

4.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Conforme discorrido ao longo do Capítulo 3 do presente trabalho, a disciplina societária e, em especial, os requisitos organizativos impostos como condição ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, são absolutamente importantes no contexto da construção de uma arquitetura jurídico-regulatória apta a favorecer e suportar tal mecanismo de financiamento da atividade empresária de maneira eficiente e não discriminatória.

Outro relevante componente relativo ao regime jurídico que permeia tal processo, e cuja construção é igualmente fundamental a esse propósito, diz respeito ao regramento dos mecanismos de capitalização⁸³⁶ das empresas por meio do mercado de valores mobiliários, ou seja, a disciplina do processo de captação de recursos propriamente dito.

Dessa forma, é também fundamental avaliar determinados aspectos de tal regime, com o intuito de apurar em que medida são construídos de modo a favorecer o processo de formação de capital pelas sociedades empresárias.

A disciplina das operações que conformam o processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários – especificamente aquelas que envolvem o processo de captação de recursos por meio de apelo à poupança popular – constitui, há longa data, um dos pontos nevrálgicos da regulação do mercado de valores mobiliários, em torno do qual, inclusive, tal regramento se consolidou e evoluiu ao longo do tempo; e cujos pressupostos foram cristalizados especialmente a partir da edição, nos Estados Unidos, do *Securities Act* de 1933⁸³⁷.

836 A expressão capitalização, nesse contexto, é utilizada de maneira abrangente, em referência ao processo por meio do qual a empresa capta os recursos necessários ao exercício de sua atividade, e não em referência exclusivamente ao processo pelo qual ocorre a formação ou aumento do seu capital social.

837 Os primeiros vestígios de regulação do mercado de valores mobiliários de que se têm notícia – que surgiram no Reino Unido – eram destinados precipuamente aos intermediários que criaram e atuavam em tal mercado: os corretores. Tais iniciativas, ligadas de maneira direta ao mercado secundário, tinham por objetivo justamente coibir abusos, desvios de condutas e práticas manipulativas perpetradas por tais profissionais, que passaram a ocorrer tão logo tal mercado passou a se desenvolver, sendo a mais significativa delas o *Bubble Act* de 1720. Sobre as origens da regulação do mercado de valores mobiliários, L. Loss et al. afirmam: "A *statute of Edward I, in 1285, authorized the Court of Aldermen to license brokers in the City of London, and there are records of a number of prosecutions against unlicensed brokers before the year 1300. Four centuries later, but still 80 years before the American Revolution, Parliament passed "[a]n act to restrain the number and ill practice of brokers and stock jobbers."* (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Op. cit. p. 1). Sobre a evolução desse regramento, P. Câmara afirma: "O primeiro escândalo financeiro britânico de grande impacto relacionou-se, no início do século XVII, com o negócio em torno das autorizações para a constituição de sociedades ('charters'), então muito custosas e envoltas em denso processo burocrático. A mais célebre viria a ser a *South Sea Company*, que tinha a seu cargo o monopólio de tráfego com os mares do Sul, a troco da assunção do serviço da dívida pública. (...) Para procurar pôr termo a esta situação viria a ser aprovado o 'Bubble Act' de 1720, destinado a combater bolhas ('bubbles') de especulação nos mercados, tomando ilicitos

Esse regramento – que inspirou grande parte da atual regulação do mercado de valores mobiliários ao redor do mundo – parte de um pressuposto bastante claro: o processo de oferta de qualquer bem, produto ou serviço destinado ao público⁸³⁸ é sempre envolto de um esforço de venda por parte do próprio

as empresas societárias de propósito fraudulento. A protecção dos investidores aparecia, então, como escopo legislativo, apenas desta maneira difusa e indirecta.” (CÂMARA, Paulo. Op. cit., p. 36-37). Para uma detalhada avaliação da evolução da regulamentação do mercado de valores mobiliários no Reino Unido e nos Estados Unidos da América ao longo dos séculos XVII a XIX, ver BANNER, Stuart. Op. cit. A partir da metade do Século XIX, os desvios de conduta cometidos no âmbito do mercado primário – associados especialmente a sonegação ou dissimulação acerca das reais informações sobre os empreendimentos subjacentes às ofertas públicas de ações realizadas – passaram a atrair maior preocupação, originando, no Reino Unido e nos Estados Unidos, uma sequência de iniciativas regulatórias que culminaram com a edição do *Companies Act* britânico de 1844 (e do diploma de mesmo nome que o sucedeu em 1929) e, nos Estados Unidos, com a edição do *Securities Act* de 1933, na ressaca da grande depressão de 1929 e no contexto do programa recuperacional conhecido como *New Deal*, proposto pelo Presidente Franklin D. Roosevelt. Sobre a influência da legislação britânica na elaboração do *Securities Act* de 1933, L. Landis afirma: “Our draft remained true to the conception voiced by the President in his message of March 29, 1933 to the Congress, namely that its requirements should be limited to full and fair disclosure of the nature of the security being offered and that there should be no authority to pass upon the investment quality of the security. This, of course, is the theory of the English Companies Act, but to the sanctions of that act we added the right of the Commission to suspend the registration of any security if inadequate compliance with the stated requirements for disclosure or misrepresentations of fact were found to exist in its registration statement.” (LANDIS, James. The legislative history of the securities act of 1933. *The George Washington Law Review*. Washington: The George Washington University, v. 29, 1959-1960, p. 34). Sobre essa influência, e a orientação geral adotada no diploma norte-americano, L. Leães afirma: “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 (1982). Op. cit., p. 90).

838 A esse respeito, O. Gomes enquadra a oferta ao público como categoria de proposta de contratar dirigida a pessoas incertas: “A proposta é a firme declaração repticia de vontade dirigida à pessoa com a qual pretende alguém celebrar um contrato, ou ao público. (...) A proposta pode ser indeterminada em alguns pontos. Ao proponente permite-se, por exemplo, deixar ao arbitrio do oblato a quantidade de mercadoria que lhe oferece ao preço unitário. Não é imprescindível, por outro lado, que seja feita a pessoa determinada. Admite-se seja determinável. O tipo por excelência de proposta ‘ad incertam personam’ é a oferta ao público. Alguns escritores consideram-na simples convite a fazer oferta, mas predomina o entendimento de que é proposta, se observados os requisitos de sua validade.” (GOMES, Orlando. *Contratos*. 26ª ed. Atualizadores: Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 73-74). Sobre as diversas espécies de relações contratuais originadas a partir de oferta ao público, E. Roppo destaca: “São numerosíssimas as relações contratuais da vida quotidiana que se constituem sobre a base de uma oferta ao público: são, assim, ofertas ao público, para nos limitarmos a alguns exemplos, a exposição de mercadorias – cujo preço esteja assinalado – nas montras de um estabelecimento ou nas prateleiras de um supermercado, ou a circulação de um táxi com a indicação “livre” ou a instalação de uma máquina para distribuição automática de cigarros mediante a inserção de moedas e assim por diante.” (ROPPO, Enzo. *O contrato*. Tradução de Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 2009, p. 80).

provedor daquilo que é ofertado (ou daqueles por ele contratados para tanto), e, nesse cenário de pressão, existem fortes incentivos a se superestimar a qualidade e as virtudes daquilo que se está vendendo e subestimar (ou até mesmo omitir) os eventuais defeitos ou riscos⁸³⁹.

A regulação do processo de captação de recursos provenientes da poupança popular por empresas, como é sabido, parte desse pressuposto, e assume, em grande medida, que as particularidades atinentes àquilo que efetivamente é ofertado nesse contexto – um valor mobiliário – maximizam a probabilidade de ocorrer o desvirtuamento acima descrito, exigindo, portanto, cuidado majorado⁸⁴⁰, especialmente em função da inexorável assimetria de informações que existe, nesse contexto, entre compradores e vendedores⁸⁴¹.

Isso porque, no contexto de uma oferta de valores mobiliários destinada ao público em geral, a decisão de investimento é evidentemente formada em um cenário de efetiva pressão de venda, a partir das declarações daquele que está emitindo ou vendendo esses títulos e de seus agentes contratados para auxiliar em tal processo, existindo importantes incentivos ao fornecimento de uma visão distorcida ao destinatário da oferta (investidor), por exemplo, superestimando os potenciais retornos e subestimando os potenciais riscos⁸⁴².

Nesse sentido, a regulação de tais operações tem por objetivo primordial (i) reverter esse cenário de assimetria informacional, exigindo a divulgação de um conjunto substancial de informações tidas como essenciais para a tomada da decisão de investimento; e (ii) regular de modo pormenorizado o processo de captação de recursos, a forma como a mesma é feita junto ao público investidor e a conduta daqueles que nela se engajam⁸⁴³.

839 A esse respeito, L. Loss et al. afirmam: "The Securities Act of 1933 did not spring full grown from the brow of a New Deal Zeus. It followed a generation of state regulation and several centuries of legislation in England. Indeed, the problems at which modern securities regulation is directed are as old as the cupidity of sellers and the gullibility of buyers." (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Op. cit., p. 1).

840 A esse respeito, S. Banner afirma: "After the crash of 1929 and the election of Roosevelt, Congress enacted the scheme of federal regulation that, with some modification, remains in effect today. The patterns of belief underlying that regulation, however, had been present in the United States, and in England before that, for more than two centuries. The belief that the sellers of securities were more likely to be deceitful than the sellers of other kinds of property, and that the sale of securities accordingly needed to be more closely supervised by government than the sale of other things, was widely held as early as the 1690s, and had never disappeared. The associated opinion that the securities market was unusually susceptible to domination by insiders, who could control prices by controlling the flow of information, was equally old. (...) It was a very old background of anti-market thought that gave rise to the idea that the securities market had to be more closely regulated than most other markets, and it was that idea in turn that gave rise to our current system of securities regulation." (BANNER, Stuart. Op. cit., p. 281-284).

841 A esse respeito, ver PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 77-85.

842 Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 82.

843 Cf. STEINBERG, Marc I. Op. cit., p. 189.

A regulação da matéria, em sua origem, parte de determinados pressupostos cujo entendimento é essencial para a avaliação da natureza dos requisitos - e, conseqüentemente, dos custos diretos e indiretos a eles associados - inerentes a tais operações. O principal deles é que os destinatários de tais operações são indeterminados e detêm, *a priori*, um conhecimento insuficiente sobre o investimento que está sendo a eles ofertado⁸⁴⁴, não reunindo, portanto, condições de negociar efetivamente pela divulgação das informações que seriam necessárias para uma tomada de decisão de investimento e que tampouco serão, em todos os casos, voluntariamente franqueadas pelos respectivos ofertantes⁸⁴⁵.

Nesse contexto, impõe-se a necessidade de divulgação obrigatória de um conteúdo informacional prescrito pelo próprio regulador⁸⁴⁶ e de observância de determinados procedimentos e regras de conduta como requisitos prévios à realização de tais operações, bem como do cumprimento, a partir de então, de uma série de obrigações subsequentes, associadas, em grande medida, à prestação de informações periódicas e eventuais. Isso em adição, evidentemente, aos requisitos estruturais e organizativos apontados ao longo do Capítulo 3 do presente trabalho.

