

**Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa**  
**LLM – Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**  
**LLM – Direito Societário**

**Ricardo dos Santos de Almeida Vieira**

**AS OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS EM  
REGIME DE ESFORÇOS RESTRITOS E SUA NÃO  
APLICABILIDADE A AÇÕES E VALORES MOBILIÁRIOS  
NELAS CONVERSÍVEIS OU PERMUTÁVEIS**

**São Paulo**  
**2012**

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa**  
**LLM – Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**  
**LLM – Direito Societário**

**Ricardo dos Santos de Almeida Vieira**

**AS OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS EM  
REGIME DE ESFORÇOS RESTRITOS E SUA NÃO  
APLICABILIDADE A AÇÕES E VALORES MOBILIÁRIOS  
NELAS CONVERSÍVEIS OU PERMUTÁVEIS**

**São Paulo**  
**2012**

**Ricardo dos Santos de Almeida Vieira**

**As ofertas públicas de valores mobiliários em regime de esforços restritos e sua não aplicabilidade a ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis**

Monografia apresentada nos cursos LLM – Direito do Mercado Financeiro e de Capitais e LLM – Direito Societário do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Pós Graduação *Lato Sensu*

Orientador: Professor Dr. Valdir Carlos Pereira Filho – Insper

**São Paulo  
2012**

Vieira, Ricardo dos Santos de Almeida

As ofertas públicas de valores mobiliários em regime de esforços restritos e sua não aplicabilidade a ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis / Ricardo dos Santos de Almeida Vieira; orientador Professor Dr. Valdir Carlos Pereira Filho. – São Paulo: Insper, 2012.

181 f.

Monografia (LLM – Legal Law Master). Programa de pós-graduação em Direito. Áreas de concentração: Direito do Mercado Financeiro e de Capitais e Direito Societário – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Ações. 2. Oferta. 3. Pública. 4. Esforços. 5. Restritos

# FOLHA DE APROVAÇÃO

Ricardo dos Santos de Almeida Vieira

As ofertas públicas de valores mobiliários em regime de esforços restritos e sua não aplicabilidade a ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis

Monografia apresentada aos Programas de LLM em Direito do Mercado Financeiro e de Capitais e em Direito Societário do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para a obtenção do título de pós graduado em Direito.

Áreas de concentração: Direito do Mercado Financeiro e de Capitais e Direito Societário

Aprovado em: \_\_\_\_\_

## Banca examinadora

Prof. Dr. Valdir Carlos Pereira Filho  
Instituição: Insper

Assinatura: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
Instituição:

Assinatura: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
Instituição:

Assinatura: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
Instituição:

Assinatura: \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
Instituição:

Assinatura: \_\_\_\_\_

## **A Helena e Juno**

## **AGRADECIMENTOS**

**Prof. Dr. Valdir Carlos Pereira Filho,**  
pela orientação

**José Luis Leite Doles,**  
**Otávio Augusto de Lara Borsato**

**e**

**Andrea de Lucena Moreira Lopes,**  
pelo apoio profissional diário  
e, principalmente, pela amizade

**Helena e Juno,**  
pelo amor e apoio sempre  
(especialmente nas madrugadas em claro)

## Resumo

VIEIRA, Ricardo dos Santos de Almeida Vieira. **As ofertas públicas de valores mobiliários em regime de esforços restritos e sua não aplicabilidade a ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis**. São Paulo, 2012. 181p. LLM – Direito do Mercado Financeiro e de Capitais e LLM – Direito Societário. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Em 2009 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a Instrução nº 476, instituindo as chamadas ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas em regime de esforços restritos. Tais ofertas, destinadas a um grupo restrito de investidores qualificados, são dispensadas de registro na CVM e, por isso, diversos custos financeiros e operacionais podem ser evitados. A medida permitiu o acesso de determinados emissores ao mercado de capitais brasileiro a um custo consideravelmente menor do que aqueles inerentes às ofertas públicas até então permitidas.

A CVM, porém, deixou de incluir no âmbito da nova regulamentação as ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis.

