



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.003689/2017-18

Reg. Col. 0819/2017

- Interessados:** Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE  
Superintendência de Investidores Institucionais – SIN
- Assunto:** Consulta sobre distribuição pública e privada de cotas de fundos fechados de investimento e demais valores mobiliários
- Relator:** Diretor Pablo Renteria

### RELATÓRIO E VOTO

#### I. Objeto da Consulta

1. Trata-se de consulta formulada pela SRE sobre a correta interpretação da legislação aplicável aos seguintes pontos:
  - (i) distribuição privada de cotas de fundos fechados de investimento; e
  - (ii) realização de oferta privada de valores mobiliários sob a égide da regulamentação da CVM que trata das ofertas públicas de distribuição (Instruções CVM nº 400 e 476).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2. A SRE, por meio do Memorando nº 37/2017-CVM/SRE/GER-2, de 23 de agosto de 2017, destaca que o primeiro ponto já foi apreciado por este Colegiado, por meio de decisão proferida em 21.2.2006,<sup>1</sup> na qual o Presidente Marcelo Trindade, acompanhado pelos diretores presentes, concluiu *“não ser possível, assim, do ponto de vista legal, que a CVM conceda registro a qualquer fundo de investimento em que o administrador pretenda colocar suas cotas exclusivamente de modo privado. Em tais casos, se estará diante de um condomínio não regulado pela CVM, segundo a legislação em vigor. Somente a edição de uma lei que atribuísse competência à CVM para criar um registro de fundos, independentemente de sua distribuição pública, daria poderes à autarquia para tanto. Por estas razões, embora nada impeça que o administrador deixe de realizar esforço de venda de cotas de fundo registrado na CVM, o registro deve ser examinado e concedido como se tal esforço fosse realizado”*.

3. Mais adiante em seu voto, o ex-Presidente da CVM volta a ressaltar que *“não há, nem necessidade, nem possibilidade, de registro na CVM de fundos de investimento em geral cujas cotas destinem-se à colocação privada, sem prejuízo de que, em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM, sujeitando-se a todos os ônus inerentes, e não venham a realizar efetivo esforço de colocação pública”*.

4. A SRE entende, contudo, que fatos supervenientes à referida decisão justificariam a sua revisão. Cita, nessa direção, a decisão proferida pelo Colegiado de 27.3.2012, que autorizou o administrador a realizar a colocação privada das cotas de determinado fundo de investimento imobiliário.<sup>2</sup> Menciona também a edição da Instrução CVM 578, de 2016, cujo art. 22, § 1º, admite a colocação privada de cotas de fundos de investimento em participações, desde que observados determinados requisitos.

---

<sup>1</sup> Processo CVM RJ2005/2345.

<sup>2</sup> Processo CVM RJ-2011-14594. No caso, o administrador solicitou dispensa de cumprimento do disposto no art. 9º da Instrução CVM 476, de 2009, de modo a realizar nova oferta pública com esforços restritos de distribuição em prazo inferior a quatro meses, contados da oferta restrita anterior. O Colegiado, acompanhando o entendimento da área técnica, entendeu que o referido art. 9º era inaplicável ao caso, pois as circunstâncias fáticas evidenciavam que não se tratava de uma oferta pública de valores mobiliários.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

5. A SRE esclarece que a consulta é relevante na medida em que o entendimento adotado pelo Colegiado em 2006 tem levado participantes do mercado a requerer o registro de oferta pública para a distribuição de cotas destinada a investidores não profissionais<sup>3</sup> que, em realidade, seriam meras colocações privadas.
6. Em seu despacho, o titular da SRE acrescenta nova questão à consulta dirigida a este Colegiado. Em sua opinião, causa perplexidade o fato de ofertas privadas estarem sendo realizadas como se públicas fossem, valendo-se seja do regime estabelecido na Instrução CVM nº 400, seja daquele previsto na Instrução CVM nº 476. Apesar de serem declaradamente públicas, tais ofertas não envolvem ato algum de distribuição pública e, por conseguinte, seriam privadas, do ponto de vista legal. Menciona, nesse sentido, que a Instrução CVM nº 476 estabelece expressamente, em seu art. 1º, § 2º, que as suas disposições não se aplicam “às ofertas privadas de valores mobiliários”.
7. A seu ver, a simples presença de um intermediário não teria o condão de transformar uma negociação entre particulares em uma oferta pública, pois o que importa, nesse tocante, é a realização de atos de distribuição pública.
8. O titular da SRE ressalta que a proliferação de ofertas privadas realizadas sob a roupagem de ofertas públicas vem atraindo para a competência da CVM operações que, a rigor, deveriam estar fora da sua alçada. Tal fenômeno, segundo informa, vem sobrecarregando as atividades de supervisão desenvolvidas pela área técnica.
9. Diante disso, solicita orientação do Colegiado quanto ao tratamento a ser dado às “*ofertas privadas que, indevidamente, vêm sendo nominadas como públicas*”.
10. Solicitada a se manifestar pela SRE, a Superintendência de Investidores Institucionais – SIN, por meio de despacho de seu titular, manifestou sua concordância com os termos da consulta e ressaltou a importância de levar-se em consideração, na discussão sobre os limites entre oferta pública e privada, a situação de determinados investidores institucionais, em particular dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS). Segundo a SIN, não seria