Inegável, portanto, que a realização de uma operação dessa natureza impõe, às empresas que pretendem a captação de recursos por meio do mercado

844 A esse respeito, P. Câmara afirma: "A maior dose informativa das ofertas públicas tem um paralelo com um preceito já analisado: o art. 312.º, n.º 2. É o preceito que regula os deveres de informação dos intermediários financeiros, determinando que o dever de informação é tanto maior intenso quanto menor for a informação detida pelo cliente. A regra, pois, é da proporcionalidade inversa entre a densidade da informação a fornecer ao cliente e o grau de conhecimento e de experiência que este detém. Uma lógica de fundo similar atravessa o regime das ofertas públicas: como ponto de partida, o legislador supõe que os destinatários das ofertas públicas detêm um conhecimento insuficiente sobre o investimento que lhes é proposto e, por isso, para colmatar este presumido deficit informativo, há um lote importante de informação exigida. Aqui detecta-se, porém, uma diferença grande em relação ao critério de doseamento de informação a prestar por intermediário financeiro: enquanto que o grau de conhecimento é aferido em concreto face ao artigo 312.º (alicerçado no dever de conhecimento do cliente - 'know your client'), para a distinção das ofertas públicas há uma avaliação em abstracto, por categorias de destinatários. Aqui o legislador intervém *a priori*, determinando em abstracto se os destinatários estão ou não posicionados para aceder a informação suficiente sobre aquela oferta. Se não for o caso, justificar-se-á a qualificação da oferta como pública, em aplicação dos critérios legais." (CÂMARA, Paulo. Op. cit., p. 577).

845 Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 89-95. A respeito dos desincentivos à divulgação voluntária de informação nesse contexto, L. Loss et al. afirmam: "Such rationalizations highlight a key point. Many firms disclosure practices, if not subject to mandatory rules, would be the product of both financial considerations and concerns about the firms' competitive position. Because of concerns about the competition's response to dissemination of material information, some firms presumably would prefer to suffer lower stock market prices or pay higher costs of capital, at least in the short run, rather than run the risk of inspiring additional or earlier entrants into their product markets (or takeover bidders). The balance between financial and competitive considerations would likely vary by firm based on such factors as the need for new capital, fear of new competition, and relative influence of corporate financial and operating executives. This suggests that some firms would adopt disclosure policies materially different from those employed in their industries in spite of the adverse inferences that financial theorists posit that investors might draw." (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Op. cit., p. 56-57).

846 Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 162-163.

de valores mobiliários, uma gama significativa de custos, diretos e indiretos, inclusive em virtude das obrigações informacionais decorrentes⁸⁴⁷.

Todavia, como dito anteriormente, os pressupostos acima elencados – que justificam os requisitos tipicamente aplicáveis a tais operações – nem sempre estarão presentes em toda e qualquer operação em que se busca a captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários. Nesses casos, há de se avaliar em que medida se justifica a imposição de todos os ônus e custos decorrentes dos requisitos que tradicionalmente regem os processos de ofertas públicas de valores mobiliários, bem como daqueles que são exigidos posteriormente à mesma.

Além disso – também como já afirmado – tais custos devem ser sopesados em função do estágio evolutivo da sociedade empresária, sobretudo no contexto de políticas regulatórias voltadas a fomentar o engajamento de empresas de menor porte em operações dessa natureza⁸⁴⁸.

Em suma, um regime regulatório balanceado há de exigir o cumprimento deste custoso procedimento apenas quando houver uma justificativa efetiva para sua imposição, considerando os custos decorrentes *vis-à-vis* a tutela por ele concedida⁸⁴⁹. E isso dependerá, basicamente, de determinados aspectos relacionados à empresa envolvida na transação (porte, ramo de atuação etc.) e aos mecanismos empregados em seu processo de captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários⁸⁵⁰.

847 Cf. PITTA, Andre Grünspun (2013a). Op. cit., p. 171-173.

848 A esse respeito, L Loss et al. destacam: "A perennial conundrum of the securities laws is how to treat small businesses fairly. Historically, considerable evidence has demonstrated that a substantial proportion of securities fraud is committed by the promoters of new, speculative firms. To fully exempt small business from the reach of the securities laws would deprive investors of protection in some of the instances where investors need protection most. On the other hand, there is no question that when small firms issue new securities they pay a proportionately higher price for underwriting compensation (the primary expense), accounting, legal, and filing costs than larger businesses. For some small firms, the costs of a public securities distribution are prohibitive. Unless it is national policy to give the large business firms advantages over the small in capital formation, it is essential to create compensatory programs to stimulate the financing of small firms." (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Op. cit., p. 529). Da mesma forma, M. Steinberg afirma: "Accordingly, the costs of having a "registered" offering under the Securities Act frequently will be substantial. For a start-up venture or a business in severe financial difficulty, the costs of a public offering normally will prove prohibitive. Moreover, it is next to impossible successfully to consummate a registered offering unless receptive investment bankers can be retained to underwrite the offering and the financial markets are favorable. These conditions are exacerbated in cases in which enterprises with little or no previous earnings history seek to "go public." (STEINBERG, Marc I. Op. cit., p. 97).

849 Cf. STEINBERG, Marc I. Op. cit., p. 95-96.

850 Nesse sentido, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort, avaliando tais circunstâncias à luz do regime norte-americano, afirmam: "Not every transfer of capital involving a security will activate the 1933 and 1934 Acts. In many types of transactions, the disclosure requirements of the securities acts may seem less than compelling when balanced against other considerations, such as the sophistication of a given set of purchasers, the actual or theoretical likelihood of adequate state regulation, and the needs of the business to raise comparatively small amounts of capital without the burdens of registration." (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 249).

A partir desse reconhecimento, surgem, no bojo do arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários, determinados regimes especiais – que, para os efeitos do presente trabalho, são referidos como mecanismos de formação semipública de capital – que dispensam ou simplificam diversos requisitos ligados à captação de recursos no mercado primário de valores mobiliários e às obrigações contínuas (periódicas e eventuais) decorrentes – especialmente aquelas de natureza informacional –, em função de alguns fatores, especialmente: (i) do porte e estágio de desenvolvimento do emissor; (ii) do volume financeiro objeto da oferta; (iii) da dispersão dos investidores objeto da oferta; e (iv) da especialização dos investidores objeto da oferta ou de sua relação prévia com a sociedade empresária emissora dos valores mobiliários envolvidos na transação⁸⁵¹.

Esses regimes especiais são, por sua vez, também constituídos a partir de algumas premissas importantes, notadamente: (i) que o custo advindo do cumprimento das obrigações tradicionalmente impostas quando do processo de captação pública de recursos pode ser substancialmente maior para sociedades de menor porte ou em estágio inicial de desenvolvimento⁸⁵²; (ii) na hipótese de o processo de captação de recursos ocorrer por meio de mecanismos

⁸⁵¹ A esse respeito, S. Choi e A. Pitchard afirmam: "Issuers, of course, face the direct cost of complying with the regulatory requirements. But public offering and public company status may also become a distraction for managements attempting to ensure compliance. Moreover, it forces the company to open its books and operations to outsiders. Significantly, many of these costs are fixed: They do not vary with the size of the offering or the company. Issuers selling a modest amount of securities may find that the high fixed costs of public offering process exceed its benefits. Second, the benefits of §5 and the public company provisions may vary depending on the type of investors sought in an offering. Offerings made solely to sophisticated investors who can assess the merits and risks of an investment without the assistance of regulatory protections have less need for mandatory disclosure, gun-jumping rules, and heightened civil liability. Based on this reasoning, the securities law takes a functional approach to determining when an offering requires the protections under §5 and is therefore public." (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C. *Securities Regulation: Essentials*. Aspen: New York, 2008, p. 300).

⁸⁵² Trata-se, inclusive, da justificativa para a existência de regimes especiais para as sociedades de menor porte em geral, considerando que os custos advindos da regulação tendem a ser relativamente fixos, onerando de maneira mais contundente, as empresas menores. Essa foi, inclusive, uma das conclusões do *Expert Group* instituído pela Comissão Europeia para avaliar modelos para reduzir os ônus regulatórios impostos às empresas pequenas e médias: "Several reasons are responsible for the disproportionate distribution of regulatory costs. First, a large part of regulation results in costs that are fixed or do not change much with the size of a business. Filling in a form takes a certain amount of time, and it makes no difference that a larger business might have to fill in bigger figures than a smaller enterprise. Second, larger businesses can employ specialists to deal with regulatory obligations more efficiently. For larger businesses, investment in computerisation and rationalisation of regulatory obligations will often be worthwhile because of the larger number of cases to be dealt with. This too results in higher efficiency. Third, in small enterprises the entrepreneur himself will often be responsible for taking care of the regulatory obligations. This means that the most valuable resource of the small business will be occupied with tasks that do not directly contribute to the success of the enterprise." (EUROPEAN COMMISSION. *Report of the Expert Group: Models to Reduce The Disproportionate Regulatory Burden on SMEs*. Enterprise and Industry Directorate-General, 2007, p. 4. Disponível em: <<http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/10037/attachments/1/translations/en/renditions/>>. Acesso em: 23 out. 2016).

alternativos, que envolvem um número reduzido de investidores, ou apenas investidores extremamente especializados, há menor necessidade de ingerência regulatória, inclusive em decorrência da real possibilidade de negociação e um efetivo processo de barganha com relação às condições da oferta e as informações consideradas importantes à realização do investimento⁸⁵³.

Ademais, o acesso, por parte das sociedades empresárias, a recursos provenientes do mercado de valores mobiliários pode ocorrer de outras formas que não envolvam a emissão e oferta direta de valores mobiliários a serem distribuídos, pública ou limitadamente, a um determinado grupo de investidores.

Isso porque a formação de capital utilizando-se de recursos provenientes de tal mercado pode, também, ocorrer por meio de operações que, sob a perspectiva da sociedade empresária, possuem natureza privada – envolvendo a subscrição de títulos representativos de participação societária ou dívida sem a utilização de qualquer mecanismo, amplo ou restrito, de apelo à poupança popular – por determinados investidores que, em verdade, constituem veículos coletivos de investimento, responsáveis pela gestão profissional de recursos captados junto a terceiros, inclusive por meio de mecanismos típicos do mercado de valores mobiliários – como é o caso, por exemplo, de algumas modalidades de fundos de investimento⁸⁵⁴.

Tais mecanismos – que para os efeitos do presente trabalho serão referidos como mecanismos de formação privada de capital – são comuns, por exemplo,

853 Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit. p. 364-365. A esse respeito, S. Choi e A. Pritchard afirmam: *"The rigorous protection afforded to investors in the public registration process results in some issuers simply choosing not to sell securities to investors, instead turning to alternative forms of financing or eschewing an otherwise profitable business venture. Public investors then lose the opportunity to invest in such companies. Moreover, not all investors require the same level of protection. Investors may benefit from mandatory disclosures if the investors are unable or unwilling to negotiate for disclosure on their own. If many investors stand in a similar position, collective action problems may undermine efforts to obtain information. Similarly, the gun-jumping rules benefit less sophisticated investors the most, as they are presumably more vulnerable to over-optimism and other biases that may lead them to focus on company advertising materials at the expense of hard financial facts. Sophisticated institutional investors purchasing securities through negotiated transactions with issuers require less protection; they can demand information from the issuer and have the expertise to evaluate that information."* (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C. (2015). Op. cit. p. 550).

