificado.

Os índices, títulos ou ativos não servem de lastro do COE, como ocorre com os títulos de securitização (CRI e CRA, por exemplo), mas são apenas a base ou referência a partir da qual será apurada eventual remuneração a ser paga ao investidor pela instituição financeira.

Em razão da subordinação da remuneração do COE à performance ou à ocorrência de determinados eventos com os ativos nele referenciados[750], o art. 2º da Resolução 4.263/2013 dispõe que tais certificados se caracterizam por ter uma "*estrutura de rentabilidade que apresente características de instrumentos financeiros derivativos*"[751].

Os COEs podem ser emitidos em duas modalidades, segundo a estrutura de rentabilidade acordada entre o investidor e a instituição financeira:

(a) COE com valor nominal protegido: modalidade de investimento na qual o investidor tem a garantia de que se os eventos de pagamento da remuneração não vierem a se verificar por qualquer razão, no vencimento do título a instituição financeira será obrigada a devolver o valor nominal do investimento inicial; e

(b) COE com valor nominal em risco: modalidade de investimento na qual o investidor tem a garantia de recebimento de apenas uma parcela do valor nominal originalmente investido, caso não se verifique nenhum dos eventos de pagamento de remuneração acordados até o final do prazo de vencimento do certificado.

[750] O art. 6º da Resolução 4.263/2013 autoriza a utilização de índices de preços, índices de títulos, índices de valores mobiliários, taxas de juros, taxas de câmbio, valores mobiliários e outros ativos subjacentes como referenciais do COE, desde que tenham série ou cotação, conforme aplicável, regularmente calculada e que seja objeto de divulgação pública. Por outro lado, o art. 8º veda o referenciamento de COE em operações de crédito, títulos de crédito, instrumentos de securitização e derivativos de crédito. A restrição não se aplica apenas a debêntures, títulos de dívida privada emitidas no mercado internacional e títulos da dívida pública interna e externa de emissão do tesouro nacional, desde que, nesses casos, sejam objeto de oferta pública e sejam negociados de forma ativa e frequente.

[751] Apenas para ilustrar, uma modalidade de COE bastante comum é a denominada de "*Autocallable*". Por meio dela, o investidor transfere determinado montante de recursos ao banqueiro e negocia a remuneração que lhe será devida segundo a performance de determinados valores mobiliários no mercado, como ações de companhia aberta registrada no Brasil ou no exterior. A depender da variação do valor das ações escolhidas para compor os ativos referenciados no COE e do momento em que os eventos escolhidos pelas partes se realizarem (variação acima de determinado % em X meses), a instituição financeira se compromete a pagar certa remuneração ao investidor. Se os eventos não se realizarem no período acordado, a instituição financeira pode ser obrigada a devolver até totalidade do valor investido, a depender da modalidade de COE.

Tanto na modalidade de COE com valor nominal protegido, quanto para o COE com valor nominal em risco, o investidor corre exclusivamente o risco de crédito da instituição financeira, sem direito a recorrer ao Fundo Garantidor de Crédito em eventual situação de inadimplemento[752].

A circunstância de o COE ser título de emissão exclusiva de determinadas instituições financeiras, cuja obrigação de pagamento de principal e de eventual remuneração está igualmente atrelada à capacidade financeira de tais instituições, é o primeiro ponto que chama atenção e interessa à análise da regulação das ofertas públicas realizada neste trabalho.

Como já tivemos oportunidade de expor, a Lei 6.385/1965 expressamente excluiu do âmbito de competência da regulação da CVM os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, com exceção das debêntures[753]. Assim, por mais que tais títulos na essência possam ser considerados como valores mobiliários, na prática não estarão submetidos ao mesmo regime jurídico dos valores mobiliários, mas sim à regulação do BCB, em razão de expressa determinação legal.

No caso dos COEs, em nenhum momento em que se discutiu com os participantes do mercado o texto da Instrução CVM 569/2015 a CVM se manifestou a respeito da questão de que talvez não tivesse competência regulamentar para disciplinar as ofertas públicas de tais títulos, seja em razão da incidência do art. 2º, §1º, II, da Lei 6.385/1976, seja porque talvez faltasse algum dos requisitos da definição geral de valores mobiliários.

No que diz respeito à eventual sobreposição da atuação normativa da CVM sob a competência da BCB, o art. 18 da Resolução 4.263/2013 prevê que ambos, CVM e BCB, estão "*autorizados a estabelecer critérios e a adotar medidas complementares necessárias à execução do disposto nesta Resolução*", o que parece ser o reconhecimento de que a CVM precisava do BCB para poder atuar na regulação das ofertas públicas de distribuição de COE.

[752] Conforme explicitado no art. 7º, II e XVII, da Instrução CVM 569/2015.
[753] Art. 2º, §1º, II, da Lei 6.385/1976.

Por mais que a Resolução 4.263/2013 de fato abra espaço no campo infra legal para CVM disciplinar as ofertas públicas de COE, é necessário reconhecer que a regulação editada pela autarquia pode vir a ser considerada ilegal caso prevaleça, em eventual discussão futura, o entendimento de que COE é uma espécie de título cambial de responsabilidade de instituição financeira.

Isso porque as resoluções do CMN não têm força de lei e não podem dispor de maneira contrária ao que determina a Lei 6.385/1976.

Importante lembrar, neste ponto, o caso das distribuições públicas de letras financeiras, que, por mais que pudessem se qualificar também como títulos cambiais de emissão e responsabilidade de pagamento de instituição financeira, passaram a estar sujeitas ao poder normativo da CVM pela expressa previsão contida art. 39 da Lei 12.249/2010. Essa, aliás, é a mesma lei que criou o COE.

Quanto ao enquadramento das características do COE à definição geral de valores mobiliários, entende-se estarem preenchidos todos os requisitos previstos no art. 2º, inciso IX da Lei 6.385/1976, conforme construído pela doutrina e pelos precedentes da CVM.

Com efeito, COE é um título (1) passível de ser ofertado publicamente (por instituições financeiras a seu correntistas) (2) por meio do qual se realiza investimento de recursos (COE é comercializado por determinado valor nominal de face) em (3) empreendimento comum ou coletivo (isto é, nas próprias atividades e negócios da instituição financeira) com a expectativa de (4) obter retorno financeiro (remuneração atrelada à performance dos ativos subjacentes ao COE) a ser gerado (5) substancialmente a partir do esforço de terceiros (a remuneração depende apenas da verificação das hipóteses de pagamento e do risco de crédito da instituição financeira).

O problema parece estar mesmo, portanto, na exclusão dos títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira.

Superados esses breves apontamos a respeito do risco de eventual descaracterização de COE como um tipo de valor mobiliário, passamos à análise dos principais aspectos da Instrução CVM 569/2013 no que importa a este trabalho.

A instrução estabelece regras a serem observadas para a realização de oferta pública de distribuição de COE com dispensa de registro nas condições em que especifica, mas não exclui a possibilidade do emissor ou do ofertante de recorrer às disposições da Instrução CVM 400/2003 ou da Instrução CVM 476/2009, conforme for de sua conveniência ou da estruturação da operação de captação[754].

Apesar do reconhecimento da possibilidade de utilização das demais normas gerais que disciplinam as ofertas públicas de valores mobiliários no âmbito da CVM, é difícil imaginar situação em que qualquer uma das duas instruções possa ser mais benéfica ou favorável do que o tratamento dispensado por meio da Instrução CVM 569/2013.

Além da dispensa de registro de distribuição, os emissores que optarem por distribuir COE conforme os termos da Instrução CVM 569/2013 estão automaticamente dispensados de registro de emissor como companhia aberta na CVM. Caso, por outro lado, o caminho escolhido seja por distribuir COE por meio de oferta pública registrada nos termos da Instrução CVM 400/2003, a isenção de registro de emissor deixa de ser aplicável, o que representa um relevante desincentivo para a realização de ofertas públicas de COE com registro de distribuição[755].

A distribuição de COE deve ser realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, exceto se o emissor se qualificar como banco comercial, caixa econômica ou banco múltiplo sem carteira de investimento, hipóteses em que será dispensada também a contratação de instituição intermediária[756].