---

<sup>3</sup> Sendo o público-alvo formado exclusivamente por investidores profissionais, a distribuição poderia realizar-se nos termos da Instrução CVM nº 476, de 2009, que dispensa automaticamente o registro da oferta na CVM.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

adequado considerar como privada uma distribuição de valores mobiliários que fosse destinada a essas entidades, vez que representam coletividades de investidores.

## II. Distribuição privada de cotas de fundos fechados de investimento

11. Quanto ao primeiro ponto suscitado na consulta, acredito que o entendimento da CVM, manifestado na referida decisão de 2006, mereça ser revisto em parte. Como mencionado acima, naquela ocasião, o Colegiado entendeu que a CVM não poderia conceder registro a qualquer fundo de investimento em que o administrador pretendesse colocar suas cotas exclusivamente de modo privado. A razão não seria a ilegalidade, em si, do meio privado escolhido para a distribuição das cotas,<sup>4</sup> mas a falta de competência da autarquia para criar um registro de fundos, independentemente de sua distribuição pública.<sup>5</sup>

12. No entanto, quer me parecer que, em relação aos fundos que investem em valores mobiliários, a CVM tem competência para conceder-lhes o registro para negociação de suas cotas – que são valores mobiliários nos termos do art. 2º, V, da Lei nº 6.385/1976 – em mercados regulamentados de valores mobiliários.

13. Trata-se do chamado registro de emissor, previsto no art. 21 da Lei nº 6.385/1976, que, originalmente, se aplicava apenas às companhias abertas. No entanto, a sua abrangência ampliou-se por ocasião da promulgação pela Lei nº 10.303, de 2001, que introduziu o § 2º ao art. 2º da Lei nº 6.385/1976, de forma a prever que “os emissores de valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas”.

14. Como se sabe, a Lei nº 10.303, de 2001, alargou o rol de valores mobiliários do *caput* do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, acrescentando, entre outros, os instrumentos derivativos, os

---

<sup>4</sup> Nesse tocante, como não poderia deixar de ser, o voto proferido na oportunidade pelo então Presidente da CVM reconheceu que “nem a lei, nem a Instrução 400, vedam a colocação privada (isto é, não pública) de valores mobiliários”.

<sup>5</sup> Ainda de acordo com o voto proferido pelo então Presidente da CVM: “não há normal legal que determine a possibilidade de a CVM conceder registros ou autorizações que produzam qualquer efeito jurídico, se não houver distribuição pública.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

contratos e títulos de investimento coletivo e as cotas de fundos de investimento. Dessa forma, o âmbito de atuação da CVM dilatou-se significativamente e, de modo coerente, o legislador procurou dotar a autarquia dos instrumentos necessários ao cumprimento de seu novo mandato legal. Nessa direção, as suas competências legais, que até então se restringiam às companhias abertas, foram estendidas, por meio do já referido § 2º do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, ao novo conjunto de emissores que ela passaria a cuidar.