854 Sobre as funções exercidas pelos fundos de investimento no âmbito do mercado de valores mobiliários, A. O. Mattos Filho afirma: *"O enorme sucesso desses mecanismos de captação de poupança popular mostrou uma significativa mudança no relacionamento entre o investidor inicial e o tomador final dos recursos. Isso porque, quando levamos em consideração as aplicações em ações ou debêntures, o relacionamento se dava, tradicionalmente, de forma direta entre o investidor e o investido. Assim, em uma emissão de ações, os subscritores dos papéis eram os seus tomadores finais. Com a criação dos fundos de investimento, estes passaram a representar um nível intermediário profissionalizado que atua entre o investidor inicial e o tomador final dos recursos. Ou seja, o subscritor de cotas em determinado fundo de investimento fornece os recursos financeiros para que sejam aplicados pelo gestor do fundo em imóveis, ações ou outro ativo que compoem o objeto de investimento do fundo. A partir desse momento o relacionamento com o ente investido se dá por intermédio do fundo aplicador, remanescendo a relação final constituída entre o fundo gestor e os cotistas investidores."* (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direita dos Valores Mobiliários*. V. 2. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, p. 343).

no contexto das operações de *venture capital* e *private equity*, que a despeito de envolverem a capitalização privada de sociedades empresárias, podem se estruturar por meio da formação de veículos de investimento geridos por terceiros altamente especializados que promovem a captação de recursos junto a investidores, por meio do mercado de valores mobiliários, com o intuito de vertê-los na formação de capital de determinadas sociedades empresárias por eles selecionadas, especialmente naquelas em estágios iniciais ou intermediários de desenvolvimento⁸⁵⁵.

Assim, o objetivo da análise que se pretende desenvolver daqui em diante é avaliar a estrutura regulatória que conforma os processos de formação privada, pública e semipública de capital por meio do mercado de valores mobiliários, a partir da premissa de que tais mecanismos devem ser desenhados de modo a viabilizá-los de maneira não discriminatória, adaptáveis, portanto, aos diversos tipos de empresas, empenhadas no exercício das mais diversas atividades e, sobretudo, ao longo de seus variados estágios de evolução, o que é fundamental ao fortalecimento e desenvolvimento desse mercado⁸⁵⁶.

4.2. MECANISMOS PARA FORMAÇÃO PRIVADA DE CAPITAL

A análise acima descrita será iniciada a partir dos mecanismos voltados a fomentar a formação privada de capital por meio do mercado de valores mobiliários.

Como dito, a injeção de recursos oriundos do mercado de valores mobiliários em uma sociedade empresária não precisa ocorrer diretamente pelos poupadores de recurso, por meio da subscrição de títulos representativos de participação societária ou de dívida.

⁸⁵⁵ A esse respeito, P. Gompers e J. Lerner afirmam: "Venture capitalists represent one solution to financing these high-risk, potentially high-reward projects. (...) These individuals undertake a variety of roles. The first is maintaining relationship with investors – primarily institutions such as pension funds and university endowments, but also wealthy individuals – who provide them with capital. Venture capitalists typically raise their capital not on a continual basis, but rather through periodic funds. (...) Venture capitalists play a second role in the review of proposed investments, and the oversight of those selected for investment." (GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*. 2nd ed. Cambridge: The MIT Press, 2006, p. 7).

⁸⁵⁶ A esse respeito, em análise do panorama regulatório norte-americano e das recentes reformas implementadas com o intuito de promover a formação de capital por parte de empresas de menor porte, afirma o ex-Commissioner da SEC, D. Gallagher: "In pursuing these reforms, the SEC must think about its capital formation regime on a big picture level. For example, we need to ask whether our system of registration requirements and exemptions therefrom, as it has evolved over the past eight decades, provides companies with an end-to-end solution for accessing the capital markets. And by end-to-end, I mean that companies at any point in their lifespan should be able to access the capital markets." (GALLAGHER, Daniel M. *Whatever Happened to Promoting Small Business Capital Formation?*. US Securities and Exchange Commission, 2014. Disponível em: <<http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370542976550>>. Acesso em: 12 abr. 2015).

4.3. MECANISMOS PARA FORMAÇÃO SEMIPÚBLICA DE CAPITAL

Conforme mencionado anteriormente, a espinha dorsal da regulação do mercado de valores mobiliários se formou, especialmente, a partir da adoção do *Companies Act* de 1844 no Reino Unido e do *Securities Act* de 1933 nos Estados Unidos, em torno do regramento aplicável às transações que envolviam processos de captação de recursos junto ao público, mediante amplo apelo à poupança popular, por meio da imposição de rigorosas obrigações e procedimentos aos respectivos ofertantes – tradicionalmente os próprios emissores, no contexto das chamadas operações primárias – e aos intermediários que participam de tal processo.

Tal regramento se complementa, ainda, com a imposição de determinadas obrigações a partir do momento subsequente a tais operações, como condição para se permitir que os valores mobiliários ofertados sejam livremente transacionados em mercados secundários, especialmente em bolsas de valores, na forma como, por exemplo, estabelecido nos termos do *Securities Exchange Act* de 1934, nos Estados Unidos.

Todavia, o complexo aparato regulatório aplicável e as rigorosas exigências dele decorrentes, que impõe diversos pré-requisitos e obrigações a serem observados antes, durante e após tais operações, não obstante justificáveis, originam importantes custos, diretos e indiretos, que podem impactar ou obstar o processo de capitalização da empresa por meio do mercado de valores mobiliários

A regulação do mercado de valores mobiliários, há longa data, não ignora tal circunstância, buscando promover certo equilíbrio em relação à imposição de tais requisitos, em consideração, de um lado, às finalidades públicas a eles subjacentes e à tutela que por meio deles se busca conceder ao público investidor, e, de outro, aos custos que deles podem emergir e a sua efetiva plausibilidade no caso concreto, diante das características particulares de cada tipo de transação⁹²⁴.

Nesse contexto, se desenvolveram, ao longo do tempo, determinados regimes especiais para a realização de determinadas transações envolvendo a oferta de valores mobiliários que, não obstante, se configurem como captação de poupança, não são inteiramente tratadas como ofertas públicas, em função das particularidades que as revestem, no tocante, por exemplo, ao grau do indiciamento do esforço de venda empregado, à quantidade e perfil dos seus des-

⁹²⁴ Cf. CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 550. A esse respeito, no contexto do mercado de valores mobiliários norte-americano, A. Palmiter afirma: "Registering a securities offering under the Securities Act of 1933 is intrusive, expensive, and perilous. The costs of disclosure, underwriting, and potential liability in a registered public offering often outweigh the benefits of new capital. In recognition of this, the Securities Act exempts from registration those offers and sales (that is, transactions) for which full blown registration may be unduly costly given investor sophistication, state securities regulation, or the issuer's small capital needs." (PALMITER, Alan. Op. cit., p. 199).

tinatários, ao volume financeiro envolvido ou ao porte ou estágio evolutivo do respectivo emissor.

Fala-se, portanto, de ofertas limitadas, restritas, isentas ou dispensadas de registro perante o regulador, que serão referidas, para os efeitos do presente trabalho, conforme mencionado, como mecanismos de formação semipública de capital, uma vez que, não obstante não configurem ofertas públicas típicas para os efeitos da regulamentação, tampouco podem ser qualificadas como operações puramente privadas, em função da maneira como são estruturadas⁹²⁵.

Um arcabouço regulatório destinado a favorecer operações dotadas dessa natureza híbrida é fundamental para propiciar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários por parte de empresas em busca de recursos para o financiamento de suas atividades, sem a imposição de ônus injustificados⁹²⁶.

Embora tais mecanismos sejam de utilidade para quaisquer tipos de empresas, sua atratividade é ainda maior para aquelas em estágios iniciais ou intermediários de desenvolvimento (como é o caso das empresas nascentes, iniciantes ou emergentes), sob as quais os custos, diretos e indiretos, relacionados aos processos inerentes a uma oferta pública de valores mobiliários recaem de maneira mais incisiva (e, em certas situações, proibitiva)⁹²⁷.

Como já dito, um mercado primário de valores mobiliários que busca efetivamente desempenhar sua função alocativa em determinada economia não pode se limitar a propiciar apenas a capitalização das empresas que atingiram estágios avançados de desenvolvimento e, portanto, conseguem arcar com todo o ônus que decorre da realização de uma oferta pública de distribuição de suas ações e de sua organização como companhias abertas, devendo, também, viabilizar o crescimento e o desenvolvimento daquelas que ainda não se encontram nesse estágio, de modo a permitir que, no futuro, possam efetivamente engajar-se em operações dessa natureza⁹²⁸.

925 Não obstante a dificuldade prática que se impõe para realizar tal distinção entre ofertas públicas e privadas, conforme será abordado no item 4.3.2.

926 Acerca da relevância de tais instrumentos para a promoção da formação de capital por parte de empresas pequenas e médias, já se pronunciou o *The Growth and Emerging Markets Committee da International Organizations of Securities Commissions - IOSCO*: "Private placements (without a prospectus or modified prospectus or offering document) could be used for prescribed categories of private investors as an alternative way for SMEs to access financing from capital markets. SMEs that prefer to stay private with no intention or desire to ever become public entities, given the costs, time, and disclosure requirements associated with a public offering, should be able to benefit from obtaining funds through the capital markets. This can be achieved by increasing available issuance options such as private placements and hybrid offer regimes. These options are crucial in terms of increasing the flexibility of the primary market's regulatory framework and can also play a role in attracting and facilitating." (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (2015). Op. cit., p. 71-72).

927 Cf. STEINBERG, Marc I. Op. cit., p. 97.

928 A esse respeito, F. Friedman e C. Grose afirmam: "Historically, private markets emerged before public markets in developed economies. Indeed, a private placement market can serve as a filter for

E, para tanto, é essencial que o arcabouço legal e regulatório seja devidamente balanceado de modo a prover as sociedades empresárias desses mecanismos de capitalização semipública, implementados por meio de regimes regulatórios especiais⁹²⁹.

4.3.1. PRESSUPOSTOS REGULATÓRIOS

A criação de regimes especiais e, sobretudo, menos onerosos para a realização de determinadas ofertas de valores mobiliários está comumente associada à valorização da função alocativa do mercado de valores mobiliários e ao fomento de sua utilização para a formação de capital por parte das empresas.

Trata-se, ademais, do campo em que se opera o maior grau de tensão entre os principais mandatos regulatórios do mercado de valores mobiliários: a formação de capital e a proteção dos investidores⁹³⁰.

Isso se deve porque, conforme já mencionado, a estratégia regulatória dominante nesta seara é justamente a flexibilização de parte substancial das exigências que costumam permear as operações de captação pública da poupança – inclusive no tocante ao regime informacional obrigatório – reconhecendo que os custos diretos e indiretos decorrentes não se justificam em determinadas situações, o que pode ser entendido, em algumas circunstâncias, como redução ao nível de proteção conferida aos investidores que participam de tais transações⁹³¹, que, nesse caso, ficarão dependentes exclusivamente das inicia-

the public market. A private placement market allows riskier and newer companies to find financing outside of the public market which may have a base of inexperienced retail investors and is therefore better adapted to products with a safer profile. Private placements are well suited for companies seeking to bridge the financing gap between family and friends on the one hand, and the public markets on the other." (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 24).

929 Sobre a importância de tal arcabouço, no contexto de políticas regulatórias voltadas ao fomento do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, F. Friedman e C. Grose afirmam: "A clear legal and regulatory foundation is necessary to inspire confidence and attract issuers and investors. Absent certainty, the market will be confused and will not take advantage of the exemption. Without completeness, the exemption will not be sufficiently distinct from a public offering to accomplish the goal of bringing new issuers who may have difficulty with the hurdles of a public offering into the market." (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 24).

930 Acerca de tal tensão e dos dilemas decorrentes impostos aos responsáveis pela regulação do mercado de valores mobiliários, D. Langevoort e R. Thompson, analisando especificamente o debate que se apresentou no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano no contexto da edição do JOBS Act, em 2012, afirmam: "Securities regulation is under extraordinary stress today. Part of the stress is political, as we debate the right balance among investor protection, the public's interest in a safe and stable financial system, and the needs of private enterprise for access to capital, as well as the capacity of a government agency like the Securities and Exchange Commission (SEC) to carry out its sensitive mission in a complex economy. Much is asked of regulators, but regulatory budgets and resources are severely crimped. How much securities regulation we want and how much we are willing or able to pay for have become disconnected and heavily partisan." (LANGEVOORT, Donald C; THOMPSON, Robert B. (2012), Op. cit., p. 337-338).