Em razão da previsão contida no art. 3º da Resolução 4.263/2013, que determina que os COEs devem ser emitidas exclusivamente sob a forma escritural, mediante registro

---

754 "[…] *não há óbice a que seja solicitado à Comissão um pedido de registro de oferta pública de distribuição de COE conforme o rito da Instrução CVM nº 400, de 2003, se algum emissor assim julgar conveniente, bem como também permanece possível a utilização da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, para a realização de uma oferta pública de COE distribuída com esforços restritos.*". Relatório da Audiência Pública SDM 13/2014, extraído do Processo CVM RJ2005/3331, datado de 14/10/2015.

755 Instrução CVM 480/2009. "*Art. 7º Estão automaticamente dispensados do registro de emissor de valores mobiliários*: […] *VII – emissores de certificados de operações estruturadas - COE distribuídos com dispensa de registro de oferta pública nos termos de instrução específica*; […] *Parágrafo único. A dispensa prevista no inciso VII não se aplica se o COE for distribuído por meio de oferta pública registrada na CVM*.".

756 Art. 2º, parágrafo único, da Instrução CVM 569/2015.

em sistema de registro e liquidação autorizado, as negociações de COE ocorrem necessariamente em mercado de bolsa de valores ou de balcão organizado de valores mobiliários.

Malgrado o COE ser uma modalidade complexa de investimento financeiro[757], não existe nas normas da CVM ou do BCB qualquer restrição quanto ao público-alvo destinatário das ofertas públicas. A única exceção diz respeito aos COEs emitidos pelo BNDES, que devem ter valor nominal unitário igual ou superior a R$ 200 mil e somente podem ser colocados junto a investidores qualificados.

A conjunção de fatores como investimento de natureza complexa, livre negociação com qualquer investidor, dispensa de registro de emissor e dispensa de registro de distribuição provoca o questionamento de se a CVM não teria flexibilizado de maneira excessiva e talvez irresponsável, nesse caso, os instrumentos de proteção dos investidores que costuma adotar no âmbito da regulação de ofertas públicas.

A opinião manifestada pela própria autarquia no Edital de Audiência Pública em que se discutiu a Instrução CVM 569/2015 é de que não. Para a CVM, a aplicação das regras do CMN e a sujeição dos emissores de COE à supervisão prudencial exercida pelo BCB seriam suficientes e justificariam a dispensa tanto do registro de oferta, quanto do registro de emissor na CVM[758].

Adicionalmente, do ponto de vista do regime informacional, a autarquia parece entender que a adoção do "Documento de Informações Essenciais do Certificado de Operações Estruturadas" ou DIE, em substituição ao prospecto previsto na Instrução CVM 400/2003, também representa instrumento satisfatório para, por si só, subsidiar o investidor com todas as informações de que necessita para sua decisão de investimento.

Sem entrar no mérito da suficiência da regulação e da supervisão prudencial do BCB sobre o risco de crédito dos emissores de COE, a comparação entre a regulação das

[757] A complexidade é reconhecida pela CVM no Edital de Audiência Pública SDM 13/2014.

[758] "*A CVM ponderou que as exigências emanadas dos normativos do CMN, em conjunto com a supervisão exercida pelo BACEN, focada na permanente avaliação da capacidade financeira do emissor dos certificados de honrar os compromissos assumidos com os investidores, possibilitam o estabelecimento de um regime de dispensa de registro do emissor de COE na CVM*.". Edital de Audiência Pública SDM 13/2014, p. 4.

ofertas públicas de COE com dispensa de registro e os demais regimes especiais de distribuição pública de valores mobiliários parece apontar para a conclusão de que ou a CVM foi permissiva demais com os emissores de COE ou excessivamente rigorosa com os emissores de outros valores mobiliários regulados pela autarquia.

Diferentemente da abordagem cautelosa e conservadora normalmente vista por parte da CVM ao discutir outras iniciativas regulatórias, como, por exemplo, o alargamento do rol de valores mobiliários sujeitos ao procedimento de distribuição com esforços restritos de distribuição e imposição de um limite máximo de investidores profissionais a serem abordados no âmbito de tais ofertas, para os COE a autarquia preferiu ser menos intrusiva e deixar mais margem para que o mercado possa se desenvolver antes da imposição de maiores amarras.

No Relatório da Audiência Pública SDM 13/2014, por exemplo, a CVM respondeu aos pleitos dos participantes do mercado por um regime informacional mais extenso afirmando que a proposta contida na minuta da instrução era a mais "adequada" para o atual "estágio de desenvolvimento do mercado de COE"[759].

Caso a postura da CVM ao regular as ofertas públicas de distribuição de COE possa ser considerada acertada, a conclusão a que se chega é a de que a autarquia foi pelo menos incoerente com o modo pelo qual vinha até então regulando os regimes especiais de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Se não for isso, deve ser avaliado com rigor argumentos como o que justificam a diferença no tratamento regulatório dispensado aos COEs no fato dos emissores serem instituição financeira regulada pelo BCB, até porque existe a modalidade de COE com valor nominal em risco, na qual o investidor pode perder a maior parte do capital investido.

Confiar apenas nas regras de *suitability* a que estão sujeitas às instituições financeiras também não garante necessariamente que o produto não venha a ser oferecido a

[759] Foi o que ocorreu, por exemplo, ao responder aos comentários da Bolsa de Valores de São Paulo, que solicitava aos emissores o cumprimento de parte das disposições da Instrução CVM 480/2009, que cuida do registro de emissor de valores mobiliários, e, ainda, a divulgação de demonstrações financeiras trimestrais e anuais auditadas das instituições financeiras autorizadas a emitir COE.

investidores que ignoram seus riscos. E ainda que fosse possível afirmar o contrário, fato é, e esse é o cerne da crítica aqui apresentada, a CVM não costuma ser assim tão permissiva quando regula ofertas públicas de outros tipos de valores mobiliários.

À parte das incoerências observadas na regulação, será necessário aguardar o avançar dos próximos anos para apurar a correção do regime inaugurado pela Instrução CVM 569/2015. Sem prejuízo disso, o que se observa é um crescimento vigoroso do mercado de COE nos últimos meses.

Em comunicado publicado de 18 de setembro de 2017, a CETIP informou que o estoque desse produto tinha alcançado a cifra de R$ 10 bilhões em tal mês, com crescimento de quase 100% em relação aos dados de agosto de 2017, sendo oferecido por mais de 20 instituições financeiras[760].

11. Oferta pública de Contratos de Investimento Coletivo (CIC): a Instrução CVM 296/1998

No contexto das ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento em engorda de bois, bezerros e outros produtos agropecuários equivalentes, a CVM editou, em 1998, na esteira da publicação da Medida Provisória 1.637/1998, a Instrução CVM 270, que disciplinava o registro de companhia emissora de títulos ou contratos de investimento coletivo, e a Instrução CVM 296, que dispõe sobre o registro de distribuição pública de contratos de investimento coletivo.

Apesar de a Instrução CVM 296/1998 dispor sobre aspectos relativos ao registro da distribuição pública de contratos de investimento coletivo em geral, várias passagens da norma não deixam dúvidas de que sua criação teve por objetivo regular especificamente o mercado de investimento em contratos de engorda de boi e equivalentes[761], que estava especialmente ativo naquela época.

---

[760] Disponível em: https://www.cetip.com.br/noticias/estoque-de-coe-na-b3-supera-r-10-bilhoes. Acesso em 21/12/2017. A mesma notícia informa que o ticket médio do produto é de R$ 67 mil e o prazo de vencimento médio é de 2 anos.

[761] Entre outras disposições, vide, por exemplo, a possibilidade de resgate físico dos ativos subjacentes ao contrato (art. 5º, XII); a obrigatoriedade do emissor de investir pelo menos 50% dos recursos captados nos ativos subjacentes aos contratos (art. 5º, XIX), o que era uma resposta ao mercado em face da descoberta de que grande parte dos recursos captados pela Fazenda Reunidas Boi Gordo S.A. eram destinados para outras

Reforça essa constatação o fato de que de 1999 até 2002, as únicas ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo registradas na CVM, conforme os termos da Instrução CVM 196/1998, foram realizadas por empresas do setor de agropecuária[762]. A partir de 2003, não houve mais nenhum registro de oferta pública de distribuição de contrato de investimento coletivo com base na aplicação da Instrução CVM 196/1998[763], o que pode ser explicado pela publicação da Instrução CVM 400, em 29 de dezembro de 2003.

