

Nelson Eizirik  
Ariadna B. Gaal  
Flávia Parente  
Marcus de Freitas Henriques

# Mercado de Capitais Regime Jurídico

3ª Edição  
Revista e ampliada

RENOVAR

Rio de Janeiro • São Paulo • Recife  
2011

**abdr**  
ASSOCIAÇÃO  
BRASILEIRA  
DOS DIREITOS  
REPROGRAFADOS  
Respeite o direito autoral.

de médio e longo prazos das empresas, que poderão direcionar os recursos obtidos, entre outras aplicações, para a execução de projetos e/ou adequação de seu passivo<sup>2</sup>.

As ofertas secundárias, por sua vez, são aquelas em que os acionistas da companhia ou titulares de outros valores mobiliários de sua emissão vendem ao mercado, também mediante apelo ao público, os títulos de sua propriedade já emitidos pela companhia. Nesse caso, os recursos pagos pelos investidores para adquirir as ações ou os outros valores mobiliários ofertados não são destinados à companhia emissora, mas aos próprios ofertantes. As ofertas secundárias constituem, normalmente, a forma utilizada pelos acionistas controladores ou outros investidores estratégicos que realizaram investimentos na companhia para obter o seu retorno financeiro e/ou dar liquidez aos títulos de sua propriedade.

Note-se, ainda, que é bastante comum a existência, na prática do mercado, de ofertas mistas, isto é, aquelas em que parte dos valores mobiliários ofertados provém de uma nova emissão da companhia e outra parte tem origem em títulos já emitidos.

A distinção entre ofertas primárias e secundárias, contudo, é relevante apenas em termos econômicos, tendo em vista as diferentes finalidades por elas visadas. Juridicamente, não há distinção entre estas duas modalidades de ofertas públicas, já que a Lei nº 6.385/1976 e a regulamentação expedida pela CVM (Instrução CVM nº 400/2003) tratam, de maneira uniforme, a oferta de novos valores mobiliários pela companhia emissora e a oferta de valores mobiliários de emissão da companhia já existentes por seus titulares.

#### 4.2. A relevância do sistema de registros perante a CVM

Considerando que um dos objetivos básicos do mercado de capitais consiste em permitir o acesso das sociedades anônimas à poupança popular, torna-se fundamental prover aos investidores um adequado sistema de proteção. Por outro lado, tal proteção aos investidores não pode restringir demasiadamente a possibilidade de captação de recursos pelas companhias, sob pena de inviabilizar o próprio funcionamento do mercado de capitais. A tutela estatal, visando a conciliar

<sup>2</sup> A propósito, consultar o Capítulo 1.

estes dois objetivos, dá-se, basicamente, a partir de uma eficiente política de *disclosure* de divulgação de informação.

A implementação da política do *disclosure* está, a seu turno, fundamentada na existência de um sistema de registros perante a CVM, por meio dos quais são canalizadas as informações consideradas necessárias para o público investidor efetuar suas decisões de investimento de maneira consciente.

Como regra geral, primeiro registro a ser obtido por uma companhia para ter ações ou outros valores mobiliários de sua emissão ofertados à generalidade de investidores constitui o registro inicial de companhia aberta, por meio do qual visa a CVM a assegurar o fornecimento ao mercado de informações periódicas e eventuais sobre a companhia emissora e os negócios por ela desenvolvidos. A negociação de qualquer valor mobiliário emitido por sociedade anônima no mercado de valores mobiliários depende da obtenção, pela emissora, do registro como companhia aberta perante a CVM<sup>3</sup>.

O registro de companhia aberta, mediante o qual a sociedade anônima obtém da CVM a autorização para que os valores mobiliários por ela emitidos sejam aptos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão, encontra-se disciplinado nos artigos 21 da Lei nº 6.385/1976<sup>4</sup> e 4º, § 1º, da Lei nº 6.404/1976<sup>5</sup>, atualmente regulamentados pela Instrução CVM nº 480/2009.

Além do registro de companhia aberta, faz-se necessária, para que se possa promover a oferta pública de distribuição, a obtenção do re-

3 A propósito, verificar a Inst. CVM nº 480, de 07.12.2009: "Art. 1º A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM. § 1º O pedido de registro de que trata o caput pode ser submetido independentemente do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. § 2º O emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso. § 3º A presente Instrução não se aplica a fundos de investimento, clubes de investimento e sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais."

4 "Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o art. 19: I — o registro para negociação na Bolsa; II — o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não. § 1º Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na Bolsa e no mercado de balcão."

5 "Art. 4º (...) § 1º Somente os valores mobiliários de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários."



gistro da oferta propriamente dita. O registro da oferta compreende informações específicas sobre os valores mobiliários publicamente distribuídos e sobre a oferta pública em si.

O registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários é expressamente previsto no *caput* do artigo 19, da Lei nº 6.385/1976<sup>6</sup>, bem como no artigo 4º, § 2º, da Lei nº 6.404/1976<sup>7</sup>, sendo, ademais, detalhadamente disciplinado pela Instrução CVM nº 400/2003, alterada pelas Instruções CVM nºs 429/2006, 442/2006, 472/2008, 482/2010 e 488/2010.

Os registros anteriormente referidos — de companhia aberta e de oferta pública de distribuição —, “*embora distintos, caracterizam-se pela complementaridade das informações que contêm*”<sup>8</sup>; assim, a CVM apenas apreciará o pedido de registro de oferta pública de distribuição para a companhia que mantenha o registro de companhia aberta atualizado.

As normas que impõem a obrigatoriedade de registro na CVM, tanto da companhia, quanto da oferta pública, apresentam nítida feição instrumental, já que o registro consiste basicamente no meio de se proceder à prestação de informações à CVM com vistas à sua divulgação ao público investidor.