931 Nesse sentido, D. Langevoort e R. Thompson, afirmam: "The attention that Congress and the SEC have now given to these subjects evidences a strong political dimension to finding the right balance between investor protection and capital formation. Securities regulation has long balanced these two

tivas compensatórias e punitivas diante de operações abusivas, justamente em função da menor incidência daquelas regras de natureza preventiva ou profilática que tradicionalmente regem o processo de captação pública de recursos.

No contexto de tais operações, é comum o estabelecimento de regimes mais flexíveis para a captação de recursos – que podem ter intensidade variada, incluindo desde uma isenção completa do regime tradicionalmente imposto a essas transações (inclusive mediante a dispensa de seu registro perante o regulador e do cumprimento das obrigações informacionais tipicamente exigidas) ou a modulação de seu procedimento e de seus requisitos – em consideração a alguns elementos ou contrapartidas, contemplados em conjunto ou isoladamente, relativos à transação em questão (por exemplo, em função da dispersão e *expertise* do público alvo da oferta, do volume financeiro envolvido ou do estágio de desenvolvimento e porte do emissor)⁹³².

Esses regimes especiais, que se fazem presentes, com nuances distintas, em praticamente todos os mercados de valores mobiliários ao redor do mundo, estão em constante evolução e aprimoramento, no contexto de políticas regulatórias deliberadamente voltadas a promover a utilização desse mercado para a formação de capital, inclusive por sociedades empresárias de menor porte.

E não obstante tais regimes tenham se desenvolvido, em um primeiro momento, a partir do estabelecimento de uma pretensa linha divisória entre as transações que, em função de suas características, deveriam ser consideradas como ofertas privadas (não sujeitas, portanto, aos regimes regulatórios aplicáveis às ofertas públicas), evoluíram em direção de abordagens mais pragmáticas e funcionais, em que sua aplicação está adstrita à observância de determinadas condições e requisitos impostos pelo regulador ou a determinados critérios específicos de enquadramento (no contexto, por exemplo, daquilo que se convencionou chamar de *safe-harbors*, no âmbito do mercado norte-americano), sem

goals, though rarely with much candor as to the trade-offs. Sometimes these interests coincide—by most accounts, there is a baseline of regulation that efficiently lowers the cost of capital, benefiting both—but other times not. We have no problem with making these trade-offs more candid, which takes us to the task of identifying the costs and benefits associated with securities regulation. As we explore the terrain along the public-private border, we will give considerable attention to the difficulties of doing a cost-benefit analysis, which arise generally because there are so many externalities associated with regulation—positive and negative—and so many contingencies.” (LANGEVOORT, Donald C; THOMPSON, Robert B. (2012), Op. cit., p. 340).

932 Nesse respeito, F. Friedman e C. Grose afirmam: “The rationale for this exemption is that the offering is being made to a limited audience and, therefore, the protections of the full panoply of securities laws are not necessary. The scope of that exemption, however, can vary, depending on the composition of the country’s market. For example, an exemption may be created for offerings to a limited number of investors, or to investors who are deemed to be “sophisticated” and able to look out for themselves without the protection of the securities laws. These “sophisticated” investors are typically denoted as individuals with high net worth or as institutional investors of a certain type or size. Alternatively, an exemption may be created based on the size of the offering.” (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 23).

que seja necessário adentrar, para efeitos dessa definição, no pantanoso campo da distinção entre ofertas de natureza pública ou privada⁹³³.

Ou seja, trata-se, em verdade, de esclarecer, da maneira mais objetiva possível, o que não é uma oferta pública de valores mobiliários para os efeitos da aplicação do regime regulatório tipicamente a elas aplicável, e nada além disto. Até porque, como será visto adiante, algumas das transações que se beneficiam desses regimes especiais algumas vezes não estão sujeitas a limitações quanto ao perfil ou quantidade de investidores ofertados, mas mesmo assim se beneficiam de regimes especiais, o que evidencia que a tentativa de operar uma distinção estanque entre ofertas públicas e privadas acaba por não ter grande utilidade prática.

Nesse contexto, os pressupostos utilizados como justificativa para a instituição desses regimes especiais são diversos.

Uma das estratégias regulatórias utilizadas diz respeito à imposição de limitações qualitativas quando ao público-alvo da oferta, operando a dispensa ou flexibilização dos requisitos tradicionalmente impostos às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nas hipóteses em que o processo de captação envolve apenas investidores que, em virtude de sua especialização ou relação prévia com a sociedade empresária, não necessitam de maiores tutelas. Opera-se, portanto, para esse efeito, uma presunção de que conseguiriam, autonomamente, obter o mesmo grau de proteção que derivaria daqueles requisitos dispensados⁹³⁴.

933 Sobre tal abordagem, no contexto do mercado norte-americano, R. Clark afirma: "But what is a 'public' and what is a 'private' offering? Obviously, when a large corporation hires a major investment banking firm to sell millions of shares to the general public and the shares are then to be traded on a stock exchange, the offering is a public one. Equally obviously, a single individual who incorporates her business and takes all of its stocks is not engaged in a public offering. Intermediate cases are often governed by case law and Regulation D, (...)." (CLARK, Robert (1986). Op. cit., p. 727). A esse respeito, em referência à disciplina europeia, A. Pietrancosta afirma: "Certain exclusions from the obligation to establish a prospectus hold an undeniable definitional component. A careful reading of the pertinent provisions allows one to move closer to the critical contours of a concept that cannot be reduced to an anonymous crowd of investors, representing only an extreme, and, easy, case. This reading reveals that the limits of the 'public' are met well before reaching the anonymous crowd, at a stage determined by both quantitative and qualitative terms." (PIENTRANCOSTA, Alain. "The 'Public Offering of Securities' Concept in the New Prospectus Directive". In: FERRARINI, Guido; WYMEERSCH, Eddy. *Investor Protection in Europe - Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 354). Todavia, em crítica a essa abordagem mais pragmática, alertando para a conveniência de se aplicá-la conjuntamente com a definição das transações que constituem, por suas características, ofertas privadas, A. Pietrancosta afirma: "Therefore, between the positive definition of public offer and the list of transactions that are not considered public offers, there seems to be a missing link, which, if present, would give the entire regime true coherence. This link is obviously a general definition of the private offer, which should itself take into consideration any link between the offeror and the offerees that presumably allows them access to the type of information contained in a prospectus and consequently rendering the prospectus requirement superfluous." (PIENTRANCOSTA, Alain. Op. cit., p. 362).

934 Cf. PIENTRANCOSTA, Alain. Op. cit., p. 354.

Outra estratégia comumente utilizada diz respeito à imposição de limitações quantitativas, por meio da qual se opera a aplicação de um regime regulatório especial para determinadas transações quando o processo de captação envolve um número limitado de investidores ou um montante financeiro reduzido⁹³⁵. Nesse caso, o pressuposto que fundamenta o regime especial é que a natureza limitada da operação faz com que os custos diretos e indiretos advindos da aplicação do regime das ofertas públicas não se justifiquem diante dos benefícios que deles decorreriam.

Outra alternativa é justificar o tratamento diferenciado exclusivamente em função de características do emissor, como ocorre em relação a empresas de menor porte, inclusive sem a imposição de limitações de ordem qualitativa ou quantitativa, reconhecendo-se que a aplicação do regime típico das ofertas públicas pode, nesse caso, dificultar ou impedir a utilização do mercado de valores mobiliários por essas empresas⁹³⁶. E, nesse contexto, a instituição de tal tipo de regime especial se reveste de alguns desafios ainda maiores.

Como já dito anteriormente, inegável que, se por um lado a incidência de obrigações desproporcionais pode impactar negativamente o potencial de utilização do mercado de valores mobiliários por determinadas empresas, um rela-

935 PIENTRANCOSTA, Alain. Op. cit., p. 354.

936 Nesse sentido, F. Friedman e C. Grose afirmam: "The high cost of external finance, high costs of making an initial public offering (underwriting fees, accounting and legal fees, brokerage charges, printing and advertising costs, and listing fees) and the expense of meeting ongoing governance requirements for public companies (financial and significant event disclosures, internal financial controls, composition and functioning of the board) can provide strong disincentives for a private sector company to list. Costs and expenses of this nature can be prohibitive for smaller enterprises relative to their size. Other obstacles include lack of understanding by entrepreneurs of the availability of the primary market for accessing finance, the potential for the founder to lose absolute control over the company and concerns over greater transparency." (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 13-14). Sobre as estratégias regulatórias recorrentemente utilizadas nessa seara, manifestou-se o *The Growth and Emerging Markets Committee da International Organizations of Securities Commissions - IOSCO*: "Almost all jurisdictions have introduced proportionate regulation aimed at alleviating the burden of selective regulatory compliance that may affect SMEs. This calls for eliminating certain disclosure obligations of less significance to investors, and replacing them with supplemental disclosure that regulators consider more relevant to investors. Relaxing disclosure obligations will further assist SMEs, many of which lack sufficient financial resources and expertise to fully comply with the details of underlying securities law requirements. This regulation will also make available key information, helping facilitate informed decision making by investors. Importantly, disclosure requirements will be tailored to SME issuers, without compromising the public interest and investor protection objectives. The regulations also are designed to give SME management more time to focus on the growth of their business by reducing the time it spends on complying with disclosure requirements. In a number of jurisdictions, the regulatory regime concentrates primarily on the differentiated prospectus and listing requirements for SMEs and on the IPO processes for large scale issuers. Generally, SMEs are entitled to publish a shorter and simplified prospectus or informative document, subject to less onerous information requirements than those for larger issuers in public offerings. In certain instances, SME issuers are exempted from prospectus requirements when the amount issued within a given period is below a certain threshold. In some jurisdictions these documents are approved by the exchange where the securities are traded and not by the competent authority." (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (2015). Op. cit., p. 42-43)

xamento excessivo das regras a esse respeito pode colocar em risco a adequada tutela dos investidores, igualmente essencial ao desenvolvimento de tal mercado.

Todavia, no contexto dessas operações, que não obstante sejam direcionadas ao público em geral, não estão sujeitas ao regramento típico aplicável às ofertas públicas – cujo principal exemplo recente são as ofertas de *investment-based crowdfunding*, que serão a seguir exploradas – o atingimento de tal equilíbrio é ainda mais delicado. Nessas situações, as contrapartidas instituídas costumam estar associadas às mencionadas limitações impostas quanto ao volume financeiro da oferta ou do investimento individualmente realizado por cada investidor.

Em linhas gerais, os regimes especiais para a realização de tais transações existentes no Brasil e em outras jurisdições, como será adiante explorado, adotam, em maior ou menor medida, tais pressupostos em seu delineamento.

Ademais, alguns desses regimes especiais costumam embutir uma outra importante contrapartida: a imposição de algum grau de restrição à negociação em mercados secundários dos valores mobiliários ofertados por meio desses mecanismos. Tal tipo de restrição está associado, normalmente, às transações em que há limitações, qualitativas ou quantitativas, em relação ao público-alvo da oferta.

Isso porque a possibilidade de livre negociação de tais valores mobiliários em mercado secundário poderia frustrar por completo as restrições (qualitativas e quantitativas) impostas quando da realização da operação em mercado primário, inclusive em consideração ao fato de que o respectivo emissor, *a priori*, pode não estar sujeito a um amplo regime informacional subsequente, o que, a princípio, impacta a negociabilidade de tais valores mobiliários em mercados secundários.