Apesar de não ter revogado expressamente a Instrução CVM 196/1998[764], a Instrução CVM 400/2003 passou a ser regra geral a disciplinar as ofertas públicas de distribuição de todos os valores mobiliários, independentemente do tipo (ações, debêntures, notas promissórias, contratos de investimento coletivo, etc.)[765].

Inclusive, desde 2001 a Instrução CVM 196/1998 não foi mais revista pela autarquia, o que faz com que várias referências a outras instruções da CVM existentes na norma, que posteriormente foram revogadas, permaneçam com sua redação original inalterada, trazendo ao leitor desavisado o risco de incorrer em equívocos de interpretação[766].

Além disso, como os contratos de investimento coletivo são um tipo de valor mobiliário, para alguns, ou a própria definição em abstrato do que se entende por valor

---

atividades que não a engorda de bois; vedação à promessa de rentabilidade futura (art. 5º, parágrafo único), o que era outro problema nas ofertas da Boi Gordo; e referência à divulgação de informações sobre fazendas, instalações próprias e arrendadas, área útil destinada ao ativo objetivo, quando da elaboração do prospecto (art. 11, IV).

[762] As empresas que registraram ofertas nesse período foram as seguintes: (a) 1999: Arrobas S.A. Fazendas Integras de Engorda (10 ofertas); Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A. (2 ofertas); Bawman Agropec e Comércio S.A. (5 ofertas); (b) 2000: Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A. (4 ofertas); Bawman Agropec e Comércio S.A. (5 ofertas); 2001: Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A. (4 ofertas); SunInvest Agropecuária S.A. (7 ofertas); Bovinus Tecnologia em Pecuária S.A. (1 oferta); 2002: Arrobas S.A. Faz Int. Engord. (3 ofertas). Disponível em: http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=consulta. Acesso em 21/12/2017.

[763] Também não foi encontrado em pesquisa no *website* da CVM nenhum registro de emissor de contratos de investimento coletivo.

[764] A Instrução CVM 400/2003 revogou expressamente e a Instrução CVM 13/1980 e a Instrução CVM 88/1988.

[765] A esse respeito, vide o paragrafo único do art. 60 da Instrução CVM 400/2003: *"Art. 60. […] Parágrafo único. A presente Instrução aplica-se a toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários, salvo, quando houver regulação específica, nas disposições relativas a: I - Prospecto e seu conteúdo; II - documentos e informações que deverão instruir os pedidos de registro; III - prazos para a obtenção do registro; IV - prazo para concluir a distribuição; e V – hipóteses de dispensas específicas.*".

[766] Entre outros exemplos, o art. 3º, § 1º, faz alusão à Instrução CVM 202/1993, e o art. 6º, caput, à Instrução CVM 270/1999, ambas revogadas pela Instrução CVM 480/2009.

mobiliário, para outros[767], o mais adequado parece ser mesmo reconhecer que a Instrução CVM 196/1998 foi substituída por completo pela Instrução CVM 400/2003, como foi feito mais tarde, por exemplo, com a Instrução CVM 270/1998 por meio da Instrução CVM 480/2009, que passou a cuidar do registro de emissores de valores mobiliários.

Acontece que a ausência de manifestação expressa da CVM a esse respeito e a realização de manifestações públicas[768] da autarquia com referência à possibilidade de aplicação da Instrução CVM 196/1998 em determinados casos deixam dúvidas se a intenção não é manter válidas e vigentes duas regras distintas, uma para as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, em geral, e uma para as ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo, em específico.

Ainda que se possa discutir a pertinência dessa abordagem, a comparação entre as regras de registro da Instrução CVM 196/1998 e da Instrução CVM 400/2003 evidencia a dificuldade de compatibilização e coexistência de ambas as normas sob o mesmo sistema de registro de ofertas públicas administrado pela CVM.

Enquanto a Instrução CVM 296/1998 determina, por exemplo, que o emissor deve constituir garantias reais sobre no mínimo 50% do valor de captação de contratos de investimento coletivo em determinadas hipóteses[769], o que não encontra reflexo em qualquer outra norma editada pela CVM, a Instrução CVM 400/2003 prevê que salvo nos casos de dispensa de requisitos do registro, é obrigatória a contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários em qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários[770], o que, por sua vez, não encontra paralelo no procedimento de registro da Instrução CVM 296/1998.

---

[767] A respeito da utilização da definição de contrato de investimento coletivo do inciso IX, art. 2º, da Lei 6.385/1976, vide discussão apresentada no corpo do texto e notas de rodapé do item 3 do capítulo I da parte II.
[768] Entre outros, vide, por exemplo, a decisão do Colegiado no Processo CVM RJ2007/11593, que em 2008 discutiu a possibilidade de aplicação às CCBs da Instrução CVM 296/1998 e a Deliberação CVM 750/2016, que alertou o mercado a respeito da colocação irregular de contratos de investimento coletivo sem o "competente registro" de que trata a Instrução CVM 296/1998.
[769] É o que prevê o art. 3º, para o caso em que o valor total da captação superar o patrimônio líquido da emissora ou o montante de R$ 5 milhões. Se o valor total da captação for maior do que R$ 10 milhões, além da constituição de garantia real, o emissor dos contratos de investimento coletivo é obrigado a obter registro na CVM como companhia aberta. Caso a oferta seja destinada exclusivamente a investidor qualificados e cada contrato ou título de investimento oferecido tenha valor superior a R$ 150 mil, a constituição de garantia real passa a ser dispensada.
[770] Art. 2º, § 4º, da Instrução CVM 400/2003.

Se consideramos que contratos de investimento coletivo podem ser tratados como sinônimo de valores mobiliários, a qual regra de registro o emissor de valores mobiliários que pretenda realizar distribuição pública e que não está subordinado a nenhuma outra instrução normativa específica da CVM deve se sujeitar: à Instrução CVM 296/1998 ou à Instrução CVM 400/2003? Seria possível ao emissor de contratos de investimento coletivo "escolher" o regime regulamentar aplicável que melhor lhe aprouver?

A existência de normas sobrepostas e conflitantes regulando o mesmo evento – ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo – cria incerteza jurídica e gera desconfiança, o que é prejudicial para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e vai de encontro aos objetivos e princípios que fundamentam a atuação da autarquia.

Tal situação reclama um posicionamento mais claro da CVM, seja para revogar em definitivo a Instrução CVM 296/1998, seja para esclarecer a eventual limitação de seu alcance e para compatibilizá-la com as demais normas disciplinam a distribuição pública de valores mobiliários.

*** * ***

CONCLUSÃO

1. Síntese Conclusiva

Sem prejuízo do detalhamento das teorias e argumentos apresentados ao longo dessa dissertação, a seguir é apresentada uma breve síntese sobre as principais conclusões alcançadas nesse trabalho.

1. Por meio do recorte temporal efetuado em 1929, no contexto da crise da bolsa de valores de Nova Iorque, e da identificação dos argumentos apresentados para justificar o arcabouço regulatório criado com a finalidade de evitar que as práticas abusivas e fraudes contra investidores voltassem a ocorrer, sobretudo na doutrina norte-americana, pôde se perceber que a política de ampla divulgação de informações que atualmente constitui a base da regulação das ofertas públicas de distribuição nas jurisdições analisadas nem sempre reinou sozinha.

2. Com efeito, alguns juristas reclamavam que ao Estado deveria recair a responsabilidade e a competência por escolher, entre os empreendimentos que lhe eram apresentados para registro de distribuição pública de valores mobiliários, quais seriam merecedores da autorização de captar publicamente recursos do público investidor e quais não teriam a mesma sorte.

3. O resultado da regulação substantiva ou de mérito sobre as ofertas públicas de distribuição proposta por esses autores seria atribuir ao Estado o poder de, a seu critério, restringir ou impedir a possibilidade de investimentos em emissores em relação aos quais se entendesse não existir condições suficientes para acessar a poupança popular.

4. Ainda que sob o argumento de que os investidores seriam melhor protegidos por meio de uma participação mais ativa do Estado no processo de registro e de fiscalização das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, prevaleceu a orientação, influenciada pelo ideário liberal, de que cada indivíduo deveria ter asseguradas autonomia e liberdade de decidir, por si próprio, onde e como investir suas finanças pessoais, suportando todos os ônus e responsabilidades de sua decisão de investimento.