15. Disso decorre, como já anunciado, que o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385/1976, antes limitado às companhias abertas, passou a alcançar todos os demais emissores de valores mobiliários, entre os quais se incluem os fundos de investimentos que investem em valores mobiliários.<sup>6</sup>

16. Tal interpretação, além de atender ao objetivo da lei de dotar a CVM de iguais poderes sobre os diferentes emissores sob sua supervisão, torna o regime legal dos fundos de investimento mais alinhado com os alicerces jurídicos do mercado de valores mobiliários delineados na Lei nº 6.385/1976. Como observado pela doutrina, a dualidade de registros – registro de emissor (art. 21) e de distribuição pública (art. 19) – constitui característica estruturante do modelo regulatório adotado pelo legislador brasileiro,<sup>7</sup> não havendo razão para excepcionar desse sistema os fundos de investimento que emitem valores mobiliários.

---

<sup>6</sup> Como observam Gabriela Codorniz, Laura Patella e Marina Copola em comentário ao disposto no § 2º do art. 2º da Lei nº 6.385/1976: “a competência da CVM alcança, pois, não só as companhias abertas, como todos os demais emissores dos valores mobiliários listados sob o *caput* do art. 2º. Esses outros emissores podem ser companhias fechadas, nos termos da Lei nº 6.404/76, assim como podem ser sociedades constituídas adotando outros tipos societários, como as sociedades limitadas. Da mesma forma, tendo em vista que, como visto, as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou clubes de investimento em quaisquer ativos são valores mobiliários, também tais fundos e clubes são emissores de valores mobiliários, para os fins e efeitos desta Lei (como referido, os fundos e clubes de investimento são uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio)” (*Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*, São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 85).

<sup>7</sup> V. sobre o ponto André Grünspun Pitta, *O Regime de Informação das Companhias Abertas*, São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 203-205, onde se lê: “A opção por condicionar a admissão à negociação de valores mobiliários em mercados secundários ao registro, respectivamente, do emissor e da oferta pública perante o órgão regulador, na forma como determinado pela LMVM e pela LSA, é consequência lógica da opção regulatória que permeia a instituição de um regime informacional obrigatório em alternativa a uma regulação meritória, por parte do Estado, acerca da qualidade dos empreendimentos subjacentes aos valores mobiliários ofertados e/ou negociados publicamente”. E ainda: “A opção regulatória brasileira foi, em linha com as práticas internacionais e notadamente inspirada no regime norte-americano, de estabelecer políticas informacionais voltadas tanto às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (principalmente no mercado primário)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

17. Por isso, a meu ver, não há óbice a que os administradores solicitem em favor desses fundos o registro de que trata o art. 21, que, uma vez concedido, tem por efeito torná-los emissores de valores mobiliários regulados pela CVM, independentemente da forma pública ou privada de colocação de suas cotas. E ainda que a distribuição ocorra de modo exclusivamente privado, tais fundos restariam debaixo da regulação da CVM, visto que a admissão de suas cotas à negociação nos mercados regulamentados de valores mobiliários legitima a atuação da autarquia.

18. Cumpre notar que, até hoje, em razão provavelmente do entendimento adotado pelo Colegiado em 2006, a regulamentação da CVM não cuida expressamente da concessão do registro de emissor aos fundos de investimento. Mas me parece que o registro de funcionamento do fundo, disciplinado em diferentes instruções normativas, pode ser plenamente aproveitado para esse fim, pois os efeitos que dele decorrem, notadamente as obrigações de informação que são impostas aos administradores,<sup>8</sup> atendem plenamente à finalidade do registro do art. 21 de assegurar aos investidores a divulgação de informações sobre os valores admitidos à negociação pública.<sup>9</sup> Ademais, os documentos exigidos pela regulamentação vigente<sup>10</sup> se mostram adequados e suficientes para que a CVM analise o pedido de funcionamento do fundo também sob a perspectiva do art. 21, de tal modo que, uma vez concedido, o registro atenderá a ambas as finalidades.

19. Tudo isso, enfim, deixa claro que a CVM tem a possibilidade de conceder o registro (de funcionamento e de emissor) aos fundos que invistam em valores mobiliários, independentemente de os administradores pretenderem colocar as cotas de modo exclusivamente privado.

---

quanto ao mercado secundário, consubstanciadas, entretanto, em regimes de registro diversos, embora complementares”.

<sup>8</sup> V. em especial a Instrução CVM nº 555, de 2014, artigos 40 a 65, que tratam das diferentes obrigações de informação (periódicas e eventuais) a serem satisfeitas durante o funcionamento do fundo de investimento.

<sup>9</sup> V. Andre Grünspun Pitta, *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*, São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 429.