Todavia, conforme será detalhado adiante, também nessa seara os regimes regulatórios têm evoluindo de modo a permitir que tais valores mobiliários possam também dispor de alguns mecanismos de liquidez em mercados secundários – o que é, como já mencionado, essencial para a atratividade da transação realizada no mercado primário –, desde que tal negociação ocorra entre investidores que, em tese, seriam dotados de qualificação suficiente para participar de tais ofertas, e observado, em alguns casos, um período inicial de vedação à transferência de tais valores mobiliários⁹³⁷.

937 A esse respeito, em breve síntese acerca da solução adotada no âmbito do mercado norte-americano, F. Friedman e C. Grose afirmam: "The attractiveness of the private placement can be enhanced if there is a regulated OTC market on which the private placement shares can be traded after an initial "restricted" period. In the United States, for example, the attractiveness of private placements was increased when the SEC created Rule 144A, a form of private placement to qualified institutional investors in which shares could subsequently be traded among other Rule 144A qualified institutional investors." (FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 27).

Ademais, também como já mencionado, para além de evitar uma série de custos diretos advindos de um processo tradicional de oferta pública de valores mobiliários, esses regimes especiais muitas vezes operam em um perimetro regulatório que não atrai a disciplina societária e regulatória tipicamente aplicável às companhias abertas, evitando, assim, a incidência de uma série de outros custos, diretos e indiretos⁹³⁸.

Cumprido, portanto, analisar como tais regimes se desenvolveram ao redor do mundo e como se apresentam no âmbito do arcabouço regulatório brasileiro.

4.3.2. OFERTAS PRIVADAS, SEMIPÚBLICAS E PÚBLICAS

O desenvolvimento desses regimes especiais, que conformam os mecanismos de formação semipública de formação de capital, ocorreu, em um primeiro momento, em torno da caracterização de determinadas transações que envolvem a venda de valores mobiliários como ofertas de natureza privada, não sujeitas, portanto, aos requisitos regulatórios aplicáveis aos processos de captação pública de recursos por meio do mercado de valores mobiliários.

Parece altamente intuitivo assumir que as transações de natureza puramente privadas, ocorridas diretamente entre o ofertante de valores mobiliários e um ou poucos investidores, sem qualquer emprego de meios ostensivos de divulgação de tal operação, e que não contemplam a possibilidade de criação de um mercado secundário para ampla e livre negociação de tais títulos, não deveriam inspirar maiores preocupações por parte do Estado, no que diz respeito à tutela de tais investidores⁹³⁹. Dessa forma, transações dessa nature-

938 A esse respeito, no âmbito do mercado norte-americano, avaliando o regime constante da *Regulation D*, S Choi e A. Pritchard afirmam: "A key advantage for private companies that sell securities in a Regulation D private placement is that the sale does not necessarily trigger public company status. If the Regulation D offering results in an increase in the total assets of the private company and the number of shareholders sufficient to cross the public company thresholds contained in § 12(g) of the Exchange Act then the private company must register as a public company. So long as the issuer remains below the § 12(g) numerical threshold, however, Regulation D allows a private company to raise capital without triggering the burdens of public company status. Those requirements include the periodic disclosure requirements we covered in Chapter 4, such as the annual Form 10-K and quarterly Form 10-Q filing requirements." (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). *Op. cit.*, p. 596).

939 A esse respeito, N. Eizirik et al. afirmam: "(...) a exigência de registro das ofertas públicas de valores mobiliários perante agências governamentais especializadas visa 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 de decisões de investimento de maneira consciente. Para 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." (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. cit.*, p. 143).

za são tradicionalmente dispensadas do cumprimento de quaisquer exigências regulatórias específicas⁹⁴⁰.

Todavia, embora a distinção entre uma oferta privada e uma oferta pública seja tarefa aparentemente simples quando consideradas em seus extremos – de um lado, uma operação envolvendo grande volume financeiro, intermediários especializados, amplo esforço de venda junto a investidores dos mais variados perfis e listagem da companhia envolvida em grandes bolsas de valores e, de outro, uma operação de subscrição de valores mobiliários envolvendo a companhia e um ou poucos investidores, realizadas a portas fechadas nos escritórios de seus assessores jurídicos ou financeiros –, entre um e outro polo existe uma enorme zona cinzenta, muitas vezes de difícil caracterização⁹⁴¹.

A tarefa de operar tal distinção, ponto de partida para a estruturação desses regimes especiais que conformam os mecanismos de formação semipública de capital, vem sendo exercida, a partir de abordagens diversas, pelos reguladores do mercado de valores mobiliários ao redor do mundo, adotando, como dito, abordagens cada vez mais pragmáticas a esse respeito.

4.3.2.1. O REGIME NORTE-AMERICANO

Desde sua edição, o *Securities Act* de 1933 prevê, em sua *Section 4(a)(2)*⁹⁴², que as operações que não envolvam ofertas públicas de valores mobiliários não estão sujeitas ao regramento constante da *Section 5* de tal diploma, que contempla o regime regulatório aplicável a tais transações, incluindo o seu procedimento, os requisitos informacionais aplicáveis e a obrigatoriedade de registro perante a SEC.

Todavia, a definição das características das transações que se enquadravam em tal hipótese se apresentou, desde o início da vigência do *Securities Act* de 1933, uma árdua tarefa, especialmente pelo fato de o diploma não contemplar uma conceituação ou definição das características de uma oferta pública⁹⁴³.

Coube, portanto, ao regulador e à jurisprudência preencher o conteúdo de tal dispositivo, buscando circunscrever o âmbito de aplicação do regramento aplicável às ofertas públicas constante do *Securities Act* de 1933.

⁹⁴⁰ Nesse sentido, J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: "The notion that certain types of discrete, face-to-face transactions between an issuer and a sophisticated investor should not be subject to the time and expense problems of the registration process is uncontroversial and is a premise accepted by all of the Western world's Securities regimes." (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 262).

⁹⁴¹ Conforme destacam J. Cox, R. Hillman e D. Langevoort afirmam: "Between the isolated sale of securities to a particular person and the public sale of securities lies an infinite variety of transactions that have provided ample fodder for the development of the confusing and complicated law of private placements." (COX, James; HILLMAN Robert; LANGEVOORT, Donald. Op. cit., p. 263).

⁹⁴² Cf. *Securities Act of 1933*, §4(a)(2).

⁹⁴³ Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 143.

oferta pública, se limitando a vedar a realização de tais operações sem o seu registro perante o regulador⁹⁸⁴ e elencar a característica das operações que estão dispensadas de tal obrigação⁹⁸⁵.

Já na França, na Itália e na Alemanha, o *Code monétaire et financier*⁹⁸⁶, o *Testo unico*⁹⁸⁷ e o *WpPG*⁹⁸⁸, respectivamente, incorporaram a definição de oferta pública da *Prospectus Directive* (mantida pela *Prospectus Regulation*), tratando, todavia, das hipóteses de exceção ao regime típico aplicável a tais transações, com algumas nuances⁹⁸⁹.

4.3.2.3. O REGIME BRASILEIRO

No Brasil, há longa data a legislação busca contemplar uma definição dos elementos que configuram uma oferta pública de valores mobiliários. Tal noção – centrada essencialmente nos meios empregados pelo ofertante e pelos intermediários que atuam em tais operações para efetivar a distribuição dos valores mobiliários ofertados – já se fazia presente sob a égide da Lei nº 4.728/65⁹⁹⁰, e foi mantida e aprimorada pela Lei nº 6.385/76⁹⁹¹.

Todavia, no tratamento da matéria por aqui, atualmente consagrado no artigo 19 da Lei nº 6.385/76, evitou-se proceder a uma definição genérica daquilo que seria uma oferta pública, em contraposição, por exemplo, a uma oferta privada, nem tampouco se procurou elencar, no texto legal, as características ou um rol de operações que não deveriam ser enquadradas como tal, ou sujeitas ao regime típico aplicável a essas operações⁹⁹².

Em abordagem substancialmente diferente do tratamento visto no regime norte-americano ou europeu, o legislador, por aqui, tratou de simplesmente elencar determinados atos ou elementos que caracterizam determinadas operações como ofertas públicas.

984 Cf. *Financial Services and Markets Act 2000*, §85.

985 Que serão exploradas no item 4.3.3 a seguir.

986 Cf. *Code monétaire et financier*, article L411-1.

987 Cf. *Testo unico*, art. 1., 1º comma, (1).

988 *WpPG*, §2(4).

989 Conforme será abordado no item 4.3.3.

990 Cf. artigo 16 da Lei nº 4.728/65.

991 Cf. artigo 19 da Lei nº 6.385/76.

992 Nesse sentido, N. Eizirik et al. afirmam: "No ordenamento jurídico brasileiro, a caracterização das ofertas públicas de venda de valores mobiliários está prevista no artigo 19 da Lei nº 6.385/76, 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." (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 147).

Dessa forma, a Lei nº 6.385/76 trata, inicialmente, de estabelecer a obrigatoriedade de registro, perante a CVM, de qualquer "emissão pública" que venha a ser "distribuída no mercado"⁹⁹³.

Em seguida, o dispositivo define como "atos de distribuição" a "venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários"⁹⁹⁴.

Adiante, a norma elenca determinados meios de distribuição que, uma vez empregados, caracterizam a emissão pública, sendo eles "a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público"; ainda, "a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores"; como também "a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação"⁹⁹⁵.

Por fim, o dispositivo atribui à CVM competência para regulamentar a matéria, podendo, inclusive, "definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor" e "fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam instruir o seu pedido"⁹⁹⁶.

Sob essa perspectiva, a opção do legislador brasileiro parece acertada, uma vez que permite a fixação de regimes especiais para a realização de determinadas transações em relação às quais os procedimentos típicos associados às ofertas públicas, inclusive seu registro perante o regulador, não se demonstram justificáveis – inclusive sem imposições de amarras quantitativas em sede legal, que pode se demonstrar um grande inconveniente em vista da própria evolução natural do mercado ao longo do tempo –, e esquivando-se, também, da arenosa distinção as ofertas reputadas públicas e as privadas.

993 Cf. artigo 19, *caput*, da Lei nº 6.385/76. Cumpre notar que a Lei nº 6.385/76 não utilizou a expressão "oferta", optando por usar, de maneira relativamente indistinta, as expressões "emissão pública", "distribuição" e "colocação". Em crítica sobre a falta de precisão técnica no emprego de tais termos, N. Eizirik afirma: "A Lei nº 6.385/76, em seu art. 19, §3º, buscou caracterizar a emissão pública, sem defini-la precisamente, repetindo, aliás, as confusões terminológicas contidas no art. 16, §2º da Lei nº 4.728/65. Inicialmente, críticas têm sido feitas doutrinariamente ao emprego da expressão "emissão pública", uma vez que a emissão designaria apenas o ato de criar os papéis. Assim, não existiria emissão pública, mas sim oferta pública. Há, porém, autores que aceitam o uso da expressão, no sentido técnico-legal, por significar a emissão pública a distribuição dos títulos aos subscritores. Nessa linha, entende-se que a palavra emissão (do latim 'emissione', ato de produzir e mandar para fora, lançar, expelir) designa o lançamento dos títulos e sua introdução no mercado. Na realidade a redação do art. 19 (*caput* e parágrafos), da Lei nº 6.385/76, é bastante obscura, uma vez que são utilizadas várias expressões: "emissão", "distribuição" e "colocação", designando na realidade o mesmo ato de oferta pública aos investidores." (EIZIRIK, Nelson. "Emissão Pública de Valores Mobiliários" In: EIZIRIK, Nelson. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p.13).