5. Ao concluir que caberia a cada pessoa, e não o Estado, construir sua decisão de investimento, passou-se a defender que a regulação das ofertas públicas de distribuição deveria servir como mero suporte no processo de tomada de decisão de investimento pelos investidores, algo que seria concretizado por meio da imposição a ofertantes e emissores do dever de ampla, completa e quase irrestrita divulgação de informações a seu respeito e a respeito dos valores mobiliários oferecidos publicamente.

6. Por meio da aplicação da política de ampla divulgação de informações, verificamos que a preocupação do Estado está mais em assegurar o acesso a informações e menos em garantir que o público investidor possui capacidade e conhecimento suficientes para processar e compreender os materiais divulgados por emissores e ofertantes.

7. Essa ainda é, até hoje, uma das principais críticas ao modelo atual de regulação das ofertas públicas de distribuição, haja visto a tendência de cada vez mais ampliar as obrigações de *disclosure*, sem, contudo, ter a certeza, baseada, por exemplo, em estudos ou análises empíricas, de que mais informações podem contribuir positivamente para o processo de tomada de decisão de investimento.

8. Pelo contrário, alguns dos autores analisados mostram que o excesso de divulgação de informações pode fazer com que os investidores prefiram adotar uma decisão de investimento menos racional, pautada em critérios emocionais ou em outras variáveis, do que fariam se tivessem acesso a uma quantidade limitada, porém mais útil de dados sobre o emissor e os valores mobiliários oferecidos.

9. Um dos constantes desafios do modelo de regulação de ofertas públicas através da política de divulgação de informações é, nesse passo, criar instrumentos e mecanismos que permitam verdadeiramente informar o público investidor, e não apenas despejar sobre ele uma quantidade cada vez mais vasta de dados e informações sem qualquer tipo de consideração a respeito de sua utilidade.

10. Para se certificar de que o público investidor tem à disposição os documentos, informações e dados de que possa precisar para formar sua decisão de investimento de

maneira consciente, refletida e independente, o Estado passou a exigir o registro prévio tanto da oferta pública de distribuição, quanto do emissor de valores mobiliários.

11. O sistema de duplo registro é considerado como um dos instrumentos do Estado para fazer valer a política de ampla divulgação de informações nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Considerando que o objetivo é informar o público investidor, o sistema de registros é apenas um dos meios para que essa finalidade possa ser alcançada, nunca um fim em si mesmo.

12. Apesar de ambas as modalidades de registro, de emissor e de distribuição pública, terem por produto final assegurar o cumprimento da política de ampla divulgação de informações, seus objetivos e pressupostos são diferentes.

13. Com efeito, enquanto o registro de distribuição pública visa informar o público destinatário de determinada oferta pública de distribuição a respeito do emissor e dos valores mobiliários oferecidos naquela oferta, o registro de emissor tem por escopo manter os investidores atuais e futuros informados a respeito das atividades do emissor e da performance dos valores mobiliários admitidos à negociação em mercados secundários regulamentados enquanto houver valores mobiliários passíveis de negociação pública em tais mercados regulamentados.

14. Em outras palavras, o alcance do registro de distribuição pública e de emissor não são os mesmos. O primeiro está limitado ao período da distribuição e ao conjunto de pessoas que formam o público destinatário da oferta. O segundo tem duração por tempo indeterminado e atinge todo o mercado de valores mobiliários, incluindo investidores atuais e futuros.

15. Por essa razão, apesar de estarem relacionados, o registro de distribuição pública e o registro de emissor não devem ser confundidos e, em nossa opinião, devem ser tratados de forma independente, o que influenciará os diferentes arranjos de registro e de dispensa de registro discutidos no âmbito da regulação brasileira.

16. No caso do registro de oferta pública de distribuição, sempre que for possível demonstrar que o público-alvo está devidamente informado antes do início dos esforços de

venda, sem a necessidade de intervenção do Estado, terá sido atendido o objetivo que permeia a obrigatoriedade de registro, tornando-o, por conseguinte, dispensável.

17. A dispensa de registro de emissor, por sua vez, dependerá da verificação do interesse ou não do emissor em ter admitidos à negociação em mercados regulamentados os valores mobiliários de sua emissão. Em caso de resposta positiva, o registro de emissor não poderá ser, em princípio, afastado em razão da necessidade de continuamente manter o público investidor e o mercado de valores mobiliários informados, inclusive porque o acesso a informações é essencial para permitir a formação do preço de cotação dos valores mobiliários, a partir do qual as negociações em mercado de bolsa ou de balcão organizado serão realizadas.

18. Ainda no contexto da teoria da regulação das ofertas públicas de distribuição, discutiu-se outras situações em que a obrigatoriedade de registro de distribuição não se mostra imprescindível vis a vis outros objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários, como o fomento do financiamento das atividades dos entes deficitários que se socorrem dessa forma de captação de recursos.

19. Entre as hipóteses discutidas estão a oferta pública de distribuição cujo valor total captado não é significante e cujo aporte de capital a ser feito por cada investidor individualmente não justifica movimentar todo o aparato regulatório estatal para exigir o prévio registro de distribuição. Também se examinou o caso de ofertas públicas destinadas a um número limitado de pessoas, em que eventual descumprimento da legislação aplicável teria reduzido potencial de afetação dos mercados organizados de valores mobiliários.

20. Dessa forma, procurou-se construir hipóteses teóricas em que a exigência de prévio registro de distribuição seria desnecessária e muitas vezes desproporcional ou incompatível com as particularidades da oferta pública em questão, inclusive com prejuízo a outros objetivos da regulação.

21. Concluída a análise sobre as razões pelas quais a regulação das ofertas públicas de distribuição foi estruturada a partir da política de ampla divulgação de informações, a Parte II teve por objeto examinar a legislação e regulamentação brasileiras sobre o tema,

com enfoque nos pontos de aderência e de fricção com os fundamentos teóricos apresentados na Parte I.

22. Inicialmente, se discutiu o que caracteriza oferta pública de distribuição de valores mobiliários para os fins da regulação brasileira, o que pressupôs o exame de seus elementos objetivos (esforços de distribuição) e subjetivos (agentes envolvidos, ofertante e público investidor), além, é claro, do próprio estudo dos ativos que são ofertados publicamente, os valores mobiliários.

23. De modo a identificar se determinada oferta pode ser considerada oferta pública de distribuição de valores mobiliários, foi apresentada uma proposta de teste, dividido em três etapas consecutivas de validações: (a) em primeiro lugar, verificar se existe esforço de venda capaz de atingir o público investidor em geral; (b) em segundo lugar, confirmar que os destinatários dos esforços de venda da distribuição são pessoas residentes, domiciliadas ou constituídas no Brasil; e (c) por último, e em terceiro lugar, identificar se o objeto ofertado é composto por valores mobiliários nos termos da Lei 6.385/1976 ou por outros títulos que a legislação esparsa determina que sejam tratados tal como se fossem valores mobiliários.

24. Durante a discussão de como as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários são caracterizadas segundo a legislação e a regulação nacional, verificou-se que, no conceito de "público investidor em geral", a regulação excetua as pessoas que tenham prévia, estreita e habitual relação trabalhista, societária, creditícia ou comercial com o emissor ou com o ofertante e eventuais contratados ou partes relacionadas a esses.

25. Apesar de prever a ressalva, a Instrução CVM 400/2003 não disciplina a consequência da verificação de que o público investidor é formado por pessoas com prévia, estreita e habitual relação com o emissor. Por outro lado, as decisões do Colegiado da CVM discutidas no Capítulo I da Parte II mostram que essa é, na verdade, uma hipótese de dispensa de registro de distribuição por solicitação do interessado.

26. Assim, a despeito de serem ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, as ofertas destinadas a pessoas com prévia, estreita e habitual relação com o emissor ou com o ofertante podem ser dispensadas de registro pela CVM.

27. Nesse caso, a oferta continua sendo pública, mas a regulação reconhece que a proximidade com o ofertante ou com o emissor tornam desnecessário o registro com base no pressuposto de que o público investidor já teve acesso às informações de que necessita para formar sua decisão de investimento.

28. Por isso, o teste completo de identificação de oferta pública de distribuição de valores mobiliários não é encerrado no momento em que se conclui tratar-se de oferta pública de distribuição de valores mobiliários segundo o ordenamento jurídico brasileiro, mas deve ir além e investigar também se tal oferta pode ou não ser dispensada de registro na CVM em razão de suas características.