Os registros da companhia e da distribuição pública estão inseridos no contexto mais amplo da política de *disclosure*, que consiste exatamente na divulgação de informações amplas e completas a respeito da companhia e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados.

Assim, o registro não é um fim em si mesmo, mas um meio de se proceder à ampla divulgação de informações ao público. Daí segue que, em princípio, a aplicação de sanção disciplinar, pela CVM, não decorre, por exemplo, de mera realização de uma distribuição pública sem registro, mas sim de sua realização sem a prestação das informações necessárias para pleno conhecimento, por parte dos investidores, dos riscos do empreendimento<sup>9</sup>.

6 “Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.”

7 “Art. 4º (...) § 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.”

8 Voto nº 426, do Conselho Monetário Nacional, de 21 de dezembro de 1978.

9 O caráter instrumental do registro foi destacado na Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976, ao mencionar que o sistema de registros tem basicamente por



### 4.3. Os elementos caracterizadores da oferta pública de distribuição de valores mobiliários

#### 4.3.1. A distinção entre oferta pública e oferta privada

Conforme referido, a exigência de registro das ofertas públicas de valores mobiliários perante agências governamentais especializadas visa a proteger os interesses do público investidor, assegurando-lhe o acesso a informações sobre a companhia emissora e sobre os valores mobiliários ofertados à venda que permitam a tomada das decisões de investimento de maneira consciente.

Por outro lado, tendo em vista os custos e o desperdício de tempo inerentes ao processo de registro, exigir-se o aludido registro em todas as situações que envolvam a emissão ou venda de valores mobiliários poderia acarretar custos desnecessários ao funcionamento do mercado e, inclusive, inibir as sociedades anônimas de promoverem a sua capitalização.

Ou seja, há situações em que não se justifica a exigência de prévio registro da oferta de venda de valores mobiliários, dada a inexistência de qualquer benefício para o interesse público.

Diante disso, torna-se indispensável conceituar a oferta pública de valores mobiliários, a fim de se apurar quais operações devem ser obrigatoriamente precedidas do registro e quais seriam aquelas em que dita exigência não se faz necessária.

Em regra, a oferta pública de venda de valores mobiliários caracteriza-se por ser uma proposta dirigida à generalidade dos indivíduos. Ou seja, a oferta pública tem como destinatários pessoas indeterminadas, não individualizadas, pois qualquer um pode aceitar a proposta<sup>10</sup>.

Todavia, para se analisar se, em cada caso concreto, deve ou não ser exigido o prévio registro da operação de colocação de valores mobiliários faz-se necessário identificar os elementos que caracterizam a oferta destinada ao público em geral.

Nos Estados Unidos, tal questão começou a ser discutida a partir da edição do *Securities Act* de 1933, cuja *Section 4(2)* isentava do registro perante a *Securities and Exchange Commission* — SEC as opera-

fim colocar à disposição de todos os investidores informações atualizadas sobre a companhia emissora.

<sup>10</sup> MODESTO CARVALHOSA. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979, p. 23.

ções de colocação de valores mobiliários que “*não envolvessem qualquer oferta pública*” (“*not involving any public offering*”).

Como o *Securities Act* não definia expressamente o que se deveria entender por *public offering*, a determinação dos elementos necessários à caracterização da oferta pública foi sendo desenvolvida com base na jurisprudência e nas decisões da SEC.

O *leading case* sobre a questão foi o processo *SEC v. Ralston Purina Co.*<sup>11</sup>, julgado pela Suprema Corte em 1953, no qual uma oferta de ações formulada pela companhia a cerca de 300 de seus empregados foi caracterizada como pública<sup>12</sup>.

Em tal decisão, a Suprema Corte estabeleceu dois elementos básicos para a verificação do caráter público de determinada colocação

11 No caso da *Ralston Purina* — empresa voltada à produção de sementes e cereais, com cerca de sete mil empregados espalhados por vários estados americanos e pelo Canadá — discutiu-se se a oferta de ações em tesouraria feita pela companhia a aproximadamente 300 de seus empregados estaria enquadrada na isenção de registro prevista pelo *Securities Act*. Embora alegasse a empresa que a oferta não fora efetuada a todos os seus funcionários, mas tão-somente a um pequeno grupo de *key-employees*, restara demonstrado que os títulos haviam sido adquiridos, dentre outros, por estenógrafos, carregadores e veterinários, os quais, certamente, não se enquadravam à definição de empregados-chave utilizada como parâmetro. A decisão adotada pela Suprema Corte alicerçou-se basicamente numa interpretação teleológica. Fundamentando-se tanto na finalidade do *Securities Act* — qual seja a de proteger o investidor através do *disclosure* de informações, bem como na intenção legal de isentar transações “*where there is no practical need for (...) the bill's application*” — concluiu o Tribunal que a proteção conferida pela lei não seria necessária para as hipóteses em que ficasse comprovado que os investidores em potencial seriam capazes de “*fend for themselves*”, tornando sem relevância as informações eventualmente prestadas pelo registro.