994 Cf. artigo 19, §1º, da Lei nº 6.385/76.

995 Cf. artigo 19, §3º, da Lei nº 6.385/76.

996 Cf. artigo 19, §5º da Lei nº 6.385/76.

Não obstante a competência conferida pela lei, o regulador não operou de imediato, uma circunscrição objetiva em relação às operações sujeitas ou não ao regime próprio das ofertas públicas de valores mobiliários, gerando, inclusive, importante insegurança nessa seara por aqui.

O primeiro regramento da matéria pela CVM, por meio da edição da Instrução CVM nº 13/80, ao buscar caracterizar a "subscrição pública", se limitava a repetir, com pequenas modificações, o disposto no texto legal⁹⁹⁷.

Já a Instrução CVM nº 400/03, que a sucedeu, buscou conferir maior concretude ao delineamento das características que configuram uma determinada transação como oferta pública, especialmente em relação aos mecanismos utilizados para proceder à procura de potenciais investidores e também relativos à publicidade da operação.

Dessa forma, ao identificar os elementos e mecanismos que, uma vez verificados ou empregados, constituem "atos de distribuição pública", para além de praticamente repetir o texto legal em relação a "a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma"⁹⁹⁸ e a "negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados"⁹⁹⁹, a Instrução CVM nº 400/03¹⁰⁰⁰ tratou de indicar que também configuram tais atos "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 indeterminado"¹⁰⁰¹, bem como "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".

997 Cf. artigo 7º da Instrução CVM nº 13/80.

998 Em complemento ao disposto no artigo 19, §3º I da Lei nº 6.385/76.

999 Em complemento ao disposto no artigo 19, §3º III da Lei nº 6.385/76.

1000 Cf. artigo 3º da Instrução CVM nº 400/03.

1001 Em complemento ao disposto no artigo 19, §3º II da Lei nº 6.385/76.

E justamente por reconhecer que a qualificação de uma determinada transação como uma oferta pública está fundamentalmente associada aos seus destinatários, a norma tratou, também, de introduzir uma definição de "público em geral", entendido como "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"¹⁰⁰².

A partir dos elementos perfilados pela Instrução CVM nº 400/03, regulamentando o disposto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76, resta claro que a caracterização de uma determinada transação como uma oferta pública no regime brasileiro – e, conseqüentemente sua sujeição ao regime próprio estabelecido na aludida norma –, depende de relativo esforço interpretativo.

Tal caracterização depende, por um lado, de determinados elementos objetivos, associados aos mecanismos empregados para a colocação da oferta junto ao público, sejam aqueles exemplificativamente elencados na norma, sejam quaisquer outros que impliquem esforço de venda por meio de apelo à poupança popular¹⁰⁰³. E nessa seara, o regime brasileiro é feliz ao, pelo menos, indicar um norte com relação a tais mecanismos.

Entretanto, fiar-se exclusivamente nesse elemento objetivo para efeitos da submissão de uma determinada transação ao oneroso regime regulatório tradicionalmente aplicável às ofertas públicas é insuficiente, uma vez que não se pode perder de vista os propósitos de tal regramento, qual seja, tutelar, especialmente por meio do provimento informacional, os destinatários de tal oferta.

Essencial, portanto, para esses efeitos, considerar também importantes aspectos subjetivos, associados aos destinatários de tal oferta, relacionados à sua qualificação, sua sofisticação financeira, sua condição de barganha perante o emissor e à possibilidade de seu acesso, de maneira autônoma, ao conjunto de informações necessárias à tomada de decisão de investimento¹⁰⁰⁴, ainda que tal

¹⁰⁰² Cf. artigo 3º, §1º da Instrução CVM nº 400/03.

¹⁰⁰³ Conforme destacado por N. Eizirik: "O elemento objetivo é constituído dos meios empregados para a colocação dos valores mobiliários junto ao público investidor. Ou seja, deve-se verificar se os meios ou instrumentos utilizados pela companhia para fazer chegar sua oferta junto aos potenciais investidores caracterizam a intenção de atingir o público em geral ou apenas um número restrito e determinado de pessoas. A relação constante do ato normativo da CVM é apenas exemplificativa; portanto, quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não individualizados os destinatários, também podem caracterizar a oferta pública." (EIZIRIK, Nelson. "A Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários". In: EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário - Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 431-432).

¹⁰⁰⁴ Nesse sentido, N. Eizirik afirma: "Para se distinguir a oferta pública da privada, além da indeterminação dos ofertados, há que perquirir sobre 2 (dois) elementos subjetivos: (i) a qualificação dos ofertados, isto é, o seu grau de sofisticação como investidores, se eles detêm conhecimento e experiência em questões financeiras e empresariais e se são capazes de avaliar os riscos e o mérito do investimento. Assim, podem ser consideradas privadas as ofertas realizadas apenas junto a investidores qualificados, os quais não necessitam da proteção estatal conferido pelo registro.

transação empregue, em alguma medida, alguns daqueles elementos objetivos que tradicionalmente caracterizam as ofertas públicas¹⁰⁰⁵.

É essa nuance, inclusive, que relativiza a insistência em buscar-se uma diferenciação conceitual entre as operações merecedoras de tutela estatal específica e aquelas que prescindem de tal tratamento exclusivamente a partir da complexa (e, muitas vezes, turva) distinção entre transações de natureza pública ou privada, que tradicionalmente é feita exclusivamente mediante a avaliação daqueles mecanismos empregados para sua colocação (ou seja, da maneira como é realizado o esforço de venda junto aos investidores).

Daí decorre, inclusive, a tendência de circunscrever esse perímetro regulatório por uma via negativa, por meio da indicação das características que exigem uma determinada transação do cumprimento do rito aplicável às ofertas públicas (sem a necessidade de, em contrapartida, qualificá-las, para tanto, como ofertas privadas).

Utilizando-se tal abordagem, não há que falar em ofertas públicas ou privadas, mas sim, em ofertas sujeitas ao regime regulatório aplicável às ofertas públicas, e ofertas não sujeitas a tal regime, incluindo-se, nesse grupo, não

Nesta linha, ofertas 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; e (ii) a disponibilidade de informações sobre a companhia e os valores mobiliários. 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 completo dos riscos do empreendimento." (EIZIRIK, Nelson (2015b) Op. cit., p. 432-433).

1005 Nesse sentido, E. Oioli e J. Amaral afirmam: "O caráter subjetivo refere-se à recorrência da oferta ao público e o caráter objetivo refere-se ao meio utilizado para atingir-se tal público. Na prática, costuma-se traduzir os atos de distribuição em uma emissão pública como "esforço de venda", ou seja, uma oferta pública subsume-se a qualquer esforço realizado para conseguir interessados em adquirir um valor mobiliário. A noção, apesar de rudimentar, é útil para traduzir a busca de investidores indeterminados, independentemente do meio empregado. Isto significa, em verdade, que o meio empregado, a que parece se apegar o §3º do artigo 19 da Lei nº 6.385/76, é irrelevante para definição de oferta pública. Ele simplesmente estabelece uma presunção de que o meio empregado caracteriza uma oferta pública, pois é adequado para atingir o público em geral. A divulgação de uma oferta por meio de anúncio em meios de comunicação em massa, como jornais, televisão ou internet, evidentemente denota o esforço do emissor em atingir uma quantidade indeterminada de investidores. Mas o mesmo não se pode dizer necessariamente de uma negociação de títulos sacramentada entre cliente e gerente em uma agência bancária, estabelecimento aberto ao público. Ou de anúncio em jornal feito por acionistas de determinada companhia oferecendo suas ações para determinada empresa concorrente. Esta oferta certamente seria pública, mas não ao público. (...) Assim, a caracterização da oferta como pública depende essencialmente da qualificação dos destinatários da oferta. Ou seja, depende de precisar, para este fim, o que seja público." (OIOLI, Erik Frederico; AMARAL, José Romeo G. Op. cit., p. 150). No mesmo sentido, N. Eizirik et al. afirmam: "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." (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARANTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 156).

apenas as ofertas tipicamente privadas, mas também aquelas que empregam, ainda que com limitação, alguns mecanismos que implicam esforços de vendas (ou seja, semipúblicas), ou mesmo ofertas públicas que, por determinadas razões, são merecedoras de tratamento diferenciado¹⁰⁰⁶.

Ou seja, sob a ótica da política regulatória voltada a pavimentar a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, mais importante é verificar se há interesse público relevante nela envolvido que justifique sua submissão ao complexo e custoso procedimento aplicável às ofertas públicas, que pressupõe, muitas vezes, a adoção de determinadas formas estruturais sob a ótica societária, conforme explorado ao longo do Capítulo 3 do presente trabalho, que também implicam custos diretos ou indiretos para o ofertante¹⁰⁰⁷.

Nessa seara, o tratamento conferido pela Instrução CVM nº 400/03 pode ser considerado tímido e, em certa medida, insuficiente para conferir segurança jurídica quanto à incidência ou não do regime regulatório ali prescrito.

Isso porque a regra, ao buscar circunscrever negativamente o conjunto de transações que não se sujeitam ao regime regulatório aplicável às ofertas públicas, o faz de maneira limitada, essencialmente em função da existência ou não de relacionamento prévio com o emissor dos valores mobiliários ofertados.

Em linhas gerais, nessa seara, a norma limita-se a excluir da definição de "público em geral" – o que afasta, portanto, a incidência do regime regulatório ali prescrito, independentemente dos meios utilizados na oferta – "aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual"¹⁰⁰⁸, ficando-se em requisito há muito tempo relativizado em outras jurisdições, especialmente, como visto, no mercado norte-americano.

1006 Conforme será explorado no item 4.3.3 a seguir.

1007 Em raciocínio semelhante, E. Oioli e J. Amaral afirmam: "A oferta pública de valores mobiliários carrega consigo as duas acepções para o termo público, que podemos sintetizar como sendo a oferta acessível à coletividade. Impossível, aqui, não traçar um paralelo com o interesse público. Os destinatários da oferta pública não poderiam ser outros que não a coletividade, pois não haveria interesse público, enquanto aquele, na lição de Bandeira de Mello, resultante do conjunto de interesses que os indivíduos pessoalmente têm quando considerados em sua qualidade de membros das sociedades e pelos simples fato de o serem, em regular e fiscalizar uma oferta pública. Por outro lado, a coletividade e interesse público, aqui, não se confunde. Isto porque em uma oferta pública, dirigida a uma coletividade, pode não haver interesse público em submetê-la ao registro na CVM." (OIOLI, Erik Frederico; AMARAL, José Romeo G. Op. cit., p. 154).

1008 Cumpre destacar, ainda, que a interpretação adotada pela CVM em relação à incidência de tal hipótese, tem sido relativamente restritiva, especialmente na avaliação dos aspectos que caracterizariam uma relação "estreita e habitual" para os efeitos de tal dispositivo. A esse respeito, decidiu o Colegiado da CVM em caso envolvendo a oferta de valores mobiliários por parte de uma instituição financeira, a determinado grupo selecionado de seus clientes: "Quanto ao segundo dispositivo, entendo que a relação entre os bancos e seus clientes (relação geralmente de massa) não traduz a prévia relação comercial de que trata o art. 3.º, § 1.º, da mesma Instrução 400/03, cuja aplicação parece exigir maior proximidade comercial entre emissor e tomador de títulos." (Processo Administrativo CVM RJ nº 2006/8566, Rel. Diretora Maria Helena Santana,

Para além disso, a norma se limita a salientar a possibilidade de a CVM, casuisticamente e mediante pedido formulado pelo ofertante, dispensar total ou parcialmente os requisitos aplicáveis às ofertas públicas, em consideração a determinados elementos como, por exemplo, as características da operação e a limitação e qualificação de seu público-alvo¹⁰⁰⁹.