29. Do ponto de vista do ofertante e do emissor, o que importa em termos práticos é justamente saber se a sua oferta estará sujeita às regras editadas pela CVM, de modo que seja possível se preparar e verificar a viabilidade de atendimento de todo o arcabouço regulatório criado em torno do tema.

30. Nos termos da atual regulação, somente será concedida dispensa de registro com base na existência de relação prévia, estreita e habitual com os investidores se o interessado provocar a análise da CVM.

31. Apesar disso, muitas situações sobre as quais parece haver o entendimento de que prescindem de registro (como, por exemplo, ofertas para atuais acionistas ou cotistas, ofertas para empregados de nível executivo ou gerencial, ofertas para credores relevantes, entre outras) poderiam ser tratadas pela CVM, na verdade, como hipóteses de dispensa automática de registro.

32. A revisão das instruções normativas da CVM para incluir novas hipóteses de dispensa automática de registro baseada na existência de relação prévia, estreita e habitual com o emissor ou o ofertante, traria maior segurança jurídica para ofertantes e emissores e evitaria gastos de recursos, tempo e energia desnecessários, assim como o risco de perder janelas de oportunidade em razão do período de espera até que a autarquia profira sua decisão final.

33. Da mesma forma, e apesar de não ser uma hipótese de relação prévia, estreita e habitual com o emissor ou o ofertante, debateu-se a necessidade de se reconhecer a ausência de interesse em regular ofertas públicas cujo público investidor é limitado numericamente, dispensando, assim, o registro de distribuição na CVM.

34. Nesses casos, ainda que não se possa assegurar que o público investidor teve acesso a todas as informações que a regulação entende serem adequadas para a tomada de decisão de investimento, a restrição da quantidade de pessoas abordadas aponta para a maior proximidade com o emissor ou com o ofertante e para a necessidade de efetiva negociação dos termos da oferta com os investidores para que sua viabilização possa ser concretizada, o que implicaria, consequentemente, na divulgação de informações em extensão suficiente para que o investidor possa se decidir.

35. Da mesma forma, outra justificativa para a dispensa automática de registro seria o menor potencial lesivo apresentado por essas ofertas públicas de distribuição. Assim, ainda que ocorram fraudes ou descumprimentos, em razão da limitação do número de investidores abordados, seus efeitos provavelmente ficarão circunscritos e não afetarão o funcionamento normal dos mercados organizados de valores mobiliários.

36. Ainda sobre o tema caracterização de oferta pública de distribuição, o estudo da definição de valores mobiliários mostrou que determinados títulos de investimento, ainda que possam ser qualificados como valores mobiliários conforme sua definição geral e teórica (investimento de recursos em empreendimento coletivo do qual se espera obter retorno financeiro a partir do esforço de terceiros), foram excluídos do alcance da fiscalização e regulamentação da CVM por expressa disposição legal.

37. A esse respeito, a Lei 6.385/1976 determina que os títulos de dívida pública e os títulos de crédito de responsabilidade de instituição financeira não devem ser tratados como valores mobiliários, nem estão sujeitos à competência da CVM, mas sim do BCB, como autoridade reguladora do mercado financeiro e de capitais formado por títulos de dívida pública.

38. A existência de dualidade regulatória entre CVM e BCB, ou até mesmo de multiplicidade regulatória, se consideramos outros órgãos reguladores como a SUSEP,

em oportunidades de investimento tão semelhantes e próximas umas das outras pode acabar por fazer com que se dê preferência e maior facilidade de acesso à poupança popular por meio de determinados instrumentos de investimento em detrimento de outros.

39. Por essa razão, além de se questionar a verdadeira motivação e os fundamentos para manutenção da divisão de competências entre CVM e BCB no campo do mercado de capitais, é preciso acompanhar com atenção de que forma a interação entre esses órgãos pode representar arbitragem regulatória em favor de determinados emissores ou iniciativas de captação de recursos em desfavor de outras. Esse é um tema que merece aprofundamento em trabalhos posteriores.

40. Superada a análise da definição de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no direito brasileiro, passou-se a examinar como a política de ampla divulgação de informações é administrada localmente pela CVM.

41. A esse respeito, ratificou-se o entendimento exposto na Parte I de que o sistema de registro de ofertas públicas de distribuição e de registro de emissor é a principal ferramenta utilizada pela CVM para atingir tal finalidade.

42. Além de reforçar a necessidade de tratar separadamente os registros de oferta pública de distribuição e de emissor, defendemos o entendimento de que a Lei 6.385/1976 prevê que o registro da oferta pública de distribuição autoriza automaticamente o ofertante a utilizar o mercado de balcão não organizado para colocar os valores mobiliários junto ao público investidor, sem a necessidade de solicitar, concomitantemente ao registro da oferta pública de distribuição, o registro de emissor na CVM.

43. Dessa forma, seria permitido ao ofertante realizar a oferta pública de distribuição sem obter registro de emissor, conquanto os esforços de venda ficassem restritos ao mercado de balcão não organizado e os investidores fossem alertados de que após o encerramento da oferta os valores mobiliários comercializados não seriam admitidos à negociação em mercados regulamentados.

44. O registro como emissor na CVM somente passaria a ser necessário, por conseguinte, se houvesse interesse e intenção em obter autorização para ter valores

mobiliários admitidos à negociação em mercado secundário depois da finalização da oferta pública. Caso contrário, apenas o registro de distribuição pública seria necessário, podendo ainda ser dispensado nas hipóteses previstas na regulação.

45. A decisão da CVM em registrar ou não determinada distribuição pública de valores mobiliários é vinculada e está limitada, como regra geral, a analisar aspectos formais de legalidade, como o atendimento do regime informacional aplicável ao tipo de oferta pública que se pretende realizar.

46. Apesar disso, identificamos na legislação e regulação algumas características e feições da regulação substantiva ou de mérito, como a possibilidade de a CVM indeferir o registro de distribuição por entender que o empreendimento que se pretende financiar por meio do mercado de capitais é inviável ou temerário.

47. Nesse caso, a opinião uníssona da doutrina, com a qual compartilhamos, é a de que somente em caráter excepcionalíssimo a CVM poderá usar a prerrogativa de indeferir a solicitação de registro de distribuição com base em características comercias ou operacionais do empreendimento, notadamente quando restar totalmente evidente que a mera aplicação da política de ampla divulgação de informações não é suficiente para assegurar a adequada proteção do público investidor.

48. Outros exemplos de aspectos de regulação de mérito encontrados nas normas da CVM são, na oferta pública de distribuição de CAVs, a limitação à 10% do montante da captação dos honorários e encargos de distribuição, e, nas ofertas públicas de sociedades empresárias de pequeno porte, a exigência de que o investidor líder e as sociedades empresárias de pequeno porte concedam *tag along* de venda de participação societária ou de controle aos investidores.

49. Além do sistema de duplo registro, outra forma de assegurar o cumprimento da política de ampla divulgação de informações discutida nesse trabalho é por meio da imposição de obrigações e responsabilidades aos agentes que atuam ao lado dos ofertantes nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, sobretudo as instituições intermediárias.

50. Sobre esse aspecto, a regulação da CVM considera as instituições intermediárias como verdadeiros *gatekeepers* do sistema de regulação de ofertas públicas de distribuição, atribuindo uma série de deveres a essas entidades, como o de investigar se as informações divulgadas pelo ofertante são verdadeiras, precisas e completas, de assegurar que os investimentos sugeridos aos investidores sejam adequados ao seu perfil de investimento e de garantir que determinados produtos financeiros somente serão negociados por investidores profissionais ou qualificados, quando assim for determinado na regulação.

51. Em seguida, passou-se a analisar os regimes de registro e dispensa de registro de ofertas públicas de distribuição, divididos em regime geral de registro obrigatório, regime geral de simplificação do registro obrigatório, regime de dispensas de requisitos ou do próprio registro e regimes especiais.

52. O regime geral de registro obrigatório de ofertas públicas de distribuição é representado pela Instrução CVM 400/2003, que é utilizada como modelo para as demais instruções normativas editadas pela autarquia que disciplinam aspectos específicos de ofertas públicas de determinados tipos de valores mobiliários ou de operações com características singulares, igualmente sujeitas a registro na CVM.