12 “*Exemption from the registration requirements of the Securities Act is the question. The design of the statute is to protect investors by promoting full disclosure of information thought necessary to informed investment decisions. The natural way to interpret the private offering exemption is in light of the statutory purpose. Since exempt transactions are those as to which 'there is no practical need for [the bill's] application', the applicability of § 4(1) should turn on whether the particular class of persons affected need the protection of the Act. An offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction 'not involving any public offering'. (...) The focus of inquiry should be on the need of the offerees for the protections afforded by registration. The employees here were not shown to have access to the kind of information which registration would disclose. The obvious opportunities for pressure and imposition make it advisable that they be entitled to compliance with § 5.* (grifamos). LARRY D. SODERQUIST. *Securities Regulation ...*, pp. 227-228.

qual-  
veria  
essá-  
com  
  
n Pu-  
oferta  
prega-  
  
os bá-  
ocação  
  
entes e  
s ameri-  
eita pela  
drada na  
esa que a  
ite a um  
s haviam  
nários, os  
e utiliza-  
se basicamente  
inalidade  
losure de  
here is no  
proteção  
e compro-  
emselves",  
o registro.  
Act is the  
full disclo-  
sions. The  
e statutory  
ctical need  
m whether  
he Act. An  
selves is a  
of inquiry  
egistration.  
ation which  
d imposition  
os). LARRY

de valores mobiliários: (i) a capacidade dos ofertados de defenderem-se por conta própria ("*fend for themselves*"); e (ii) o acesso dos ofertados ao mesmo tipo de informação que seria fornecida caso a operação tivesse sido registrada perante a SEC<sup>13</sup>.

Em 1974, a SEC, visando a estabelecer *standards* mais objetivos para a caracterização das ofertas públicas, editou a *Rule 146*, na qual foram disciplinados os principais problemas concernentes à aplicação da dispensa do registro de oferta pública<sup>14</sup>.

Posteriormente, a *Rule 146* foi substituída pela *Regulation D*, que estabeleceu três hipóteses expressas em que ofertas de venda de valores mobiliários **não** seriam caracterizadas como públicas. De acordo com tal regulação, passaram a estar isentas da obrigatoriedade de registro perante a SEC ofertas: i) envolvendo valores inferiores a determinado limite; ii) realizadas perante um número limitado de ofertados; ou iii) dirigidas apenas a investidores qualificados.

A partir da análise dos precedentes jurisprudenciais e da regulação expedida pela SEC, constata-se que os elementos mais importantes para configurar o caráter público de determinada operação, no direito norte-americano, são: (a) a qualificação dos ofertados; (b) o acesso deles às informações sobre o valor mobiliário que está sendo oferecido; e (c) a maneira pela qual é efetuada a colocação<sup>15</sup>.

Em outros ordenamentos jurídicos, estas premissas também são, em essência, consagradas. Com efeito, na legislação italiana, o conceito relevante para se configurar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários é o de "*sollecitazione al pubblico risparmio*" (apelo à poupança popular), definido no artigo 18 da Lei de 07.06.1974, segundo a redação dada pela Lei de 23.03.1983, entendendo-se como tal: o anúncio público de emissão; a compra ou venda mediante oferta ao público; a oferta pública de subscrição; a oferta pública de permuta

13 NELSON EIZIRIK. Aspectos Modernos do Direito Societário ..., p. 19.

14 ARIÁDNA BOHOMOLETZ GAAL, "A Caracterização de Emissão Pública e Privada de Valores Mobiliários no Direito Norte-Americano", *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Malheiros, n. 63, jul./set. 1986, p. 63.

15 A propósito, veja-se o entendimento da American Bar Association quanto à melhor interpretação do *Securities Act* de 1933, "A Position Paper of the Federal Regulation of Securities Committee, Section of Corporation, Banking and Business Law of the American Bar Association", reproduzido em LARRY D. SO-  
DERQUIST. *Securities Regulation* ..., p. 239.



de valores mobiliários; qualquer forma de colocação "porta a porta", por meio de circulares e meios de comunicação de massa em geral.

A legislação francesa, por sua vez, determina no artigo 72 da Lei 537 de 24.07.1966, que se considera que fazem apelo à poupança popular ("*appelation publique 'a l'épargne'*") as sociedades cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação em bolsa de valores. Na hipótese de companhias cujos valores mobiliários não estejam cotados em bolsa de valores, o caráter público da oferta resulta da difusão dos valores mobiliários a mais de 300 (trezentas) pessoas ou, independentemente da quantidade de destinatários, quando houver o recurso, para a colocação de tais títulos no mercado, de intermediários financeiros, meios publicitários, ou venda "porta a porta". Verifica-se que, no direito francês, o simples fato de uma companhia ter ações cotadas em bolsa já caracteriza como pública qualquer oferta de valores mobiliários por ela formulada.

O direito português estabelece, no artigo 109 do Código dos Valores Mobiliários, que existe oferta pública quando (i) os valores mobiliários são oferecidos, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados, ainda que tal oferta seja realizada através de múltiplas comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados; (ii) os valores mobiliários são oferecidos a pelo menos 100 investidores portugueses não qualificados; ou (iii) quando a oferta for precedida ou acompanhada de promoção publicitária, ou prospecção de intenções de investimento junto a destinatários indeterminados.

No Direito Comunitário Europeu, não foi formulado um conceito uniforme de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. A Diretiva 89/298/CEE utilizou um enfoque mais pragmático, ao prescindir da caracterização de uma oferta como pública ou privada e estabelecer, em contrapartida, uma série de exceções ao regime de oferta pública. O importante, nos termos da Diretiva, não é a configuração do caráter público ou privado da oferta, mas sim a verificação se a situação concreta se beneficia de alguma das referidas exceções. Neste sentido, o artigo 2.b da Diretiva estabelece que ela não se aplica às ofertas de distribuição dirigidas exclusivamente a um grupo reduzido de pessoas, embora não determine qual seria essa quantidade de pessoas.