A incerteza acerca dos limites negativos relativos à caracterização das transações não sujeitas ao regime prescrito na Instrução CVM nº 400/03 foi diminuída apenas a partir do momento em que a CVM, fazendo pleno uso da competência que lhe foi atribuída nos termos do artigo 19, §5º, I da Lei nº 6.385/76, optou por estabelecer o regime especial para realização de determinadas ofertas semipúblicas de valores mobiliários – exoticamente qualificadas como “ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos” por meio da Instrução CVM nº 476/09¹⁰¹⁰, cujo regime será abordado adiante – em função, concomitantemente, de elementos quantitativos e qualitativos afetos aos destinatários de tais ofertas.

A construção de um arcabouço regulatório eficiente em relação ao processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários – que contemple o adequado equilíbrio entre os custos diretos e indiretos associados a esse processo, diante da necessidade de tutela daqueles que dele participam – é fortemente dependente do estabelecimento adequado dessa fronteira divisória entre, de um lado, as transações que devem, para os efeitos da regulação, ser tratadas como públicas, e aquelas que, diante de suas especificidades, devem ser submetidas a um regime diferenciado¹⁰¹¹.

julgado em 26 de fevereiro de 2007). Ademais, cumpre ressaltar, como visto, que a existência de relação prévia entre ofertante e ofertados para efeitos da não submissão de determinada transação ao regime regulatório aplicável às ofertas públicas de distribuição foi afastada, no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano, desde o precedente *Doran v. Petroleum Management Corp.*, em 1977.

1009 Cf. artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03.

1010 Conforme destaca O. Yazbek, esse foi, inclusive, um dos motivadores de tal norma: “A consideração das necessidades que se procurava atender quando da promulgação da Instrução CVM nº 476/2009, assim como quando da adoção das principais mudanças do regime por ela estabelecido, é um importante pressuposto para a compreensão de algumas das soluções adotadas pela CVM. Assim, antes de passar à análise de detalhes daquele regime, vale explorar algumas das demandas que levaram à sua elaboração. E a primeira delas talvez já esteja bastante clara do que se expôs na seção anterior – a indefinição daquilo que é sujeito às regras que vigoram para a oferta pública (e, portanto, ao registro obrigatório), e as regras aplicáveis às ofertas privadas (que não demandam esse tipo de providência) sempre foram, no Brasil, uma fonte de insegurança para os agentes de mercado.” (YAZBEK, Otávio. “Em busca de um regime para os ‘private placements’ no Brasil – ofertas públicas, ofertas privadas e ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas - aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas-Gen, 2016, p. 180-181).

1011 Sobre a relevância desse perimetro regulatório para o processo de formação de capital e as dificuldades relacionadas à sua definição, N. Maloney afirma: “It is, however, clear that regulation of the capital-raising process requires multiple design decisions. It demands, for example, decisions as to the appropriate design of the regulatory perimeter and as to how public and private markets are to be differentiated. The ‘public offer’, however defined, is typically the main perimeter for

4.4. MECANISMOS DE FORMAÇÃO PÚBLICA DE CAPITAL

Por fim, de modo a concluir a análise acerca dos mecanismos de capitalização das sociedades empresárias por meio do mercado de valores mobiliários, cumpre avaliar aqueles que promovem a formação genuinamente pública de capital, no contexto das ofertas públicas de valores mobiliários.

Conforme já mencionado, a oferta pública de valores mobiliários é objeto de extensa regulação, que tem por objetivo cercá-la de todas as cautelas que devem ser tomadas em se tratando de apelar à poupança popular com o intuito de direcioná-la ao financiamento da atividade empresária, especialmente em consideração à assimetria informacional existente, nesse caso, entre ofertante e ofertados, aos riscos inerentes a investimentos dessa natureza e aos conflitos de agência intrínsecos a tais relações, que potencializam a possibilidade de abusos e desvios de conduta.

A regulação desse tipo de operação gravita, portanto, em torno de dois grandes eixos. O primeiro deles, já explorado¹³⁶⁶, diz respeito justamente à definição dos elementos que caracterizam uma oferta pública, essencial à circunscrição das operações sujeitas a esse regime regulatório específico.

O segundo eixo diz respeito à definição dos requisitos – inclusive aqueles de natureza informacional – aplicáveis a tais transações e ao seu procedimento.

Evidente que a proporcionalidade dos requisitos exigidos no contexto das ofertas públicas é também elemento essencial para o sucesso da política regulatória voltada a favorecer a capitalização das sociedades empresárias por meio do mercado de valores mobiliários.

E, como já dito anteriormente, inegável que, se por um lado a incidência de obrigações desproporcionais podem impactar negativamente o potencial de utilização do mercado de valores mobiliários por determinadas empresas, um relaxamento excessivo das regras a esse respeito pode colocar em risco a adequada tutela dos investidores, igualmente essencial ao desenvolvimento desse mercado.

Todavia, no contexto das ofertas públicas de valores mobiliários, o atingimento de tal equilíbrio é ainda mais delicado, justamente em função da amplitude que reveste tais operações, das quais podem participar quaisquer tipos de investidores e tradicionalmente envolvem valores mobiliários que, posteriormente, serão livremente transacionados nos mercados secundários tradicionais, como as bolsas de valores.

No bojo das ofertas públicas de valores mobiliários, a construção de regimes regulatórios especiais decorrem, como se verá a seguir, essencialmente

¹³⁶⁶ Conforme item 4.3.2 acima.

de aspectos ligados ao porte do emissor, em que tanto aqueles de menor porte, como aqueles de grande porte, são muitas vezes elegíveis a regimes diferenciados, a partir de pressupostos bastante diferentes.

Passaremos, portanto, a analisar como tais regimes se conformam nos mercados de valores mobiliários estrangeiros e nacional.

4.4.1. PROCEDIMENTO GERAL

O regime aplicável às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, da forma como estruturado a partir da modelagem constante do *Securities Act* de 1933, orbita essencialmente em torno da prestação informacional obrigatória a qual os respectivos ofertantes (e aqueles que os auxiliam em tais operações, especialmente os *underwriters*), estão sujeitos no momento em que tal transação é realizada.

Nesse sentido, compete ao regulador, prescrever o conjunto informacional que obrigatoriamente deve ser disponibilizado no bojo de tais operações, estipular determinadas normas de conduta aplicáveis aos agentes participantes de tais processos, bem como emitir uma autorização expressa para sua realização, tradicionalmente revestida em um registro por ele concedido sem o qual a respectiva oferta não poderá ser colocada junto ao público investidor.

Tal registro tem por objetivo justamente atestar que os requisitos impostos como condição à realização de tais transações – especialmente aqueles de natureza informacional – foram atendidos¹³⁶⁷, sem refletir qualquer tipo de juízo sobre a natureza do investimento, a qualidade do respectivo emissor, os riscos envolvidos ou a perspectiva de sucesso de seus negócios¹³⁶⁸.

E considerando que, nesse contexto, o ofertante, fonte primária de tais informações, encontra-se em uma posição de potencial conflito, uma vez que possui incentivos naturais a ressaltar as qualidades atinentes aos valores mobiliários ofertados em detrimento dos riscos advindos do investimento por eles representado, são imputadas aos intermediários que participam de tais ofertas deveres e obrigações em relação à checagem das informações divulgadas nesse contexto¹³⁶⁹, respondendo, inclusive, pela falta de diligência em relação a tal

¹³⁶⁷ Cf. EIZIRIK, Nelson; et al. (2011). Op. cit. p. 141-142.

¹³⁶⁸ Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 204. Por essa razão, costuma-se afirmar que tal registro possui natureza instrumental, uma vez que constitui o meio pelo qual o regulador verifica o atendimento dos requisitos informacionais exigidos nesse contexto.

¹³⁶⁹ Cf. PITTA, André Grünspun (2013a). Op. cit., p. 354. Sobre o padrão de diligência atribuído aos intermediários nesse contexto, N EIZIRIK afirma: "O 'underwriter', ao analisar as informações fornecidas pela companhia emissora, deve conferir sua suficiência e qualidade. Para eximir-se da responsabilidade civil e disciplinar decorrente da prestação de informações falsas ou inexatas, incumbe-lhe demonstrar que atendeu ao padrão de diligência ('due diligence') que se espera do homem prudente na condução de seus próprios negócios. Nesse sentido, o 'underwriter' não se pode deixar contagiar pelo 'entusiasmo' do acionista controlador e administradores da companhia

verificação, caso constatadas a omissão ou a divulgação de informações inverídicas por parte do emissor¹³⁷⁰.

A natureza do processo de captação pública de recursos e todas as cautelas que o revestem exigem, destarte, a mobilização de um considerável grupo de profissionais – bancos de investimento, advogados, auditores independentes e diversos integrantes do emissor – de modo a cumprir com a complexa gama de obrigações impostas, o que, inegavelmente, representa custos diretos e indiretos que, conforme mencionado, podem obstar a utilização desses mecanismos de formação de capital.

Por outro lado, evidente que o requisito de registro prévio de tais transações perante o regulador, embora confira maior segurança em relação ao cumprimento dos requisitos aplicáveis, invariavelmente agrega morosidade a tal processo, o que pode prejudicar o aproveitamento de determinados períodos (conhecidos como janelas de mercado) em que a chance de sucesso de tais transações é maior, em função de determinadas questões conjunturais, inclusive de ordem macroeconômica¹³⁷¹.

Em linhas gerais, os regimes aplicáveis às ofertas públicas de valores mobiliários são relativamente similares em diversos países, justamente por refletirem práticas consolidadas e de conhecimento de investidores e intermediários que atuam globalmente nesse tipo de operação, especialmente em se tratando de ofertas iniciais, por meio da qual a companhia envolvida promoverá a abertura de seu capital e passará a ter ações negociadas publicamente em mercados secundários como bolsas de valores.

emissora. Ou seja, não pode aceitar incondicionalmente as informações por eles prestadas, devendo examinar diligentemente sua veracidade e fidedignidade." (EIZIRIK, Nelson (1992). Op. cit., p. 60).

¹³⁷⁰ Sobre tal função dos intermediários, à luz das regras de responsabilidade constantes do *Securities Act* de 1933, manifestou-se a SEC: "In passing the Securities Act in 1933, Congress was acting on its concern that misleading disclosure and high pressure sales tactics had overstimulated investors' demand for securities. Congress' remedy was to require that investors get complete and truthful information regarding the offered securities. To help ensure that result, Congress deliberately placed underwriters within the scope of the liability provisions. Congress recognized that underwriters occupied a unique position that enabled them to discover and compel disclosure of essential facts about the offering. Congress believed that subjecting underwriters to the liability provisions would provide the necessary incentive to ensure their careful investigation of the offering. Congress' goal was not to have underwriters act as insurers of an issuer's securities. Accordingly, Congress provided underwriters and others with a "due diligence" defense. An underwriter is not liable under Section 11 for the non-expertised portions of the registration statement if, after reasonable investigation, it had reasonable grounds to believe (and did believe) that the statements in the registration statement "were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading...." (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Securities Act Release* n° 7606A. Disponível em: <<https://www.sec.gov/rules/proposed/337606a1.txt>>. Acesso em: 13 nov. 2016).

¹³⁷¹ Nesse contexto surgem determinados procedimentos especiais aplicáveis a ofertas públicas realizadas por determinados tipos de emissores, voltados a permitir maior celeridade no aproveitamento de tais janelas de mercado, que serão explorados no item 4.4.2.