<sup>10</sup> V. art. 8º da Instrução CVM nº 555, de 2014.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

20. Lamentavelmente, o mesmo raciocínio não aproveita a dois outros grupos de fundos, a saber, (a) os fundos que não investem em valores mobiliários (*e.g.*, fundos de investimento em direitos creditórios) e (b) os fundos de investimento imobiliários.

21. Quanto aos primeiros, cumpre lembrar que as suas cotas são tidas como valores mobiliários nos termos do IX do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976.<sup>11</sup> No entanto, na dicção desse dispositivo, títulos e contratos de investimento coletivo somente constituem valores mobiliários “quando ofertados publicamente”, de modo que, se forem distribuídas de forma privada, as cotas dos referidos fundos não são valores mobiliários.

22. Em outras palavras, à falta de oferta pública, tais fundos sequer se qualificam como emissores de valores mobiliários. Por consequência, não se pode admitir nem conceber que a CVM lhes conceda o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385/1976 ou qualquer outro registro, haja vista os limites legais das competências regulatórias desta autarquia, que se circunscreverem ao mercado de valores mobiliários.

23. Tendo em vista os efeitos daí decorrentes, cumpre distinguir claramente esses fundos daqueles mencionados anteriormente, que investem em valores mobiliários. A questão mostra-se especialmente importante em relação aos fundos que aplicam recursos tanto em valores mobiliários como em ativos financeiros de outra natureza. A meu ver, o critério mais seguro consiste em considerar a política de investimento definida no regulamento do fundo. Caso esta admita, em alguma medida,<sup>12</sup> a aquisição de valores mobiliários, cuida-se então de fundo que investe em valores mobiliários, nos termos do inciso V do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976.

24. De outra parte, quanto aos fundos de investimento imobiliários, as suas cotas constituem valores mobiliários por força de expressa disposição legal (Lei nº 8.668, de 1993,

---

<sup>11</sup> Conforme reconhecido na Decisão Conjunta nº 10, de 2 de maio de 2002, do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários.

<sup>12</sup> Assim, por exemplo, o fundo de investimento em direitos creditórios cuja política de investimento admita a realização de operações com derivativos se enquadra na hipótese prevista no inciso V do art. 2º da Lei nº 6.385/1976.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

art. 3º),<sup>13</sup> independentemente de investirem ou não valores mobiliários. No entanto, aludida lei especial qualifica o fundo imobiliário como “comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976”. Em razão disso, tenho que concordar com o entendimento já manifestado por este Colegiado na decisão de 2006 no sentido de que o cumprimento do referido dispositivo legal está a exigir que as cotas do fundo imobiliário sejam distribuídas inicialmente de forma pública:

“No caso dos Fundos Imobiliários, por outro lado, embora a Lei 8.668/1993 determine que a CVM tem competência para regular a constituição dos fundos, o art. 1º da mesma Lei deixa expresso que eles se caracterizam ‘pela comunhão de recursos **captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários’. Isto é: a forma pública de captação de recursos do fundo imobiliário (*rectius*, da distribuição de suas cotas) parece ser elemento necessário para que eles possam ser constituídos” (grifos no original).

25. Com efeito, o administrador do fundo imobiliário que só captasse recursos por meio de ofertas privadas não estaria atendendo ao disposto no art. 1º da Lei nº 8.668/1993, que, por ser norma especial para esse gênero de fundo, há de ser observada impreterivelmente.

26. Nada obstante, uma vez realizada a primeira oferta pública de cotas, nada impede que as colocações posteriores ocorram privadamente, como, aliás, já reconhecido por este Colegiado.<sup>14</sup> Nesse tocante, convém observar que o disposto no art. 1º da Lei nº 8.668, de 1993, não exige que os recursos sejam captados *exclusivamente* por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários (Lei nº 6.385, de 1976, art. 15). Basta, assim, para satisfazer o comando legal, que a primeira distribuição de cotas observe a forma pública.

<sup>13</sup> “Art. 3º As quotas dos Fundos de Investimento Imobiliário constituem valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, admitida a emissão sob a forma escritural.”

<sup>14</sup> Cuida-se do já referido Processo Administrativo CVM RJ-2011-14594. Isto porque o art. 1º da Lei nº 8.668, de 1993, não exige que os recursos sejam captados *exclusivamente por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários previsto no art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976.*





### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### **III. Realização de oferta privada de valores mobiliários na forma de oferta pública regulamentada pela CVM**

27. Por sua vez, o segundo ponto abordado na consulta da SRE trata de tema extremamente amplo, que exige estudos e avaliações regulatórias que não caberiam nos limites deste voto. Por isso, pretendo na sequência apenas apresentar algumas considerações gerais e propor direções para a condução do assunto.