Propusemo-nos a avaliar se referidos valores mobiliários poderiam ou deveriam ser passíveis de ofertas públicas com esforços restritos. Concluímos pela possibilidade da realização de ofertas restritas de tais valores mobiliários e sugerimos as alterações regulamentares que consideramos necessárias ou recomendáveis para tanto.

Palavras-chave: Ações. Oferta. Pública. Esforços. Restritos.

## Abstract

VIEIRA, Ricardo dos Santos de Almeida Vieira. **Public distribution of securities with restricted efforts and its non-applicability to shares and securities convertible into or exchangeable for shares.** São Paulo, 2012. 181p. Dissertation (Mastership) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

In 2009 the Brazilian Securities Commission (CVM) enacted Instruction 476, creating the so-called public offerings of securities distributed with restricted efforts. Such offerings, destined to a restricted group of qualified investors, are exempt from registration with CVM and, therefore, various financial and operational costs may be avoided. The measure made possible for certain issuers to access the Brazilian capital market at a cost considerably lower than those inherent to the public offerings previously permitted.

CVM, notwithstanding, refrained from including shares and securities convertible into or exchangeable for shares in the scope of the new regulation.

We undertook to evaluate if the mentioned securities could or should be object of public offerings with restricted efforts. We reached the conclusion that restricted offerings of such securities are possible and we suggested the regulatory amendments that we deem necessary or advisable for such purpose.

Keywords: Shares. Offering. Public. Efforts. Restricted.

# Sumário

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>O MERCADO DE CAPITAIS</b> .....	<b>15</b>
2.1	O mercado eficiente .....	15
<b>3</b>	<b>VALORES MOBILIÁRIOS: CONCEITO</b> .....	<b>19</b>
<b>4</b>	<b>O ARCABOUÇO LEGAL E REGULAMENTAR APLICÁVEL ÀS OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS</b> .....	<b>25</b>
4.1	Base legal.....	25
4.2	A Comissão de Valores Mobiliários.....	26
4.2.1	Instituição e finalidade .....	26
4.2.2	Prerrogativas e atribuições .....	27
4.3	Base regulamentar .....	29
<b>5</b>	<b>OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS</b> .....	<b>30</b>
5.1	Aspectos gerais: conceito geral e modalidades (por ofertante).....	30
5.2	Aspectos gerais: a proteção do investidor .....	31
5.2.1	Disclosure .....	32
5.2.2	Procedimentos e Governança .....	40
5.2.3	As sociedades de grande porte .....	41
5.2.4	O conceito de investidor qualificado .....	42
5.3	Sistema de registro.....	46
5.3.1	O registro da companhia .....	47
5.3.2	O registro da oferta.....	49
5.4	Caracterização da oferta pública: o público alvo .....	50
5.4.1	A Instrução CVM nº 400 .....	58
5.5	Oferta Pública com esforços restritos.....	58
5.6	Oferta Privada no Brasil.....	59
<b>6</b>	<b>OFERTA PÚBLICA EM REGIME DE ESFORÇOS RESTRITOS: A INSTRUÇÃO CVM Nº 476</b> .....	<b>61</b>
6.1	Origem e finalidade .....	61
6.2	Dispensa de registro .....	62
6.3	Requisitos e condições da oferta .....	67
6.3.1	Investidores qualificados .....	67
6.3.2	Número de investidores .....	71
6.3.3	Intermediação .....	72
6.3.4	Normas de conduta referentes à oferta .....	74
6.4	Divulgação de informações.....	76
6.5	Negociação em mercados secundários: procedimentos e requisitos ...	79
6.6	Valores mobiliários: rol taxativo .....	81
<b>7</b>	<b>AÇÕES E VALORES MOBILIÁRIOS CONVERTÍVEIS OU PERMUTÁVEIS EM AÇÕES NO ÂMBITO DA INSTRUÇÃO CVM Nº 476</b> .....	<b>83</b>
7.1	A minuta preliminar de Instrução.....	83
7.2	Edital de Audiência Pública nº 05/2008 .....	83