O direito alemão seguiu a orientação da Diretiva, ao transpô-la para o ordenamento jurídico germânico por meio da Lei de 13.12.1990 (*Gesetz über Wertpapier-Verkaufsprospekte*). Tal lei tam-

bé  
m  
res  
  
Pu  
exi  
bili  
do  
pro  
alie  
tenl  
ofer  
cien  
I  
ca. A  
segu  
89/2  
mobi  
de Va  
te, de  
ção da  
ro res  
tras c  
exceç  
No  
públic  
Lei n°  
ceitual  
mobiliá  
ma ven  
  
16 Sobre  
Juridico  
bles. Mac  
17 "Art.  
no merca  
pública: I  
prospectos  
adquirent  
a negociaç  
utilização

orta",  
ral.  
la Lei  
ça po-  
alores  
es. Na  
otados  
ão dos  
, inde-  
er o re-  
diários  
ifica-se  
r ações  
de valo-

dos Va-  
res mo-  
indeter-  
múltiplas  
dividual-  
os a pelo  
) quando  
itória, ou  
rios inde-

o conceito  
iliários. A  
, ao pres-  
vada e es-  
ne de ofer-  
nfiguração  
ção se a si-  
ões. Neste  
e aplica às  
o reduzido  
ade de pes-

o transpô-la  
da Lei de  
Tal lei tam-

bém não contém um conceito de oferta pública e excepcional, da mesma forma, do seu âmbito de aplicação, as ofertas dirigidas a um círculo restrito de pessoas, sem determinação do número.

O direito inglês, a seu turno, ao adaptar a Diretiva da CEE pela *Public Offers of Securities Regulation* de 1995, estabelece que não existe oferta pública no Reino Unido se, por exemplo, os valores mobiliários forem oferecidos a no máximo 50 (cinquenta) pessoas; quando a oferta for dirigida a pessoas que, na prática de suas atividades profissionais, tenham contato com a aquisição, gerenciamento, ou alienação de investimentos, e também nas ocasiões em que a oferta tenha sido dirigida a um círculo restrito de pessoas, sobre quem o ofertante possa razoavelmente presumir terem conhecimento suficiente quanto aos riscos inerentes à aceitação da proposta.

No direito espanhol, também não há um conceito de oferta pública. A Lei do Mercado de Valores espanhola (Lei 24, de 28.07.1988) segue uma orientação parecida àquela adotada pela Diretiva 89/298/CEE. Em princípio, toda oferta de distribuição de valores mobiliários está sujeita à obrigação de análise e registro pela Comissão de Valores Mobiliários espanhola. Estão isentas, total ou parcialmente, de tais formalidades, determinadas categorias de emissão, em função da natureza do emissor, do pequeno volume da emissão, do número restrito ou das características especiais dos destinatários ou de outras circunstâncias que tornem aconselhável o estabelecimento de exceções ao cumprimento das obrigações<sup>16</sup>.

No ordenamento jurídico brasileiro, a caracterização das ofertas públicas de venda de valores mobiliários está prevista no artigo 19 da Lei nº 6.385/1976<sup>17</sup>, que, ao invés de estabelecer uma distinção conceitual entre a distribuição privada e a distribuição pública de valores mobiliários, limitou-se a enunciar algumas hipóteses em que esta última vem a se caracterizar.

16 Sobre o direito espanhol, conferir LUIZ DE CARLOS BERTRAN. *Regimen Juridico de las Ofertas Publicas de Suscripcion y Venta de Valores Negociables*. Madrid, Civitas, 1998.

17 "Art. 19 — Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. (...) 3º — Caracterizam a emissão pública: I — a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II — a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos, por meio de empregados, agentes ou corretores; III — a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, com a utilização dos serviços públicos de comunicação."



O artigo 19 da Lei n° 6.385/1976 foi regulamentado pelo artigo 3° da Instrução CVM n° 400/2003<sup>18</sup>, que também não estabelece o conceito de oferta pública, optando por apenas enumerar, de forma exemplificativa, determinados elementos objetivos que podem configurar a distribuição pública de valores mobiliários.

Os elementos objetivos constituem os meios empregados para a colocação dos valores mobiliários junto ao público. Ou seja, deve-se verificar se os meios ou instrumentos utilizados pela companhia para fazer chegar sua emissão junto aos potenciais investidores caracterizam a intenção de atingir o público em geral ou apenas um número restrito e determinado de pessoas<sup>19</sup>.

A divulgação de anúncios relativos à oferta nos meios de comunicação de massa constitui uma tentativa evidente de se atingir uma quantidade indeterminada de investidores e, conseqüentemente, é considerada como elemento caracterizador da oferta pública por todas as legislações que tratam da matéria.

Neste sentido, no Direito Argentino, a Ley n° 17.811, de 01.01.1969, definiu a oferta pública como "*la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores (...) por medio de (...)*

18 "Art. 3° São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos: I — a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; II — a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados; III — a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou IV — a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (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."

19 NELSON EIZIRIK. Aspectos Modernos do Direito Societário ..., pp. 15-16.

oferecimi  
siones ra  
gráficas,  
res y comu  
sion" (grif

Nos E  
ção de ma  
privada a  
abertos à  
Rule 502 (

No Br  
samente r  
listas ou b  
cios destin

Tal di  
400/2003  
distribuiçã  
de, oral ou  
meios de  
mentos na  
correio ele

Diante  
ca de dete  
pessoa, de  
a oferta. C  
ma referid  
oferecer o  
adquirente

Assim,  
como públ  
prio oferta

20 "(c) Li  
230.504(b)  
sell the secur  
including, b  
notice or ot  
similar mea  
meeting who  
advertising"  
21 LOUIS I



*ofrecimientos personales, publicaciones periodísticas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión” (grifamos).*

Nos Estados Unidos, além da utilização dos meios de comunicação de massa, também se considera incompatível com uma operação privada a realização de reuniões ou seminários relacionados à oferta abertos à participação de qualquer pessoa interessada, nos termos da Rule 502 (c) da Regulation D da SEC<sup>20</sup>.