Tal processo se divide basicamente em três etapas, marcadas pelos períodos: (i) preparação e planejamento da oferta e dos documentos a ela atinentes; (ii) submissão da oferta e seus documentos ao regulador; (iii) colocação dos valores mobiliários junto aos investidores.

4.4.1.1. O REGIME NORTE-AMERICANO

No âmbito do regramento aplicável ao mercado de valores mobiliários norte-americano, as etapas acima descritas são bem definidas no bojo do *Securities Act* de 1933, que prescreve limites claros acerca da natureza dos atos que podem ser tomados pelos participantes da oferta em cada uma dessas etapas, com o intuito de coibir sua indevida antecipação antes da sua respectiva autorização pelo regulador (ou, de acordo com a expressão habitualmente utilizada no mercado norte-americano, impedir o *gun jumping*)¹³⁷².

Durante a etapa conhecida como *pre-filing period*, em que a oferta está sendo estruturada e seus documentos – especialmente os formulários de registro e o respectivo prospecto – estão sendo preparados em conjunto pelo emissor, seus assessores legais e pelos intermediários que atuarão na oferta, o *Securities Act* de 1933 veda, como regra geral, a realização de qualquer forma de esforço de venda¹³⁷³ ou divulgação¹³⁷⁴ da transação¹³⁷⁵.

1372 A esse respeito, S Choi e A. Pritchard afirmam: "The federal securities laws tightly regulate public offerings under a regime often referred to as the gun-jumping rules. The gun-jumping rules have three broad goals. First, the registration process focuses on two mandatory disclosure documents: a formal registration statement and a statutory prospectus. Second, the gun-jumping rules require the distribution of the statutory prospectus to both investors in the offering and other investors (for a specified period of time). Third, the gun-jumping rules restrict information about the offering if it is not part of the registration statement or prospectus. The Securities Act divides the public offering process into three periods: the Pre-Filing Period, the Waiting Period, and the Post Effective Period. The Pre-Filing Period ends and the Waiting Period begins when the issuer files the registration statement with the SEC. The Waiting Period gives way to the Post-Effective Period when the SEC declares the registration statement "effective"." (CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C (2015). Op. cit., p. 407).

1373 Cf. *Securities Act* de 1933, §5(a).

1374 Cf. *Securities Act* de 1933, §5(c).

1375 Nesse sentido, M. Steinberg afirma: "The pre-filing period is the period before a registration statement has been filed with the SEC. During this period, with certain key exceptions, Section 5(c) prohibits the use of the mails or any means of interstate commerce to offer to sell or offer to buy the securities to be offered. Certain activities, however, are not deemed to be an offer to sell or an offer to buy. (...) For example, Section 2(a)(3) exempts negotiations and agreements between the issuer and any underwriter or among underwriters who are or will be in privity of contract with the issuer. Rule 135 permits an issuer to make an announcement of a proposed public offering, provided that only the information specified in the Rule is released. Moreover, pursuant to Rules 137-139, brokers or dealers may publish certain information about specified issuers in the pre-filing period (as well as in the waiting and post-effective periods). As a general proposition, however, during the pre-filing period, the concept of "making an offer to sell" is given a relatively broad interpretation. Depending on the classification of the subject issuer and the underlying circumstances, publication of information about the issuer or its securities (even where such information does not refer to a forthcoming offering), prior to the filing of a registration statement, may be considered to constitute an "offer to sell." Although the publication is not an express offer, it may be viewed as conditioning the public market or stimulating

sem a informação final acerca do preço dos valores mobiliários ofertados – que tradicionalmente passa a ser conhecido apenas após o processo de coleta de intenções de investimento acima referido –, desde que o documento contenha o critério a ser utilizado para a fixação de tal preço ou o seu limite máximo¹³⁸⁸, e que o preço final seja divulgado pelos mesmos mecanismos utilizados para a divulgação do prospecto¹³⁸⁹.

Ademais, a *Prospectus Regulation* estabelece que, na hipótese de existir qualquer alteração substancial nas informações constantes do prospecto publicado e aprovado antes da conclusão da oferta, um suplemento deverá ser divulgado, sendo concedida a oportunidade de retratação por parte daqueles que já tiverem se comprometido a subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados¹³⁹⁰.

Tal regime está substancialmente incorporado na legislação local, refletindo o constante do *Financial Services and Markets Act* de 2000¹³⁹¹, no Reino Unido, do *Code monétaire et financier* e do *Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers*¹³⁹², na França, do *Testo unico* e do *Regolamento Consob n. 11971 de 14.5.1999*¹³⁹³, na Itália, e do *WpPG*¹³⁹⁴, na Alemanha.

4.4.1.3. O REGIME BRASILEIRO

O regime brasileiro, constante da Instrução CVM nº 400/03, nesse aspecto, é bastante aderente à regulamentação estrangeira.

Da mesma forma como ocorre nos regramentos estrangeiros acima expostos, a Instrução CVM nº 400/03, em linha com o disposto na Lei nº 6.385/76¹³⁹⁵, estabelece que as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários deverão, como regra geral, ser submetidas ao prévio registro perante a CVM¹³⁹⁶.

Contudo, diferentemente do regime contido no *Securities Act* de 1933¹³⁹⁷ e na *Prospectus Regulation*, a Instrução CVM nº 400/03 contempla mecanismos para permitir a realização de consultas acerca da viabilidade da oferta anteriormente ao protocolo do respectivo pedido de registro perante o regulador, de modo a permitir ao ofertante e ao intermediário da operação que, antes mesmo de iniciarem os efetivos preparativos para a transação, testem em que medida há interesse ou demanda para os valores mobiliários a serem futura-

1388 Cf. Artigo 17 (1) da *Prospectus Regulation*.

1389 Cf. Artigo 17 (2) da *Prospectus Regulation*.

1390 Cf. Artigo 23 (1) e (2) da *Prospectus Regulation*.

1391 Cf. *Financial Services and Markets Act* de 2000, §87.

1392 Cf. *Code monétaire et financier*, article L-411 e *Règlement général de l'AMF*, article 212.

1393 Cf. *Testo unico*, art. 94 a 98 e *Regolamento Consob n. 11971 de 14.5.1999*, art. 4 a 13.

1394 Cf. *WpPG*, § 3, §5, §8, §13 e §16.

1395 Cf. artigo 19 da Lei nº 6.385/76.

1396 Cf. artigo 2º da Instrução CVM nº 400/03.

1397 Exceto em relação às chamadas companhias de crescimento emergente (*emerging growth companies*), conforme será explorado no item 4.4.2.

mente ofertados. Tal medida é importante pois evita que se inicie o dispendioso processo de preparação da oferta sem que haja algum grau de interesse em tais valores mobiliários por parte dos potenciais investidores.

Para tanto, a Instrução CVM nº 400/03¹³⁹⁸ permite a consulta, pelo ofertante e pela intermediário líder da distribuição, de até cinquenta potenciais investidores para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de distribuição, desde que não constitua efetiva coleta de intenção de investimento e que se garanta o sigilo das informações prestadas.

Ademais, o ofertante poderá proceder à coleta de intenção de investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir do protocolo do pedido de registro de distribuição, e desde que tenha sido divulgado prospecto preliminar¹³⁹⁹ e publicado aviso ao mercado acerca de oferta, detalhando as condições para a realização da coleta de intenção de investimento e dos respectivos pedidos de reserva¹⁴⁰⁰.

Para tanto, o prospecto preliminar deverá conter as mesmas informações constantes do prospecto definitivo, exceto aquelas relativas ao preço dos valores mobiliários ofertados, devendo, todavia, indicar a respectiva faixa de preço ou critérios a serem utilizados para sua fixação¹⁴⁰¹.

Tradicionalmente, a divulgação do prospecto preliminar e do aviso ao mercado acima referido é feita logo após o cumprimento das primeiras exigências feitas pelo regulador acerca da minuta apresentada quando do pedido de registro, o que agrega maior segurança em relação ao seu conteúdo.

A partir de então, inicia-se o processo de *roadshow* e, a partir da coleta de intenção de investimentos, se opera o *bookbuilding* que culminará com a definição do preço dos valores mobiliários ofertados, em função da demanda existente em relação a cada potencial preço, a partir de combinação que maximiza o valor a ser captado pelo ofertante.

Uma vez deferido o registro da oferta pela CVM¹⁴⁰², a versão final do prospecto é disponibilizada e a efetiva colocação da oferta é processada, mediante o recebimento, pelos investidores, dos valores mobiliários subscritos ou adquiridos e, pelo ofertante, do respectivo montante financeiro.

Diante da possibilidade de os esforços de venda serem iniciados antes da efetivação do registro, com base na versão preliminar do prospecto, a norma prevê ainda que, na hipótese de alterações materiais nas informações que

¹³⁹⁸ Cf. artigo 43 da Instrução CVM nº 400/03.

¹³⁹⁹ Cf. artigos 44 e 45 da Instrução CVM nº 400/03.

¹⁴⁰⁰ Cf. artigo 53 da Instrução CVM nº 400/03.

¹⁴⁰¹ Cf. artigo 46 da Instrução CVM nº 400/03.

¹⁴⁰² Cf. artigo 14 da Instrução CVM nº 400/03.

subsidiaram o tomada de decisão de investimento, poderá ser procedida a modificação da oferta¹⁴⁰³, garantida, nessa hipótese, a possibilidade de os investidores que já tiverem aderido à transação retratarem sua decisão no prazo de cinco dias úteis¹⁴⁰⁴.

Em suma, verifica-se, no que diz respeito ao regime geral aplicável às ofertas públicas – que tradicionalmente se aplica no contexto das ofertas iniciais realizadas no bojo do processo de abertura de capital de uma companhia – que a disciplina constante do arcabouço regulatório brasileiro é substancialmente equilibrada e alinhada com as práticas internacionais, superando-as positivamente, inclusive, em alguns aspectos, como em relação à possibilidade de verificação da viabilidade da oferta antes mesmo de solicitado seu pedido de registro junto ao regulador.

Todavia, como será apresentado a seguir, tal harmonia é substancialmente menor em relação aos regimes especiais à disposição das companhias em relação às ofertas subsequentes de valores mobiliários, bem como no que diz respeito à existência de procedimentos diferenciados aplicáveis para ofertas públicas realizadas por sociedades empresárias de menor porte.

4.4.2. PROCEDIMENTOS ESPECIAIS: 'SHELF-REGISTRATION', PROGRAMAS DE DISTRIBUIÇÃO, EMISSORES FREQUENTES, EMISSORES DE MENOR PORTE

Não obstante exista uma considerável harmonização em relação à disciplina dos regimes gerais aplicáveis às ofertas públicas, os arranjos regulatórios estabelecidos com o intuito de promover tais transações de maneira mais célere e menos custosa – inclusive por parte das companhias que já realizaram ofertas dessa natureza anteriormente –, diferem de uma jurisdição para outra.

Tais regimes orientam-se essencialmente a partir de dois pressupostos bastantes visíveis.

O primeiro deles, direcionado aos grandes emissores, diz respeito ao estabelecimento de procedimentos mais céleres, dinâmicos e com menor intervenção preventiva do regulador, no contexto de ofertas públicas subsequentes (os chamados *follow-ons*, posteriores, portanto, às ofertas públicas iniciais) realizadas por emissores que possuem certo porte ou volume de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa, já sujeitos, assim, a um extenso conjunto de obri-

1403 Cf. artigo 25 da Instrução CVM nº 400/03.

1404 Cf. artigo 27 da Instrução CVM nº 400/03.