53. A partir do panorama geral introduzido pela Instrução CVM 400/2003, que exige o registro da oferta pública, o registro do emissor e a participação obrigatória de instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários nas ofertas públicas, foram estabelecidos requisitos adicionais nas demais instruções normativas que disciplinam ofertas públicas de distribuição, quando se entendeu que a oferta pública em questão poderia representar mais riscos para os investidores, ou hipóteses de dispensa, quando a situação se invertia e a atuação do Estado poderia ser sensivelmente reduzida.

54. Dessa forma, há (a) ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários que observam apenas a Instrução CVM 400/2003, (b) ofertas públicas que se submetem tanto à Instrução CVM 400/2003 quanto à instrução específica a respeito do tipo de valor mobiliário oferecido e, por fim, (c) ofertas públicas que não estão sujeitas à Instrução CVM 400/2003, nem mesmo subsidiariamente, sendo disciplinadas autonomamente por regras especiais.

55. O primeiro passo rumo à dispensa de registro passa por sua simplificação. A esse respeito, a Instrução CVM 400/2003, nas hipóteses em que especifica, e a Instrução CVM 471/2008, que trata dos convênios celebrados pela CVM com entidades autorreguladoras responsáveis pela análise prévia de pedido de registro de distribuição, formam o assim denominado "regime geral de registro simplificado de ofertas públicas".

56. A principal razão para que o processo de registro de distribuição seja simplificado reside na circunstância de o emissor já estar registrado na CVM, o que implica cumprimento do regime informacional próprio dos emissores previsto na Instrução CVM 480/2009. Considerando que o emissor já possui registro de companhia aberta, o registro de distribuição pode ser simplificado na medida em que o mercado e o público investidor já possuem acesso a parte das informações e dados que lhe seriam disponibilizados por meio do registro de distribuição.

57. Ainda a esse respeito, é importante observar que as hipóteses de registro automático não se confundem com as hipóteses de dispensa automática de registro.

58. No primeiro caso, a oferta continua sujeita a registro na CVM, apesar de existir uma via mais rápida de análise de registro de distribuição, razão pela qual é denominado de "registro automático". Não obstante, o ofertante precisará observar as restrições, prazos, comunicações e procedimento tal qual um registro comum de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

59. No segundo caso, a oferta está isenta de registro, razão pela qual é tratada tal como se fosse uma oferta privada, exceto por eventuais comunicações e dados que devem ser reportados pela CVM conforme a hipótese aplicável. Por essa razão, quando se tratar de oferta pública automaticamente dispensada de registro, o ofertante estará sujeito, se for o caso, ao regime informacional mais brando dentre aqueles existentes para as ofertas públicas de distribuição.

60. Ao lado da dispensa automática de registro, existem também as hipóteses de dispensa de registro ou de requisitos do registro por solicitação do ofertante endereçada à CVM. Para esses casos, a oferta pública somente poderá ser iniciada depois que a CVM se manifestar favoravelmente a respeito da dispensa pleiteada ou o ofertante obter o registro de

distribuição e cumprir com as demais regras aplicáveis da modalidade de oferta pública de distribuição que pretende realizar.

61. As hipóteses de dispensa de registro ou de requisitos para o registro em geral, que não estejam relacionadas a um determinado tipo de valor mobiliário, formam o que foi denominado nessa dissertação de mestrado como "regime geral de dispensa de requisitos e de registro de ofertas públicas".

62. Conforme debatido no Capítulo V, o art. 4º da Instrução CVM 400/2003 trata das principais hipóteses em que a CVM poderá dispensar requisitos para o registro ou o próprio registro da oferta pública de distribuição, entre os quais destacam-se o valor unitário e o valor total da oferta, a quantidade e à sofisticação do público investidor, assim como o plano de distribuição.

63. A principal crítica que se tem a esse respeito é a ausência de previsão de hipóteses de dispensa automática de registro quando verificadas determinadas circunstâncias que historicamente têm feito com que o Colegiado da CVM dispense o registro a pedido do interessado ou que já foram reconhecidas em diversas outras jurisdições como situações em que a manutenção da obrigatoriedade de registro seria desproporcional em relação aos demais objetivos que a regulação do mercado de valores mobiliários procura atingir.

64. Assim, ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários destinadas a poucas pessoas, cujo valor unitário de investimento por investidor e total captado sejam baixos ou cujo valor unitário total seja mais elevado do que determinado patamar são exemplos de casos em que, na maioria das vezes, a intervenção regulatória do Estado não se justifica.

65. A determinação de que essas hipóteses estariam automaticamente dispensadas de registro de distribuição não apenas favorecia o desenvolvimento do mercado, ao permitir que determinadas iniciativas pudessem ser realizadas sem a preocupação de autuação dos envolvidos por parte da CVM, mas também liberaria a autarquia para dedicar seus escassos recursos humanos e financeiros em iniciativas de captação pública de recursos que poderiam verdadeiramente representar riscos para o mercado de valores mobiliários.

66. Uma iniciativa que tem dado certo são as ofertas públicas com esforços restritos de distribuição. Disciplinadas pela Instrução CVM 476/2009, as ofertas públicas com esforços restritos de distribuição estão automaticamente dispensadas de registro de distribuição, mas só podem ser ofertadas a um número limitado de investidores profissionais e devem contar com a intervenção obrigatória de uma instituição intermediária.

67. A limitação ao número de investidores profissionais procurados por ocasião dos esforços restritos de distribuição e a possibilidade de que os valores mobiliários adquiridos possam ser transferidos para investidores qualificados somente depois de 90 dias da data de aquisição são os aspectos que, na nossa visão, deveriam ser revistos em eventual reforma da Instrução 476/2009.

68. Com efeito, se a oferta é limitada a investidores profissionais, que representam, no direito brasileiro, o segmento mais sofisticado e restrito de investidores, não parece fazer sentido impor adicionalmente um limite numérico de pessoas que possam ser abordadas. Em outras jurisdições analisadas, como a norte-americana e a europeia, a maioria das ofertas públicas destinadas a investidores sofisticados não está sujeita a qualquer limitação numérica.

69. No que diz respeito à restrição de participação de investidores qualificados no âmbito da oferta, a permissão para que passem a negociar com valores mobiliários depois de 90 dias da data de aquisição torna inócua a limitação de participação na oferta e soa como um contrassenso. Nesse caso, ou a CVM entende que os valores mobiliários oferecidos com esforços restritos de distribuição somente podem ser negociados entre investidores profissionais ou permite que os investidores qualificados possam aderir à oferta desde o início.

70. Ao longo dos estudos para a elaboração da Parte II, sobretudo o Capítulo VI, que discute os regimes especiais de ofertas públicas, uma das críticas que se pretendia fazer ao final dessa dissertação era justamente a grande quantidade e variedade de normas existentes para disciplinar as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, o que dificultava não apenas a compreensão da matéria pelo intérprete, mas a própria manutenção da coesão e da unidade do sistema de regime de registro obrigatório e de suas hipóteses de dispensa.

71. Ao cabo, a conclusão a que chegamos foi ligeiramente diferente. De maneira geral, é possível afirmar que o conjunto de instruções normativas editadas pela CVM que compõem o sistema de registro obrigatório e as hipóteses de dispensa reflete de maneira adequada as preocupações que embasam a teoria da regulação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

72. A multiplicidade de normas da CVM não é, na verdade, fruto do trabalho de um regulador atabalhoado, mas justifica-se pela multiplicidade de tipos de valores mobiliários, cada um com particularidades e complexidades próprias, pelos diferentes meios para distribuição de valores mobiliários, pelas variações nos níveis de sofisticação do público investidor e pelas características dos emissores de valores mobiliários que se socorrem do mercado de capitais.

73. Conforme buscou se mostrar nesse trabalho, existem variáveis demais para serem apreendidas e positivadas. Não nos parece possível, portanto, imaginar o estabelecimento de apenas uma única instrução normativa ou a criação de uma espécie de "código único" para todas e quaisquer modalidades de ofertas públicas de distribuição dos mais variados tipos de valores mobiliários.

74. Isso não significa dizer, entretanto, que as diferentes instruções normativas criadas pela CVM não deveriam gravitar em torno de um mesmo eixo comum, a necessidade de adequada informação do público investidor, e variar conforme a interpretação de que a regulação deveria ser mais ou menos extensiva para assegurar o seu cumprimento.

75. Assim, quanto maior os riscos que a oferta pública de determinado valor mobiliário apresentar para o público-alvo ou para o adequado funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários, mais legitimidade os órgãos reguladores possuirão para intensificar a regulação e as limitações impostas à liberdade de atuação dos agentes privados.