7.3	A(s) posição(ões) dos participantes do mercado.....	84
7.4	A posição adotada pela CVM: a não aplicabilidade .....	95
<b>8</b>	<b>A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL.....</b>	<b>97</b>
<b>8.1</b>	<b>Os Estados Unidos da América .....</b>	<b>97</b>
8.1.1	Papel da Securities Exchange Commission .....	97
8.1.2	Ofertas públicas e dispensas de registro .....	98
8.1.3	O conceito de investidor qualificado .....	99
8.1.4	Isenções e dispensas de registro nos EUA: introdução e exemplos ...	108
8.1.4.1	<i>Section 4</i> do <i>Securities Act</i> de 1933.....	109
8.1.4.2	<i>Regulation D</i> – considerações gerais .....	112
8.1.4.3	<i>Regulation D</i> – <i>Rule 504</i> .....	113
8.1.4.4	<i>Regulation D</i> – <i>Rule 505</i> .....	114
8.1.4.5	<i>Regulation D</i> – <i>Rule 506</i> .....	115
8.1.4.6	<i>Rule 144</i> .....	115
8.1.4.7	“ <i>Section 4(1 ½)</i> ” .....	119
8.1.4.8	<i>Rule 144A</i> .....	121
8.1.4.9	<i>Section 28</i> do <i>Securities Act</i> de 1933.....	126
8.1.4.10	Outras isenções / dispensas e considerações finais .....	127
8.1.5	Aplicabilidade a ações? .....	128
<b>8.2</b>	<b>Outras jurisdições .....</b>	<b>128</b>
8.1.1	Canadá .....	129
8.1.2	União Europeia.....	131
<b>9</b>	<b>A NOSSA POSIÇÃO: APLICABILIDADE DAS OFERTAS COM ESFORÇOS RESTRITOS A AÇÕES (E VALORES MOBILIÁRIOS NELAS CONVERSÍVEIS OU PERMUTÁVEIS) .....</b>	<b>135</b>
<b>9.1</b>	<b>Possibilidade? .....</b>	<b>135</b>
<b>9.2</b>	<b>Desafios .....</b>	<b>135</b>
9.2.1	Acionistas anteriores: direito de preferência.....	135
9.2.2	Abertura de capital anterior: o problema dos mercados paralelos e da liquidez .....	138
9.2.3.	Abertura de capital posterior.....	143
9.2.4	Regras de governança .....	145
9.2.5	Divulgação de informações .....	146
9.2.6	Negociação em mercado secundário .....	147
<b>9.3</b>	<b>Respostas às questões levantadas pela CVM .....</b>	<b>150</b>
<b>10</b>	<b>CONCLUSÕES.....</b>	<b>154</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>156</b>
	<b>APÊNDICE: REDAÇÃO SUGERIDA PARA A INSTRUÇÃO CVM Nº 476 .....</b>	<b>165</b>

## **1 INTRODUÇÃO**

Uma das normas mais aguardadas pelo mercado de capitais brasileiro nos últimos anos, a Instrução nº 476, editada no dia 16 de janeiro de 2009 (“Instrução CVM 476”), pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), veio ao encontro de um antigo anseio de redução de custos, desburocratização e regulamentação da estruturação de produtos financeiros destinados a um grupo restrito de investidores qualificados.

Referida Instrução instituiu as chamadas ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas em regime de esforços restritos, vale dizer, aquelas destinadas a um grupo seleto de investidores.

Em outras palavras, a Instrução dispensa de registro na CVM as ofertas públicas de determinados valores mobiliários dirigidas a um número restrito de investidores qualificados, observadas determinadas condições, além de permitir, também sob certas condições, a negociação secundária dos valores mobiliários assim ofertados.

Com isso, a CVM reduziu, em hipóteses específicas, os custos das ofertas públicas de determinados valores mobiliários, facilitando o acesso de certos emissores ao mercado de capitais.

Não por acaso, o momento de edição da norma foi providencial na reorganização de um mercado abalado por uma severa crise do sistema financeiro mundial.

Todavia, nem todos os valores mobiliários listados no art. 2º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76”), podem ser objeto de oferta pública com esforços restritos.

O tema principal da presente monografia é a não aplicabilidade da Instrução CVM 476 às ofertas públicas de ações e de valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações.

Pretendemos analisar as razões que levaram a CVM a excluir tais valores mobiliários do escopo da Instrução, bem como se tal medida merece ser aplaudida ou criticada.