No Brasil, o artigo 19, § 3º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976 expressamente menciona que caracteriza “a oferta pública a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público”.

Tal dispositivo legal foi regulamentado pela Instrução CVM nº 400/2003, que relaciona como elemento indicador da existência da distribuição pública de valores mobiliários 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)” (grifamos).

Diante disso, constitui circunstância indicadora da natureza pública de determinada oferta a distribuição indiscriminada, a qualquer pessoa, de prospectos, folhetos e outros materiais publicitários sobre a oferta. Com efeito, tal prática, assim como os demais elementos acima referidos, também pode demonstrar o esforço do ofertante em oferecer os valores mobiliários a um número ilimitado de potenciais adquirentes, independentemente de suas características pessoais.

Assim, a oferta de valores mobiliários, para não ser caracterizada como pública, deve ser formulada diretamente aos ofertados pelo próprio ofertante ou por seus representantes<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> “(c) Limitation on manner of offering. Except as provided in § 230.504(b)(1), neither the issuer nor any person acting on its behalf shall offer or sell the securities by any form of general solicitation or general advertising, including, but not limited to, the following: (1) Any advertisement, article, notice or other communication published in any newspaper, magazine, or similar media or broadcast over television or radio; and (2) Any seminar or meeting whose attendees have been invited by any general solicitation or general advertising” (grifamos).

<sup>21</sup> LOUIS LOSS. Fundamentals of Securities Regulation ..., p. 314.

Contudo, o simples fato de, ao invés de ser baseada em material publicitário e anúncios divulgados ao público em geral, a oferta ser apresentada diretamente aos potenciais investidores não assegura que ela não possa ser classificada como pública.

De fato, a Lei nº 6.385/1976 (artigo 19, § 3º, inciso II) e a Instrução CVM nº 400/2003 (artigo 4º, inciso II) também estabeleceram ser pública a emissão em que investidores indeterminados são procurados por empregados da companhia ou por agentes ou corretores por ela contratados para tal finalidade.

Em vista disso, torna-se relevante determinar o número de pessoas procuradas pela companhia ou por seus representantes, posto que a realização de um número significativo de ofertas diretas também pode comprovar o eventual esforço da companhia na colocação pública dos valores mobiliários de sua emissão.

Isto porque, apesar de tal fator, isoladamente, não ser decisivo para configurar a natureza da oferta, é inegável que quanto maior o número de pessoas procuradas pela companhia emissora, maior será a probabilidade que a oferta seja caracterizada como pública. A respeito, a jurisprudência norte-americana já se manifestou no sentido de que: "(...) *the more offerees, the more likelihood that the offering is public*"<sup>22</sup>.

A *Rule 506* da *Regulation D* editada pela SEC isenta de registro qualquer oferta de valores mobiliários em que o número de aquisições realizadas por investidores não qualificados seja inferior a 35 (trinta e cinco), desde que a companhia não se utilize de meios de divulgação ao público em geral<sup>23</sup>.

Ou seja, de acordo com esta regra, determinada distribuição de valores mobiliários não será considerada pública caso ela seja realizada com base em contatos diretos entre os representantes da emissora e até 35 (trinta e cinco) subscritores.

22 Trata-se do caso *Hill York Corp. v. American International Franchises, Inc.*, citado por RICHARD W. JENNINGS, HAROLD MARSH, JR., JOHN C. COFFEE, JR. *Securities Regulation ...*, p. 335.

23 "(a) *Exemption. Offers and sales of securities by an issuer that satisfy the conditions in paragraph (b) of this § 230.506 shall be deemed to be transactions not involving any public offering within the meaning of section 4(2) of the Act. (b) Conditions to be met. (...) (2) Specific conditions. (i) Limitation on number of purchasers. There are no more than or the issuer reasonably believes that there are no more than 35 purchasers of securities from the issuer in any offering under this § 230.506*" (grifamos).

aterial  
rta ser  
ra que

Instru-  
ceram  
procu-  
res por

de pes-  
, posto  
as tam-  
locação

lecisivo  
maior o  
r será a  
respei-  
tido de  
ig is pu-

registro  
uisições  
(trinta e  
vulgação

uição de  
realizada  
nissora e

hises, Inc,  
JOHN C.

satisfy the  
e transac-  
4(2) of the  
itation on  
ly believes  
uer in any

Finalmente, o último elemento expressamente mencionado pela Lei nº 6.385/1976 e pela Instrução CVM nº 400/2003, como indicativo da natureza pública da oferta, refere-se ao fato de a negociação dos valores mobiliários ser feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, desde que precedida da utilização, pelo ofertante, de serviços públicos de comunicação. Não é o simples fato de ser a transação efetuada em estabelecimento aberto ao público que caracteriza a distribuição pública, mas sim a prévia publicidade de sua realização.

Note-se que os elementos objetivos elencados no § 3º do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 3º da Instrução CVM nº 400/2003 são exemplificativos. Quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não individualizados os destinatários da oferta, podem também ser considerados como caracterizadores da distribuição pública.

Todavia, a caracterização de determinada oferta como pública deve levar em conta outros fatores, e não apenas a presença dos meios objetivos mencionados na Lei nº 6.385/1976 e na Instrução CVM nº 400/2003. Com efeito, a interpretação literal de tais dispositivos poderia levar a situações absurdas, como seria o caso de se considerar como colocação pública uma operação de compra e venda de ações realizada entre dois particulares, apenas porque ela foi concretizada no escritório, aberto ao público, de uma instituição financeira.

Assim, apesar de os dispositivos legais e regulamentares mencionarem apenas os elementos objetivos, a sua interpretação teleológica permite concluir que a caracterização da oferta pública pressupõe a presença de outros requisitos, especialmente as características pessoais dos investidores perante os quais a oferta será realizada.