28. Tem razão a SRE quando afirma que há ofertas declaradamente públicas, realizadas sob a égide da regulamentação da CVM, que, porém, são em essência ofertas privadas. Também entendo que tal situação vem produzindo distorções no mercado pátrio, uma vez que aumenta sobremaneira o número de operações supervisionadas por esta autarquia bem como onera desnecessariamente os ofertantes, que devem arcar com os custos e os riscos legais usualmente associados às ofertas públicas de valores mobiliários. Nada obstante, parece-me importante ter em conta a complexidade desse fenômeno, que não encontra uma única explicação, uma vez que se manifesta por motivos variados em distintas situações fáticas.

29. Com efeito, a realização de uma oferta privada de valores mobiliários como se fosse pública encontra diferentes explicações, algumas das quais se afiguram, a meu ver, legítimas. Pense-se, por exemplo, no caso dos fundos de investimento imobiliários que, pelas razões já descritas neste voto, somente podem constituir-se caso o administrador distribua publicamente as suas cotas. Tal restrição, que resulta de uma deficiência do arcabouço legislativo, conduz à escolha da forma pública de captação de recursos, ainda que, a rigor, se trate de uma oferta privada, pois de outro modo o fundo restaria inviabilizado.

30. Além dos casos dessa espécie, que decorrem de imposições regulatórias específicas, há um fator de ordem geral que contribui, certamente, para o emprego indiscriminado do regime legal das ofertas públicas de valores mobiliários. Cuida-se da insegurança que ainda subsiste em relação à caracterização legal do caráter público de uma oferta.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

31. O tema encontra-se disciplinado no artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 bem como no art. 3º da Instrução CVM nº 400, de 2003, que não trazem uma definição precisa de oferta pública, mas apenas indicam alguns elementos que podem revelar o seu caráter público.<sup>15</sup> Estes se desdobram em objetivos, relacionados aos meios empregados na distribuição dos valores mobiliários, e subjetivos, que, por sua vez, se referem aos ofertantes e aos destinatários da oferta.<sup>16</sup>

32. A doutrina, contudo, critica as “confusões terminológicas” e “a redação obscura” do dispositivo legal, que não fornece bases seguras para conceituar nem a oferta privada nem a pública. Também adverte para o perigo de uma interpretação literal da norma que levaria a absurdos jurídicos.<sup>17</sup> Destaca ainda que os meios de distribuição pública descritos na regulamentação vigente são meramente exemplificativos, pois que quaisquer outros meios de apelo à poupança popular, utilizados com o objetivo de fazer chegar valores mobiliários junto ao público, também podem caracterizar a ocorrência de oferta pública. Daí a se ressaltar a necessidade de levar em consideração, na análise do caso concreto, os “objetivos essenciais da lei”<sup>18</sup> e “todas as circunstâncias fáticas envolvidas”.<sup>19</sup>

33. De outra parte, o § 1º do art. 3º da Instrução CVM nº 400, de 2003, reconhece o caráter privado da oferta dirigida a um grupo determinado de investidores que “tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora”. No

---

<sup>15</sup> Segundo o § 3º do art. 19 da Lei nº 6.385/1976: “Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.”

<sup>16</sup> V. sobre o tema Nelson Eizirik *et alli*, *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 143-156. No entanto, sustentando, em sentido diverso, que as condições subjetivas do público destinatário não influem na caracterização do caráter público ou privado da oferta, v. Gabriel Saad Kik Buschinelli, *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*, São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 384-386.

<sup>17</sup> Assim seria caso se considerasse “como colocação pública uma operação de compra e venda de ações realizada entre dois particulares, apenas porque ela foi concretizada no escritório, aberto ao público, de uma instituição financeira” (Nelson Eizirik *et alli*, *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 151).

<sup>18</sup> Nelson Eizirik, *Caracterização Jurídica da Emissão Pública de Valores Mobiliários*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 83, jul.-set. 1991, p. 57.