A relevância do tema reside no impacto que a eventual futura aplicação da Instrução CVM 476 teria nas ofertas públicas de ações e valores mobiliários nelas permutáveis ou conversíveis.

Além disso, a Instrução estabelece condições e procedimentos a serem observados quando da negociação secundária de valores mobiliários ofertados e distribuídos sob sua égide. Tais procedimentos e condições – sem dúvida decisivos na decisão da CVM de não estender às ações e valores mobiliários nelas conversíveis e permutáveis as “benesses” da Instrução CVM 476 – são também objeto desta monografia.

Abordaremos, ainda, os conceitos e a regulamentação análoga aplicável nos Estados Unidos da América (EUA) e em outras jurisdições<sup>1</sup>, a fim de enriquecer – com críticas e sugestões, inclusive, se for o caso – a análise do modelo adotado pela CVM.

Tratando o tema adotado da regulamentação do mercado de capitais brasileiro, é notória sua relação direta com o curso LLM – Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. Ademais, ao analisarmos a não aplicabilidade da mencionada Instrução CVM 476 a ações e outros valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações – bem como as razões para tanto, críticas e sugestões –, entraremos, indubitavelmente, na seara do Direito Societário, objeto do LLM – Direito Societário.

Ressalte-se que, na Audiência Pública nº 05/2008, que culminou na edição da Instrução CVM 476, a própria CVM consultou o mercado sobre a conveniência de aplicação dessa modalidade de oferta a tais valores mobiliários.

---

<sup>1</sup> Canadá e União Europeia.

Participantes do mercado manifestaram-se em diversos sentidos, como analisaremos.

Para alguns, as ações (e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis) deveriam ser passíveis de ofertas com esforços restritos, sugerindo ou não condições e procedimentos específicas para tanto. Outros se manifestaram pela exclusão de tais valores mobiliários da égide da Instrução. Houve até quem defendesse a aplicabilidade da norma a ações, mas apenas futuramente.

Por fim, a CVM adotou a posição já conhecida: ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis não são passíveis de ofertas em regime de esforços restritos.

Assim, tendo em vista o fato de a autarquia ter chegado a cogitar a aplicabilidade dessa modalidade de oferta a tais valores mobiliários, estudamos as razões que levaram a autarquia a excluí-los da esfera das distribuições com esforços restritos, expondo nossa opinião a respeito, com os comentários, as críticas e as sugestões que entendemos cabíveis.

Como veremos, há questões de suma importância a serem indagadas, tais como:

- (i) agiu bem a CVM?
- (ii) seria viável a distribuição de tais valores mobiliários em regime de esforços restritos?
- (iii) quais os mecanismos e procedimentos necessários?
- (iv) qual o impacto que isso traria ao mercado?
- (v) acionistas anteriores seriam prejudicados?

(vi) o que podemos aprender com a experiência internacional?

São essas as indagações que pretendemos responder.

A relevância do tema reside no papel de destaque que as ações (e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis) vêm conquistando no mercado de capitais brasileiros nos últimos anos.

Além disso, por ser a oferta prevista na Instrução CVM 476 uma alternativa menos onerosa e não sujeita à apreciação da CVM, especialmente no tocante à disponibilização de informações acerca dos valores mobiliários ofertados e do(s) respectivo(s) emissor(es), estamos, obviamente, diante de hipótese excepcional de oferta, que como tal deve ser tratada.

Importante mencionar, também, que a Instrução em análise estabelece condições e procedimentos a serem observados quando da negociação secundária de valores mobiliários ofertados e distribuídos sob sua égide.

E nem poderia ser diferente.

Defender o contrário seria permitir que valores mobiliários – ainda que apenas algumas modalidades – fossem primariamente ofertados sem a observância (e custo) das rígidas – e necessárias – regras estabelecidas pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Instrução CVM 400”), e, ato contínuo, fossem revendidos a quaisquer investidores, ainda que não qualificados.

Tal conduta, além de esvaziar de sentido a própria Instrução CVM 476, seria inadmissível à luz de uma das principais atribuições da CVM, vale dizer, a proteção de titulares de valores mobiliários e investidores.