Neste sentido, a Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976, claramente influenciada pela experiência do direito norte-americano, enfatiza que a exigência do registro perante a CVM não deve ser aplicada às hipóteses em que os investidores não necessitam da atuação estatal para proteger seus interesses<sup>24</sup>.

<sup>24</sup> "Apenas a emissão pública (isto é, a emissão oferecida publicamente) está sujeita ao registro. Não se aplica essa norma à emissão particular, como é o caso da emissão negociada com um grupo reduzido de investidores, que já tenham acesso ao tipo de informação que o registro visa divulgar. Se estes, porém, adquirirem a emissão com o fim de colocar no mercado, mediante oferta pública, estão sujeitos às mesmas restrições que a companhia emissora" (grifamos).



Portanto, também no direito brasileiro, a determinação da natureza pública ou privada de uma oferta de valores mobiliários deve levar em conta aspectos de natureza subjetiva, os quais dizem respeito aos destinatários da oferta.

Conforme anteriormente referido, a oferta pública caracteriza-se, em síntese, por ser dirigida à generalidade de indivíduos, ou seja, por ser direcionada a pessoas indeterminadas, não individualizadas. Assim, no momento da realização da oferta há uma indeterminação dos destinatários; qualquer pessoa pode aceitar a proposta, individualizando-se apenas no momento da aceitação.

Não há que se confundir generalidade com totalidade. Nesse sentido, a lei Argentina considera como pública a oferta dirigida não só às pessoas em geral como também a setores ou grupos determinados<sup>25</sup>. A Instrução CVM nº 400/2003 estabelece, na mesma linha, que se considera como "*público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizada nesta qualidade*".

Dessa forma, uma oferta direcionada, por exemplo, "a todos os empresários" é também pública, ainda que a generalidade esteja limitada por certas características dos destinatários, que não chegam ao ponto de estabelecer uma individualização pessoal. Em outras palavras, a essência da distribuição pública está contida precisamente na ausência de individualização do ofertado, ainda que este se encontre em um grupo determinado de pessoas<sup>26</sup>.

Dada a feição nitidamente instrumental do registro de distribuição pública, a aplicação das normas não deve criar custos desnecessários para as companhias. Ou seja, não cabe à CVM impor o registro de distribuição, com a consequente divulgação de informações, quando ficar manifesto que os destinatários da oferta, dada sua situação, simplesmente não necessitam de proteção governamental.

Assim, para se distinguir a distribuição pública da distribuição privada, além da indeterminação dos ofertados, há que se perquirir sobre dois outros elementos subjetivos adicionais.

Em primeiro lugar, deve ser levada em consideração a qualificação dos ofertados, isto é, o seu grau de sofisticação como investidores, ou seja, se eles detêm conhecimento e experiência em questões financeiras.

25 Lei nº 17.811/1969, artigo 16.

26 SAMUEL F. LINARES BRETÓN. *Operaciones de Bolsa — Bolsas de Comercio y Mercado de Valores*. Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1980, p. 56.

ras e empresariais e se são capazes de avaliar os riscos e o mérito do investimento<sup>27</sup>.

Logo, podem ser consideradas privadas as distribuições colocadas apenas junto a investidores sofisticados, os quais não necessitam da proteção estatal conferida pelo registro. Nesta linha, colocações realizadas unicamente para um número limitado de investidores institucionais, instituições financeiras ou sociedades de capital de risco podem ser consideradas como privadas, independentemente dos meios utilizados no processo de oferta.

O segundo elemento refere-se à **disponibilidade de informações** sobre a companhia e os valores mobiliários em questão. Ou seja, deve ser verificado se os ofertados tiveram acesso às informações que a companhia teria apresentado por ocasião do registro, que lhes permitissem uma avaliação completa dos riscos do empreendimento<sup>28</sup>.

A jurisprudência dos tribunais norte-americanos já decidiu que o "acesso" refere-se à informação do mesmo tipo das que seriam prestadas no registro, não necessariamente idênticas. O fundamental é que sejam suficientes para permitir ao ofertado uma avaliação completa dos riscos do empreendimento<sup>29</sup>.

Como o registro tem uma natureza basicamente instrumental, se os investidores estão de posse de informações que lhes permitem uma tomada de decisão consciente, não há porque se obrigar a companhia

27 Conforme determina a Rule 506(b)(2)(ii), da SEC norte-americana. Sobre o assunto, leia-se A. SORAGHAN, "Private Offerings: Determining 'Access', 'Investment Sophistication' and 'Ability to Bear Economic Risk'", *Securities Regulation Law Journal*. Rochester, Thomsom-West, v. 8, 1980. De acordo com Louis Loss, "the relevant inquiry should be whether the investor can understand and evaluate the nature of the risk based upon the information supplied to him" (Fundamentals of Securities Regulation ..., p. 336).

28 "The requirement that all offerees have available the information registration would provide has been firmly established by this court as a necessary condition of gaining the private offering exemption. More specifically, we shall require on remand that the defendants demonstrate that all offerees, whatever their expertise, had available the information a registration statement would have afforded a prospective investor in a public offering" (grifamos). *Doran v. Petroleum Management Corp.*, reproduzido em RICHARD W. JENNINGS, HAROLD MARSH, JR., JOHN C. COFFEE, JR. *Securities Regulation ...*, pp. 336-337.

29 CARL W. SCHNEIDER, "The Statutory Law of Private Placements", *The Review of Securities & Commodities Regulation*. New York, RSCR Publications, v. 14, n. 14, 1981.

emissora a proceder ao registro perante a autoridade governamental, com custos desnecessários.