<sup>19</sup> Nelson Eizirik *et alli*, *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 156.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

entanto, a interpretação do que seja uma relação “estreita e habitual” não é tranquila. Se, de um lado, é relativamente pacífica a natureza privada da oferta destinada apenas aos acionistas da companhia, realizada no âmbito de aumento de capital por subscrição particular de ações,<sup>20</sup> de outro, já se considerou pública a oferta formulada por instituição financeira a seus clientes, tendo em vista o caráter massificado e, portanto, pouco estreito dessa relação comercial.<sup>21</sup>

34. Tudo isso, enfim, torna mais complexa e também mais incerta a tarefa de qualificar determinada oferta de valores mobiliários como pública ou privada. Sendo assim, mostra-se compreensível o conservadorismo de muitos participantes do mercado que, em casos duvidosos, preferem seguir o regime público de distribuição de valores mobiliários, até mesmo porque a realização de oferta pública sem autorização prévia da CVM sujeita o infrator não só às penalidades administrativas como também à sanção penal.<sup>22</sup>

35. Há de se reconhecer, portanto, que a realização de uma oferta privada como se fosse pública não traduz necessariamente uma conduta reprovável. Ao contrário, em muitos casos, em razão dos entraves e das deficiências existentes no sistema jurídico, esta é a única forma viável para os agentes econômicos desempenharem, de maneira segura, atividades legítimas no mercado de valores mobiliários.

36. Nesse tocante, concordo com o entendimento manifestado pelo Colegiado na decisão de 2006, que vem prevalecendo até hoje nesta autarquia.<sup>23</sup> Isto é: desde que seja por uma

---

<sup>20</sup> V. a propósito o Parecer da Superintendência Jurídica da CVM nº 005/86, de 19.2.1986.

<sup>21</sup> V Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/8566, Rel. Dir. Maria Helena Santana, julg. 26.2.2007. V. ainda sobre o tema PAS CVM nº 2005/1160, Rel. Pres. Marcelo Trindade, julg. 12.12.2006, em que se analisou oferta de ações dirigida a grupo de credores da massa falida das Fazendas Reunidas Boi Gordo.

<sup>22</sup> De acordo com o art. 7º, II, da Lei nº 4.792, de 1986, que trata dos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional: “Emitir, oferecer, negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: (...) II – sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados; (...): Pena – Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa”

<sup>23</sup> Em caso recente, julgado em 26.6.2018, o Colegiado examinou pedido de dispensa de observância de requisitos normativos estabelecidos na Instrução CVM nº 476, de 2009, para a realização de oferta pública restrita de debêntures no âmbito do plano de recuperação judicial da Oi S.A. e de suas subsidiárias. Em linha com a manifestação da SRE, o Colegiado, por unanimidade, indeferiu o pedido, mas discordou da área técnica quanto ao descabimento do prosseguimento da distribuição das debêntures na forma prevista na Instrução CVM nº 476, em razão de a oferta ser, em essência, privada. Nesse ponto, o Colegiado decidiu que “vem prevalecendo na CVM o entendimento segundo o qual não há óbice a que, por qualquer razão legítima, os participantes de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

razão lícita, os participantes de mercado podem seguir o regime das ofertas públicas de valores mobiliários, sujeitando-se a todos os ônus daí decorrentes, ainda que não venham a realizar nenhum esforço efetivo de distribuição pública.

37. Tal entendimento, diga-se por oportuno, não se alterou em razão do que dispõe o art. 1º, § 2º, da Instrução CVM nº 476, de 2009, segundo o qual a regulamentação ali contida “não se aplica às ofertas privadas de valores mobiliários”. Não concordo com a posição sustentada pela SRE na consulta de que tal comando estaria proibindo peremptoriamente a colocação privada de valores mobiliários sob a forma de oferta pública distribuída com esforços restritos. Tal preceito, a rigor, enuncia apenas um truísmo: as ofertas privadas de valores mobiliários, por não estarem sujeitas às competências legais da CVM, não se submetem às normas emanadas da autarquia. A presença desse dispositivo se explica apenas pelo zelo de clareza e didática da CVM em uma matéria que, como já exposto acima, suscita, comumente, muitas controvérsias.<sup>24</sup>