É fácil presumir, portanto, que questões relativas aos procedimentos e condições de revenda de valores mobiliários ofertados em regime de esforços restritos estão entre as razões que levaram a CVM a não estender a aplicabilidade da Instrução a ações e valores nelas conversíveis ou permutáveis.

Nesse sentido, a revenda dos valores mobiliários ofertados nos termos da Instrução CVM 476 também é, portanto, objeto de nossa monografia.

Por fim, como, segundo a própria CVM, a minuta de Instrução foi inspirada “na regulamentação de outros países, como os Estados Unidos, que possuem regras semelhantes de dispensa de registro para ofertas públicas dirigidas a investidores qualificados e permitem a negociação desses títulos de forma restrita”<sup>2</sup>, comparamos as regras vigentes no Brasil com aquelas aplicáveis nos Estados Unidos da América e em outras jurisdições, abordando temas como proteção do investidor, investidor qualificado, valores mobiliários e suas modalidades de oferta (privadas e públicas) e, finalmente, condições e procedimentos para revenda de valores mobiliários ofertados em circunstâncias especiais.

---

<sup>2</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 1.

## **2 O MERCADO DE CAPITALIS**

Antes de analisarmos propriamente as ofertas de valores mobiliários com esforços restritos, não podemos deixar de passar pelos conceitos de mercado de capitais, de oferta pública e de valores mobiliários, conforme aplicáveis no Brasil.

Dentre as alternativas de financiamento de uma empresa está a captação de recursos no chamado mercado de capitais.

Em tal mercado, o ente econômico deficitário – o emissor dos valores mobiliários – capta recursos diretamente do ente econômico superavitário – o investidor.

Não há a intermediação financeira típica do chamado mercado de crédito ou financeiro.

Não param por aí, todavia, as diferenças entre o mercado de capitais e o de crédito<sup>3</sup>.

Tendo em vista que os investimentos realizados no âmbito do mercado de capitais não caracterizam mútuo ou empréstimo, o agente emissor, via de regra, não está obrigado a restituir os recursos ao investidor, devendo, por outro lado, remunerá-lo de acordo com o retorno de suas atividades.

Trata-se, assim, de um mercado de risco.

### **2.1 O mercado eficiente**

Definido o que seja o mercado de capitais, é de suma relevância para o presente estudo o conceito de “mercado eficiente”.

---

<sup>3</sup> Interessante a distinção estabelecida por Eduardo Salomão Neto (*in* Direito Bancário. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 90, Nota 22), para quem “a distinção entre mercado financeiro e de capitais parece assentar em tipos de frequência, mais do que em linhas rígidas: o mercado financeiro tem como lastro títulos de renda fixa e dele participam principalmente instituições financeiras, sociedades corretoras e sociedades distribuidoras, enquanto o mercado de capitais tem por lastro em maior medida investimentos de renda variável e maior participação de sociedades corretoras”.

Um mercado é considerado eficiente quando os preços de todos os bens e serviços nele negociados refletem corretamente toda a informação relevante acerca de tais bens e serviços.

Em outras palavras, em um mercado eficiente o preço de determinado bem (ou, no nosso caso, de determinado valor mobiliário) espelha ao seu real valor.

Costuma-se estabelecer como requisitos de um mercado eficiente:

- (i) o acesso gratuito, simultâneo e equânime a informações por todos os agentes do mercado; e
- (ii) a igual capacidade de processamento dessas informações por todos os agentes do mercado.

De fato, presentes tais requisitos, o preço de um ativo refletiria precisamente todas as informações sobre ele existentes.

Obviamente, na prática, não há como um mercado ser 100% eficiente. Afinal, é praticamente impossível que todas as informações existentes sobre determinado ativo estejam disponíveis a todos e, ainda que estivessem, que fossem processadas de forma equânime e simultânea pelos agentes do mercado.

É também óbvio que o próprio conceito de mercado eficiente – econômico em sua essência – “encontra limitações éticas a partir da própria noção de ‘valor’, pois nem sempre os conceitos econômico e ético de valor coincidem”<sup>4</sup>.