Em regra, considera-se que a possibilidade de acesso a tais informações pode ser presumida caso os ofertados possuam alguma espécie de vínculo com a companhia emissora, o qual pode decorrer de fatores como relações familiares, de amizade, de emprego ou de negócios com a emissora.

Nesse sentido, o artigo 3º, § 1º, da Instrução CVM nº 400/2003 expressamente ressalva que não se caracteriza como pública a oferta realizada a um grupo de pessoas que mantenha "*prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora*".

Assim, no caso de subscrição de valores mobiliários em decorrência do exercício do direito de preferência, não há, por definição, emissão pública, dado o relacionamento direto existente entre a companhia emissora e os subscritores<sup>30</sup>. Em tal hipótese, não há necessidade de efetivação de registro, uma vez que já se encontram à disposição dos acionistas as informações necessárias a uma decisão consciente de investimento<sup>31</sup>.

Com efeito, a emissão destinada apenas aos acionistas da companhia constitui uma oferta privada. Os destinatários são pessoas determinadas, mantêm vínculo direto com a emissora e, tendo sido regularmente praticados os atos societários prévios ao aumento de capital (publicação de editais, atas e avisos, realização de Assembleia Geral), pode-se supor que estavam convenientemente informados para exercer seu direito de preferência<sup>32</sup>.

Ainda no que se refere ao vínculo existente entre a companhia emissora e os ofertados, vale ressaltar decisão proferida pelo Colegiado da CVM, na qual se concluiu que a relação entre os bancos e seus clientes, por ser, em regra, uma relação "*de massa*", não consubstancia a "*prévia relação comercial*" referida no artigo 3º, § 1º, da Instrução

30 Parecer da Superintendência Jurídica da CVM nº 005/86, de 19.02.1986.

31 Nota Explicativa CVM nº 19/80.

32 No direito português, ao contrário, considera-se como pública a emissão de ações de sociedades cujos valores mobiliários estejam cotados em bolsa de valores, mesmo que a emissão seja reservada aos acionistas. A propósito, verificar, LUIZ DE CARLOS BERTRAN. Regimen Juridico de las Ofertas ..., pp. 214-215.



tal,  
tais  
ma  
rer  
de  
003  
erta  
ner-  
m a  
rên-  
mis-  
npa-  
dade  
sição  
te de  
mpa-  
eter-  
gular-  
apital  
eral),  
exer-  
anhia  
legia-  
e seus  
tância  
rução  
986.  
ssão de  
de valo-  
erificar,  
p. 214-

CVM nº 400/2003 e, portanto, nessa hipótese, não cabe a exceção ao regime de oferta pública<sup>33</sup>.

Ademais, também admite-se que o investidor possa ter acesso a informações similares às que seriam prestadas no registro da distribuição pública em função de possuir poder de barganha econômico (“*economic bargaining power*”) frente a emissora<sup>34</sup>.

De fato, geralmente considera-se que instituições financeiras e outros investidores institucionais não necessitam da proteção estatal representada pelo registro, pois detêm este atributo do “poder de barganha”. Vale dizer, o seu poder econômico permite a tais investidores exigir do ofertante, como condição para que venham a participar da operação, não apenas o acesso a todas informações sobre os valores mobiliários ofertados, mas a outras formas de proteção que, em regra, não são oferecidas aos investidores em uma oferta pública registrada perante a autoridade reguladora<sup>35</sup>.

Em função deste “poder de barganha econômico” perante a companhia emissora, presume-se que tais investidores terão acesso às informações por eles consideradas necessárias para avaliar adequadamente a conveniência de participar da oferta, ainda que as informações por eles exigidas não sejam idênticas àquelas que seriam disponibilizadas aos demais investidores por ocasião do registro da oferta pública.

A utilização dos elementos subjetivos ora comentados para definir a natureza de determinada oferta de venda de valores mobiliários também é expressamente reconhecida em nosso ordenamento jurídico.

Com efeito, o artigo 4º, § 1º, inciso VII, da Instrução CVM nº 400/2003 permite à CVM dispensar o registro das ofertas públicas de

33 Decisão da Diretora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, em reunião de 26.02.2007, em consulta sobre emissão de Cédulas de Debêntures Não-Vinculadas formulada pelo Unibanco (Processo Administrativo CVM RJ 2006/8566).

34 LOUIS LOSS. *Fundamentals of Securities Regulation* ..., pp. 338-339.

35 DAVID L. RATNER. *Securities Regulation* ..., p. 263: “*The vast bulk of these offerings, however, consists of 'private placements' of large blocks of securities with institutional investors (...). The SEC has generally raised no objections to the consummation of these transactions in reliance on the § 4(2) exemption, since the purchasers are customarily in a position to insist upon the issuer providing them with information more extensive than that contained in a registration statement and to give them other protections not available to purchases in a registered public offering*” (grifamos).

venda de valores mobiliários dirigidas exclusivamente a investidores qualificados, desde que os subscritores declarem que "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" e que "b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto".

Tendo em vista o caráter instrumental das normas relativas ao registro de ofertas públicas, já mencionado, a caracterização dos destinatários da oferta constitui o critério mais importante para a classificação da colocação como pública.

Assim, para a caracterização da distribuição 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, independentemente dos meios utilizados no processo de oferta, determinada distribuição de valores mobiliários não deve ser considerada pública se os ofertados, além de pessoas certas ou determinadas, forem investidores sofisticados e, em função de suas relações com a companhia emissora ou do fato de deterem "poder de barganha" perante esta, tiverem acesso ao mesmo tipo de informação que seria exigido em decorrência do registro<sup>36</sup>.

Portanto, determinada oferta de venda de valores mobiliários somente pode ser considerada como pública após a análise de todas as circunstâncias fáticas envolvidas, a fim de se verificar se estão presentes os elementos objetivos e subjetivos e se eles permitem inferir a intenção do ofertante de atingir um número indeterminado de potenciais investidores.