76. A análise realizada ao longo da Parte II mostrou, todavia, que a regulação brasileira das ofertas públicas de distribuição nem sempre se manteve próxima do objetivo de proteção do público investidor através de sua adequada informação.

77. Em muitas oportunidades, faltou, principalmente, coerência na postura da CVM quando procurou impor requisitos adicionais para o registro de distribuição de valores mobiliários ou para a criação de hipóteses de dispensa, que oscilou de conservadora e cautelosa para liberal e permissiva.

78. A esse respeito, por exemplo, não nos parece fazer sentido continuar a demandar o registro de ofertas públicas de baixíssimo valor, como é o caso das ofertas públicas de certificados de investimento audiovisual, em que se chegou a localizar registros de distribuição de montante total captado inferior a R$ 20 mil, e deixar produtos financeiros muito mais complexos, como os certificados de operação estruturada, isentos de registro de distribuição e de um regime informacional mais rígido simplesmente por se tratar de títulos de emissão exclusiva de instituição financeira.

79. No caso das ofertas públicas de valores mobiliários de sociedades empresarias de pequeno porte realizadas com dispensa de registro de distribuição, a CVM preferiu não sugerir aos participantes do mercado nem mesmo um regime informacional mínimo a ser seguido depois da conclusão dos esforços de distribuição, o que poderia favorecer e proteger o desenvolvimento dessas ofertas.

80. Da mesma forma, algumas instruções normativas parecem terem sido deixadas de lado pelo mercado e pela CVM, sendo que esta não se preocupou em revogá-las formalmente, apesar de não terem sido identificadas ofertas ou quaisquer procedimentos relacionados a elas nos últimos anos, o que gera dúvidas e insegurança jurídicas aos ofertantes, que não conseguem precisar qual norma devem observar. Esse é o caso das instruções que cuidam de ofertas públicas de contratos de investimento coletivo e de debêntures padronizadas.

81. Também existem uma série de aprimoramentos e ajustes que poderiam ser realizados para melhorar o tratamento das ofertas públicas discutidas no âmbito do regime especial de que tratou o Capítulo VI.

82. Exemplo disso é a inclusão da possibilidade de que ofertas públicas de cotas de fundos de investimento fechados estruturados possam se valer da hipótese de dispensa de registro automático prevista na Instrução CVM 555/2014, que disciplina os fundos não

estruturados, em vez terem de se submeter ao procedimento de registro da Instrução 400/2003, quando não se tratar de oferta pública com esforços restritos de distribuição.

83. A propósito, essa proposta de revisão só se faz necessária porque a Instrução CVM 476/2009 impede que os esforços públicos restritos de distribuição sejam direcionados a investidores qualificados, limitando-os a investidores profissionais, o que, conforme demonstrado acima, é outro ponto que merece ser revisitado futuramente.

84. Apesar das críticas à postura da autarquia, as últimas instruções normativas criadas mostram maior maturidade e solidez do que as normas editadas no começo dos anos 2000. Isso aponta também para o fato de que não é apenas o mercado de valores mobiliários no Brasil que ainda está em evolução, mas também o próprio órgão regulador e os agentes privados que nele atuam.

2. Considerações finais

A sensação que se tem ao concluir esse trabalho é o de que ainda há muito o que ser feito para que o mercado de valores mobiliários brasileiro possa um dia ser tão robusto e desenvolvido quanto o Brasil espera e precisa.

Com a melhoria dos indicadores econômicos, o controle da inflação e a redução da taxa básica de juros, a expectativa é que as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários possam voltar a ser utilizadas como efetiva alternativa de captação de recursos por parte dos empresários brasileiros.

Quando o momento chegar, a regulação não pode ser mais um entrave para a tentativa de crescimento das empresas, o que reforça a necessidade de que estudos e discussões como a que essa dissertação procurou desenvolver sejam cada vez mais recorrentes.

No que diz respeito especificamente à regulação das ofertas públicas de distribuição, e como foi demonstrado ao longo de toda a Parte II, algumas instruções normativas da CVM merecem passar por um amplo processo de revisão por parte da

autarquia, enquanto quase todas as demais podem ser objeto de ajustes e reparos pontuais com vistas a seu aprimoramento.

Além de adequar as atuais regras às experiências acumulados nos últimos anos, sobretudo no período de 2005 a 2008, quando houve grande incremento no número de ofertas públicas de distribuição e de listagem de emissores, é necessário sempre lembrar que o vetor proteção do investidor, através de sua adequada informação, deve vir acompanhado da viabilização do uso do mercado como uma forma efetivamente alternativa de captação de recursos para as atividades dos entes deficitários.

Por essa razão, e mais do que nunca, a atividade reguladora da CVM, que implica restrição da liberdade individual dos agentes privados, deve ser exercida apenas na medida do necessário para a criação de mecanismos e estruturas que evitem que os investidores e o mercado possam ser lesados.

O excesso de regulação impede que os agentes possam ter espaço para desenvolver suas atividades e negócios de forma criativa e inovadora, engessando o desenvolvimento do mercado. Por outro lado, a falta de regulação coloca em risco não apenas o público investidor, mas a própria existência e confiabilidade do mercado de capitais. O desafio que constantemente autoridade reguladora e agentes privados devem enfrentar é encontrar o equilíbrio entre esses dois pontos. Como diria PARACELSO, a diferença entre o remédio e o veneno está na dose[771].

Espera-se que esse trabalho possa ser útil para os esforços de compreensão de que como o sistema de registro obrigatório e as hipóteses de dispensa é estruturado no Brasil e quais são suas bases teóricas, assim como para contribuir com as discussões em torno da necessidade de contínua revisão, atualização e sistematização das instruções normativas da CVM que disciplinam ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

* * *

[771] "*Todas as substâncias são venenos, não existe nada que não seja veneno. Somente a dose corrente diferencia o veneno do remédio*". Frase atribuída à Paracelso (1493-1541), cujo nome verdadeiro é *Phillipus Aureolus Theophrastus Bombastus von Hohenheim*.

BIBLIOGRAFIA

1. AKERLOF, George A. *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*. In: *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford, vol. 84, n.º 3, 1970.

2. AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Report on State Merit Regulation of Securities Offerings*. In: *The Business Lawyer*, vol. 41, n.º 3, maio de 1986.

3. ARAGÃO, Paulo Cézar. *Novos Aspectos dos Valores Mobiliários na Lei das Sociedades por Ações*. In: *Revista dos Tribunais*, ano 73, vol. 584, jun. 1984.

4. BENSTON, George J. *An Appraisal of the costs and benefits of government-required disclosure: SEC and FTC Requirements.* In: *Law and Contemporary Problems*, vol. 41, n.º 3, 1977.

5. BENSTON, George J. *Required disclosure and the stock market: an Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934.* In: *The American Economic Review*, vol. 63, n.º 1, mar. 1973.

6. BERLE JR., Adolf Augustus; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 2007, 9ª reimpressão.

7. BLACK, Bernard S. *Strengthening Brazil's Securities Market*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico Financeiro*, n.º 120, out./dez. de 2000.

8. BOCATER, Maria Isabel do Prado; LOIOLA, Leandro. *Aspectos atuais da regulamentação de distribuições públicas de títulos e valores mobiliários*. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 53, jul. 2011.

9. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Comentários aos arts. 19 e 20 da Lei n 6.385/76.* In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015.

10. CÂMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários.* Coimbra: Almedina, 2009.

11. CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, vol. 3, 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

12. CARVALHOSA, Modesto. *Oferta pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

13. CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto.* São Paulo: Quartier Latin, 2014.

14. CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Capítulo 7 – Os Deveres e Responsabilidades dos Administradores das Companhias Abertas Brasileiras*. In: GOMES DE ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos (coord.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015.

15. CHOI, Stephen. *Regulating Investors Not Issuers: a Market-Based Proposal.* In: *California Law Review,* vol. 88, 2000.

16. CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Nova York: Aspen Law & Business, 1986.

17. COASE, R. H. *The problem of social cost.* In: *Journal of Law and Economics,* vol. 3., 1960.

18. CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; Copola, Marina; *Comentários ao art. 2º da Lei n 6.385/76.* In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015.

19. COFFEE JR. John C.; SALE, Hillary A., HENDERSON, M. Todd. *Securities Regulation, cases and materials.* Saint Paul: Foundation Press, 13ª edição, 2015.