Ainda assim, o mercado eficiente é – e deve ser – o “norte magnético” das entidades reguladoras do mercado de capitais. Como veremos, a proteção do investidor tem como pilar a divulgação de informações ao mercado.

---

<sup>4</sup> OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. **Moeda, Juros e Instituições Financeiras**: Regime Jurídico. 2ª ed. revista e atualizada. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 40.

De acordo com Marcos Cavalcante de Oliveira<sup>5</sup>, os mercados costumam ser classificados em três estágios de acordo com sua eficiência.

Um mercado *fraco* é aquele no qual os preços atuais refletem tão somente os preços ou tendências do passado.

Já em um mercado *semiforte* tais preços levam também em consideração informações publicamente disponíveis a respeito do ativo em questão. A eficiência ainda não é total em razão da existência de informações privadas disponíveis a um grupo restrito de agentes. Há aqui uma quase-eficiência. No entanto,

nesse tipo de mercado [...] ainda é possível – ainda que nem sempre legítimo – se obter lucros extraordinários, desde que o agente disponha de informações privadas<sup>6</sup>, que lhe permitam formar um julgamento sobre o desempenho da companhia melhor do que seria possível fazer com a análise apenas da informação pública<sup>7</sup>.

Por fim, no mercado *forte* não haveria distinção entre informação *existente* e informação *publicamente disponível*, uma vez que todas as informações sobre o ativo seriam públicas<sup>8</sup>.

Ora, estando todas as informações – inclusive informações supervenientes – imediatamente disponíveis, os preços seriam simultaneamente ajustados, resultando na plena eficiência daquele mercado (pelo menos em relação àquele ativo).

A plena eficiência dificulta a obtenção de lucros extraordinários, tendo em vista que todos os agentes têm acesso, ao mesmo tempo, a todas as informações sobre aquele ativo. Não há informações privilegiadas que possam favorecer – ilicitamente, diga-se – determinados agentes.

---

<sup>5</sup> Conforme: OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. **Moeda, Juros e Instituições Financeiras**: Regime Jurídico. 2ª ed. revista e atualizada. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 40-41.

<sup>6</sup> Usualmente conhecidas como informações privilegiadas.

<sup>7</sup> Conforme: OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. **Moeda, Juros e Instituições Financeiras**: Regime Jurídico. 2ª ed. revista e atualizada. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 41.

<sup>8</sup> Nesse sentido, ousamos sugerir uma pequena correção à redação utilizada pelo Professor Marcos Cavalcante de Oliveira, para quem “a eficiência é forte quando os preços refletem [...] toda a informação disponível, tanto aquela que é pública, quanto a que é privada”. Ora, se a informação está disponível a todos os agentes não pode mais ser chamada de “privada”. (OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. **Moeda, Juros e Instituições Financeiras**: Regime Jurídico. 2ª ed. revista e atualizada. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 41).

Nada impede, entretanto – e não há nada de ilegítimo –, que um agente, de posse das mesmas informações a todos disponíveis, processe-as de forma mais ágil ou eficiente que os demais, obtendo vantagem na negociação de certo ativo. Tal “distorção” não poderia ser evitada nem mesmo em um mercado plenamente eficiente. Podemos dizer, inclusive, que ela “faz parte do jogo”.

### **3 VALORES MOBILIÁRIOS: CONCEITO**

Tratando o presente trabalho de uma das modalidades de oferta pública de valores mobiliários, cabe-nos traçar algumas linhas sobre o conceito de valores mobiliários à luz de nossa legislação.

A Lei 6.385/76<sup>9</sup> determinava na redação original de seu art. 2º:

Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:  
 I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;  
 II - os certificados de depósito de valores mobiliários;  
 III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Parágrafo único - Excluem-se no regime desta Lei:  
 I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;  
 II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Verifica-se, desde logo, que o legislador brasileiro não estabeleceu o que pode chamar de “conceito de valores mobiliários”, preferindo o caminho – mais simples, de certa forma – de elencar de forma praticamente exaustiva que ativos poderiam ser assim considerados.

Dizemos “praticamente exaustiva” em razão do inciso III do *caput*, que abria a possibilidade de o Conselho Monetário Nacional (CMN) chancelar como valores mobiliários “*outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas*”.