38. A meu ver, a realização de uma oferta privada como se pública fosse só se torna reprovável quando orientada ao alcance de finalidades ilegais. Nesses casos, cabe à CVM comunicar às autoridades competentes para que adotem as providências em suas respectivas esferas de atuação. Além disso, entendo que esta autarquia deveria, ela própria, adotar medidas a fim de evitar que o regime das ofertas públicas seja desvirtuado para a perseguição de fins ilegítimos, com vistas a preservar a integridade e a credibilidade do mercado de

---

mercado conduzam uma oferta pública de distribuição de valores, sujeitando-se a todos os ônus regulatórios inerentes, ainda que não realizem esforço efetivo de distribuição pública. Desse modo, é possível a realização da distribuição das debêntures tal como prevista na PRJ [Plano de Recuperação Judicial], desde que sejam observadas integralmente as disposições da Instrução CVM 476.”

<sup>24</sup> Nessa direção, vale sublinhar que a minuta de instrução que foi objeto da Audiência Pública SDM nº 05/08 não continha aludido dispositivo. Quanto às ofertas privadas, o Edital da Audiência Pública esclareceu que a minuta “parte do pressuposto de que nenhum registro é necessário, pois elas não estão sujeitas à competência da CVM” (p. 2). Não obstante, ante as manifestações recebidas durante a Audiência Pública, que lançavam dúvidas acerca do possível alcance da nova regulamentação sobre as ofertas privadas, a CVM decidiu acrescentar o referido § 2º ao art. 1º da minuta. Nesse sentido, o Relatório de Audiência Pública asseverou que “conforme expresso no próprio edital, a Minuta não tem a intenção de definir o que seja oferta pública ou privada, atendo-se a dispensar o registro das ofertas públicas que atendam aos requisitos ali estabelecidos. Sem prejuízo desse entendimento, para afastar quaisquer dúvidas que ainda poderiam persistir sobre o ponto, a SDM propõe que seja incluído um parágrafo no art. 1º da Minuta, explicitando que a instrução não se aplica às ofertas privadas de valores mobiliários” (p. 8).



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

valores mobiliários. Assim, a meu ver, seria acertada a decisão da CVM de denegar registro a determinada oferta caso restasse comprovado que a forma pública foi adotada apenas como meio para fraudar norma de ordem pública.

39. Mas o que não seria correto é tratar todas essas situações – legítimas e ilegítimas – de forma indiscriminada e proibir peremptoriamente a utilização do regime público para realização de uma oferta privada de valores mobiliários. Além de reprimir indevidamente operações econômicas que se afiguram lícitas, tal postura do órgão regulador elevaria o grau de insegurança jurídica que existe no mercado, haja vista as incertezas que ainda cercam a caracterização legal das ofertas públicas e privadas.

40. Por isso entendo que a primeira medida a ser tomada pela CVM, no sentido de reduzir o número de ofertas privadas que são realizadas sob o amparo do regime das ofertas públicas, é deixar mais claro aos participantes do mercado em que casos uma oferta é tida como privada.

41. Evidentemente, não estou propondo que a CVM defina a distribuição privada de valores mobiliários – algo que, em mais de quarenta anos de vigência da Lei nº 6.385/1976, a doutrina jamais logrou alcançar. O objetivo, em sentido diverso, é estabelecer na regulamentação conjunto de hipóteses de **safe harbor**, isto é, de situações fáticas em que a oferta de valores mobiliários seria presumidamente privada, segundo a interpretação da CVM.

42. Acredito que tal medida se mostraria benéfica para os agentes do mercado, que poderiam realizar ofertas privadas de forma segura e menos onerosa, uma vez que deixariam de incorrer, nas situações reconhecidas pela CVM, nos custos e nos riscos legais associados às ofertas públicas de valores mobiliários.

43. Além disso, a medida ajudaria a CVM na fiscalização das ofertas privadas que são realizadas como se fossem públicas para atingir fins ilícitos. Isto porque a realização de uma oferta pública em uma das situações de **safe harbor** previstas na regulamentação tornaria mais fácil o escrutínio dos objetivos que motivaram a adoção da forma pública de distribuição dos valores mobiliários.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

44. Desse modo, proponho o encaminhamento do presente processo à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM para que, no âmbito do projeto de reforma dos regimes de ofertas públicas, conduza estudos acerca da introdução, na regulamentação, de hipóteses em que se presumiria o caráter privado da distribuição de valores mobiliários.

Rio de Janeiro, 30 de outubro de 2018

*Original assinado por*

**PABLO RENTERIA**

Diretor Relator