#### 4.3.2. Oferta Pública de Distribuição com Esforços Restritos

Seguindo a noção acima exposta de que os investidores qualificados não precisam da proteção concedida pelo registro, a CVM pretendeu regular, por meio da Instrução CVM nº 476/2009, uma terceira modalidade de oferta de venda de valores mobiliários, que se distingue tanto da oferta pública propriamente dita como da oferta privada. Esta terceira modalidade foi denominada "*oferta pública de valores mobiliários distribuída com esforços restritos*" ou, simplesmente, "*oferta restrita*".

36 NELSON EIZIRIK. Aspectos Modernos do Direito Societário ..., p. 21.

37 "Art. 1º...  
I — notas com  
sabilidade de  
permutáveis p  
certificados de  
ras."

38 Artigo 5º, I

39 Artigo 6º, I

ores  
eci-  
tr os  
cos”  
ssá-  
ielas

o re-  
esti-  
ssifi-

i pri-  
o dos  
erta-  
os no  
iários  
s cer-  
ão de  
i “po-  
infor-

os so-  
das as  
resen-  
ferir a  
poten-

alifica-  
reten-  
erceira  
dintin-  
rivada.  
valores  
mente,

. 21.

As ofertas feitas seguindo a mencionada Instrução somente podem ter como objeto os títulos descritos no art. 1º, § 1º, da Instrução CVM nº 476/2009<sup>37</sup>, os quais não incluem as ações e outros títulos conversíveis em ações, e somente podem ter por destinatários investidores qualificados (conforme definidos pelo artigo art. 109 da Instrução CVM nº 409/2004).

Tais ofertas não estão sujeitas às regras de registro previstas na Instrução CVM nº 400/2003<sup>38</sup>, ficando automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o *caput* do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976<sup>39</sup>, devendo o intermediário da oferta apenas informar o seu encerramento à CVM no prazo de 5 dias. Essa dispensa proporciona, entre outros efeitos, uma maior agilidade na colocação de valores mobiliários, uma redução dos custos inerentes ao processo de distribuição de valores mobiliários e uma maior segurança aos emissores quanto à inexigibilidade de registro na CVM, tendo em vista a incerteza que caracteriza o conceito de oferta pública (ver item 4.3.1).

A CVM, porém, devido a esta dispensa, exige uma declaração, por escrito, dos investidores que pretendam adquirir ou subscrever títulos e valores mobiliários objeto de tais ofertas, atestando sua ciência de que a oferta não foi registrada na Autarquia e de que os títulos e valores mobiliários ofertados estão sujeitos às restrições de negociação previstas na Instrução CVM nº 476/2009.

De acordo com a Instrução CVM nº 476/2009, na oferta com esforços restritos, somente é permitida a procura de, no máximo, 50 investidores qualificados pelos representantes do ofertante, sendo que os valores mobiliários ofertados não podem ser adquiridos por mais de 20 investidores. Porém, fundos de investimento em que as decisões de investimento sejam tomadas por um mesmo gestor são considerados como um único investidor para efeitos da aplicação dos limites de ofertados e subscritores/adquirentes anteriormente referidos.

37 “Art. 1º... §1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de: I — notas comerciais; II — cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira; III — debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações; IV — cotas de fundos de investimento fechados; V — certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio; e VI — letras financeiras.”

38 Artigo 5º, Inst. CVM nº 476/2009

39 Artigo 6º, Inst. CVM nº 476/2009



Outra característica relevante da Instrução CVM nº 476/2009 consiste no fato de que não apenas sociedades anônimas, mas também sociedades limitadas e cooperativas podem utilizar-se da sistemática das ofertas públicas com esforços restritos para colocarem títulos de sua emissão no mercado, não se exigindo que o emissor obtenha o registro de companhia aberta perante a CVM.

Neste sentido, o art. 17 da referida Instrução estipula uma lista de exigências que devem ser cumpridas pelo emissor dos valores tratados acima, dentre as quais destacam-se a preparação e "auditoria das demonstrações financeiras anuais, de acordo com as normas editadas pela CVM para as companhias abertas; a necessidade de observar as regras da Instrução CVM nº 358/2002 acerca do dever de sigilo e vedação à negociação por pessoas relacionadas ao emissor, tais como administradores e acionistas controladores; e a obrigação de divulgar fatos relevantes ocorridos em seus negócios.

Ainda de acordo com a mencionada Instrução, o ofertante não poderá fazer, dentro de um período de 4 (quatro) meses, outra oferta restrita de valores mobiliários de mesma espécie e emissor, sem que esta se submeta ao registro perante a CVM.

Os valores mobiliários colocados por meio de oferta restrita somente podem ser negociados entre investidores qualificados, depois de decorridos 90 dias da subscrição/aquisição pelo investidor e no mercado de balcão, organizado ou não, sendo expressamente vedadas negociações em bolsa. De acordo com a Instrução CVM nº 476/2009, cabe aos intermediários nas negociações com tais valores mobiliários certificar o cumprimento das referidas restrições à negociação, as quais, no entanto, deixam de ser aplicáveis caso o emissor obtenha o registro de companhia aberta.

Vale ressaltar que, apesar de ser denominada "pública", na oferta restrita não é admitida a *"busca de investidores através de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores"*<sup>40</sup>.

Devido ao acima disposto, observa-se claramente que as ofertas restritas, na forma em que foram reguladas pela Instrução CVM nº 476/2009, possuem determinadas características que as aproximam das ofertas privadas, como o fato de serem realizadas sem a utilização

40 Artigo 2º, parágrafo único, Inst. CVM nº 476/2009