Ora, se o CMN simplesmente determinasse que certos títulos também seriam considerados valores mobiliários, continuaríamos em um sistema exaustivo de definição<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Da qual trataremos mais adiante.

<sup>10</sup> De fato, não apenas o Conselho Monetário Nacional, mas também os próprios Poderes Executivo e Legislativo acabaram por aumentar a lista de valores mobiliários. Como exemplos, citamos:

- Decreto-Lei nº 2.286/1986: (a) os índices representativos de carteira de ações; e (b) as opções de compra e venda de valores mobiliários;
- Resolução CMN nº 1.723/1990: notas promissórias emitidas por sociedades por ações, quando destinadas à oferta pública (*commercial papers*);
- Resolução CMN nº 1.907/1992: direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções, certificados de depósitos;

Em suma, tínhamos mais uma *definição* de valores mobiliários do que propriamente uma *conceituação*.

Isso porque a Lei 6.385/76 teve como inspiração a legislação francesa.

A legislação norte-americana, por sua vez, adotou um conceito consideravelmente mais amplo para valores mobiliários ou, no inglês, *securities*. Vejamos:

*(1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.*<sup>11 12</sup>

- 
- Lei nº 8.668/1993: cotas de fundos imobiliários;
  - Lei nº 8.685/1993 e Decreto nº 6.304/2007 (que revogou o Decreto nº 974/1993, que tratava da matéria): certificados de investimentos audiovisuais;
  - Resolução CMN nº 2.405/1997 (revogada pela Resolução CMN nº 2.801/2000) e Instrução CVM nº 267/1997: certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica; e
  - Lei nº 9.514/1997 e Resolução CMN nº 2.517/1998: certificados de recebíveis imobiliários (CRI).

<sup>11</sup> *Securities Act of 1933 [as amended through P.L. 112-90, approved January 3, 2012], Section 2(a)(1)*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>>. Acessado em 25.04.2012, às 15:33.

<sup>12</sup> Em tradução nossa:

“(1) O termo “valor mobiliário” significa qualquer nota, ação, ação em tesouraria, contrato futuro, *swap* baseado em valor mobiliário, título, debênture, comprovante de dívida, certificado de participação em qualquer contrato de participação de lucro, certificado de depósitos em garantia, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de valor mobiliário, participação ideal e indivisível em direitos relacionados a petróleo, gás ou outros minerais, qualquer direito de venda, compra, casamento de opções (de compra e venda), opção ou privilégio sobre qualquer valor mobiliário, certificado de depósito ou grupo ou índice de valores mobiliários (incluindo qualquer participação em tais valores ou baseada em seu valor), ou qualquer direito de venda, compra, casamento de opções (de compra e venda), opção ou privilégio sobre a conversão de valores mobiliários nacionais em moeda estrangeira, ou, em geral, qualquer participação ou instrumento comumente conhecido como “valor mobiliário”, ou qualquer

Uma definição similar<sup>13</sup> – e considerada “virtualmente idêntica” à transcrita acima (ou “essencialmente a mesma”) pela Suprema Corte dos EUA<sup>14</sup> – consta do § 3(a)(10) do *Securities Exchange Act* de 1934. O mesmo se verifica no *Investment Company Act* de 1940 (§ 2(a)(36)) e no *Investment Adviser Act* de 1940 (§ 202(a)(18))<sup>15</sup>.

Sem entrarmos em maiores detalhes sobre as críticas<sup>16</sup> inicialmente feitas ao conceito norte-americano e à sua evolução, é importante mencionar que a interpretação permanece consideravelmente aberta<sup>17 18</sup> e que a jurisprudência local passou a aplicar, para fins de enquadramento como valor mobiliário, o chamado “teste *Howey*”, em referência ao caso *SEC v. W.J. Howey Co.*<sup>19</sup>.

No emblemático processo, ao explorar a definição de “contrato de investimento” contida no conceito de *securities*<sup>20</sup>, a Suprema Corte norte-americana determinou que

um contrato de investimento para fins do *Securities Act* significa um contrato, transação ou esquema pela qual uma pessoa [1] investe seu dinheiro [2] em um empreendimento comum e [3] é levada a ter

---

certificado de interesse ou participação, temporário ou permanente, recibo, garantia, direito de subscrição ou de aquisição relativos a quaisquer dos títulos e valores anteriormente mencionados.”