20. COFFEE JR., John C. M*arket Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System.* In: *Virginia Law Review*, vol. 70, n.º 4, 1984.

21. COHEN, Milton. *Truth in Securities Revisited*. In: *Harvard Law Review*, 1966.

22. COMPARATO, Fábio Konder. *A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações.* In: *Revista da CVM*, vol. I, n.º 1, jan./abr. 1983.

23. COMPARATO, Fábio Konder. *As ações de sociedade anônima como valores mobiliários - natureza e efeitos do registro acionário* in *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

24. CORDEIRO FILHO, Ari. *Manual de Abertura das Companhias*. Rio de Janeiro: IBMEC/APEC, 1981

25. DA COSTA, Ana Paula Paulino. *Casos de Fraudes Corporativas Financeiras: antecedentes, recursos substantivos e simbólicos relacionadas.* Tese de Doutorado. São Paulo: FGV, Escola de Administração, 2011.

26. DIAS, Luciana Pires. *Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários: um estudo empírico das transações com partes relacionadas*. Tese de Doutorado. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014.

27. DOUGLAS, William O. *Investor protection.* In: *Yale Review*, 1934.

28. DUBEUX, Júlio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Editor Sergio Antonio Fabris: Porto Alegre, 2006.

29. DUBEUX, Júlio Ramalho. *Registro na CVM não garante o sucesso do investimento: precedente judicial no "Caso Boi Gordo", 2007*. Disponível em: Portal do Investidor da CVM - http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinve

stidor/entrevistas/Arquivos/AlexandrePinheiro/Registro_na_CVM_nxo_garante_o_sucesso_do_investimento.PDF.

30. EASTERBROOK, Frank H. FISCHEL, Daniel R. *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors.* In: *Virginia Law Review* 669, vol. 70, 1984.

31. EASTERBROOK, Frank; FISCHEL, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

32. EIZIRIK, Nelson. *As lições do "Caso Vale"*. In: *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, vol. 6, n.º 6, jan./abr. 1980.

33. EIZIRIK, Nelson. *Caracterização Jurídica da Emissão Pública de Valores Mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 83, jul./set., 1991.

34. EIZIRIK, Nelson. *Emissão de Debêntures.* In: *Revista dos Tribunais*, vol. 721, nov. 1995.

35. EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais.* Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

36. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

37. FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work* in *The Journal of Finance*. New York: vol. 25, n.º 2, 1970.

38. FERRELL, Allen. *The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world.* In: *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, Paper n.º 492, 2004.

39. FLEMING, Rick A. *100 Years of Securities Law: Examining A Foundation Laid in the Kansas Blue Sky Law*. In: *Washburn Law Journal*, vol. 50, 2011.

40. FLETCHER III, C. Edward. *Sophisticated Investors Under the Federal Securities Laws*. In: *Duke Law Journal*, 1988.

41. FOX, Merritt. B. *The issuer choice debate.* In: *Theoretical Inquiries in Law 2.2*, 2001.

42. FOX, Merritt B. *Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why issuer choice is not investor empowerment*. In: *Virginia Law Review*, vol. 85, n.º 7, out. 1999.

43. FRANCO, Vera Helena de Mello. *Teoria geral do contrato: confronto com o direito europeu futuro.* São Paulo: RT, 2011.

44. GOMES DE ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos. *Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórica da regulação brasileira.* In: GOMES DE ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos (coord.). *Regulação Brasileira do Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015.

45. GOWER, Lawrence C. B; DAVIES, Paul L. *Principles of Modern Company Law*, 9ªed. London: Sweet & Maxwell, 2012.

46. KRAAKMAN, Reinier et. al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, 2ª ed. New York: Oxford University Press, 2009.

47. KRIPKE, Homer. *The SEC and Corporate Disclosure: regulation in search of a purpose*. New York: Law & Business, Inc, 1979.

48. KRONMAN, Anthony T. *Mistake, disclosure, information and the law of contracts.* In: *The Journal of Legal Studies*, vol. 7, n.º 1, janeiro de 1978.

49. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais & "Insider Trading".* São Paulo: RT, 1982.

50. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O conceito de "security" no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro.* In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 14, jul./set. de 1974.

51. LOBO, Jorge. *As 'Dez Regras de Ouro' dos Títulos Cambiais*. In: *Revista da EMERJ*, v.3, n. 9, 2000.

52. LOSS, Louis. *O papel do governo na proteção dos investidores*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 58, abr./jun. 1985.

53. LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of Securities Regulation*, 5ª ed. Nova York: Aspen, 2004.

54. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, vol. I, tomo I. São Paulo: FGV, 2015.

55. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O conceito de valor mobiliário.* In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 59, jul./set. de 1985.

56. MELLO, Pedro Carvalho de. *Regulamentação econômica e divulgação de informações das empresas.* In: *Revista da CVM*, vol. I, n.º 1, jan./abr. 1983.

57. MOTTA, Rita de Cássia Luz Teixeira. *O conceito de valor mobiliário no direito brasileiro.* Dissertação de Mestrado. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2002.

58. NUSDEO, Fabio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*, 5ª ed. São Paulo: RT, 2008.

59. OIOLI, Erik Frederico. *Oferta pública de aquisição do controle de companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

60. OIOLI, Erik Frederico; AMARAL, José Romeu G. *O conceito de oferta pública como elemento delineador do regime jurídico dos valores mobiliários.* In: Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, n.º 2, novembro de 2015.

61. PALMITER, Alan. *Toward disclosure choice in Securities Offerings*. In: *Columbia Business Law Review*, 1999.

62. PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: information overload and its consequences for securities regulation.* In: *Washington University Law Review*, vol. 81, 2003.

63. PECORA, Ferdinand. *Wall Street Under Oath: the story of our modern money changers*. New York: Simon and Schuster, 1939.

64. PIGOU, A. *The Economics of Welfare*. London: MacMillan, 1938.

65. PITTA, André Grünspun. *Comentários ao art. 21 da Lei n 6.385/76*. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais (Lei n 6.385/76).* São Paulo: Quartier Latin, 2015.

66. PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas.* São Paulo: Quartier Latin, 2013.

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

68. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*, 3ª ed., tomo 38. São Paulo: RT, 1984, p. 27.

69. PRADO, Roberta Nioac. *Oferta pública de ações obrigatória nas S.A: tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

70. ROMANO, Roberta. *Empowering investors: a market approach to securities regulation*. In: *The Yale Law Journal*, vol. 107, n.º 8, junho de 1998.

71. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

72. SELIGMAN, Joel. *The historical need for a mandatory corporate disclosure system.* In: *The Journal of Corporate Law*, vol. 9, n.º 1, 1983.

73. SELIGMAN, Joel. *The transformation of Wall Street. A history of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, 3ª ed. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2003.

74. SILVA, Sueli da. *Colocação de ações entre empregados da companhia (parecer sobre registro de emissão).* In: *Revista da CVM*, v. 6, n. 21, jul./set.1988.

75. SZTAJN, Rachel. *Conceitos de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n.º 126, abr./jun. 2002.

76. SZTAJN, Rachel. *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários.* In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 135, jul./set. 2004.

77. TEIXEIRA, Egberto Lacerda. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, vols. 1 e 2. São Paulo: José Bushatsky, 1979.

78. TRINDADE, Marcelo Fernandez. *Oferta ao Público de Unidades Autônomas de Empreendimento Imobiliário. Não Caracterização como Emissão ou Oferta Pública de Valores Mobiliários.* In: *Revista Brasileira de Direito Civil*, vol. 11, jan./mar. 2017.

79. WALD, Arnoldo. *Dos conceitos de emissão e de oferta pública na legislação do mercado de capitais.* In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 11, n.º 8, 1972.

80. WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson. *Responsabilidade do Underwriter pela Veracidade das Informações em uma Emissão Pública.* In: *Revista da CVM*, vol. 2, n.º 5, mai./ago. 1984.

81. WALD, Arnoldo. *O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro.* In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n.º 32, abr./jun. 2006.

82. YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais.* Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

83. ZANETTI, Cristiano de Souza. *Responsabilidade pela ruptura das negociações.* São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005.

84. ZINGALES, Luigi. *The costs and benefits of financial market regulation*. ECGI Law Working Paper n.º 21/2004, Abril de 2004.

* * *