<sup>13</sup> Porém levemente diversa, excluindo, por exemplo, *commercial papers* de curto prazo do conceito.

<sup>14</sup> *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 335, 88 S.Ct 548, 552, 19 L.Ed.2d 564 (1967). Citado por HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 39.

<sup>15</sup> EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 29-30, nota de rodapé nº 10.

<sup>16</sup> Uma das críticas é o uso da própria palavra *security* dentro da definição, o que criaria praticamente uma “redundância cíclica”.

<sup>17</sup> Tão aberta que em determinada ocasião os emissores de um instrumento de investimento registraram-no como *securities* por cautela (para fins de incidência da proteção legal aos investidores) e, ainda assim, o Judiciário dos EUA determinou que aquele instrumento não se enquadrava no conceito legal de *securities* e que, portanto, a pretendida proteção aos investidores não era aplicável. Nas palavras da corte (em tradução nossa), “em que pese o fato de a Farmland ter registrado esses instrumentos como *securities*, registro esse alegadamente feito por cautela, concordamos que a caracterização dos créditos de capital como “direitos de aquisição” de participação não transformou os créditos de capital em *securities*”. (*Great Rivers Coop. V. Farmland Industries, Inc.*, 198 F.3d 685 (8th Cir. 1999). HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 40.

<sup>18</sup> A abrangência do conceito é tamanha que se um advogado norte-americano deixar de informar seu cliente da **possibilidade** de caracterização de um investimento como *security* esse advogado pode ser profissionalmente responsabilizado. Conforme: HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 40.

<sup>19</sup> Conforme: 328 U.S. 293, 298-99, 66 S.Ct. 1100, 1102-03, 90 L.Ed. 1244 (1946). *apud* HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 41.

<sup>20</sup> E o trecho mais problemático do texto legal, tendo em vista que os demais títulos e valores lá mencionados correspondem, em sua maioria, a títulos e valores com características já bem definidas, se não em lei, pelo menos na prática.

uma expectativa de lucros [4] exclusivamente resultantes dos esforços do promotor [do empreendimento] ou de um terceiro <sup>21</sup>.

Assim, o mencionado “teste *Howey*” consiste na verificação da existência dos seguintes requisitos:

- [1] investimento em dinheiro;
- [2] empreendimento comum;
- [3] expectativa de lucros; e
- [4] esforços exclusivos de terceiros (que não o investidor)

Imprescindível dizer que, mais do que uma questão meramente semântica e independentemente do modelo de “conceituação” adotado, a caracterização de um título ou valores como *security* tem por objetivo determinar se devem ou não ser aplicadas as proteções ao investidor previstas na legislação específica.

De fato, aí está o núcleo da questão: definir a que tipo de proteção legal o investidor está sujeito.

Seguindo os passos da legislação norte-americana, o legislador brasileiro acabou por adotar uma definição mais ampla de valores mobiliários exatamente para poder conferir proteção legal a adquirentes de outros títulos e valores mobiliários que não aqueles estritamente listados.

Esse alargamento do conceito se justifica, inclusive, para evitar manobras que objetivem privar investidores das garantias legais outorgadas aos adquirentes de valores mobiliários.

Nesse sentido, a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, conceituou como valores mobiliários

sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços,

---

<sup>21</sup> Tradução nossa.

cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.<sup>22</sup>

Como se vê, o conceito abarca os quesitos do chamado “teste *Howey*”.

Referida Medida Provisória foi reeditada diversas vezes<sup>23</sup> até culminar na edição da Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001.

Em 31 de outubro daquele mesmo ano, foi publicada a Lei nº 10.303, que alterou o art. 2º da Lei 6.385/76, incorporando ao rol dos valores mobiliários, além de diversos outros títulos e valores não mencionados pelo legislador original, o conceito “norte-americano” instituído pela Medida Provisória nº 1.637. A redação, que permanece até hoje, passou a ser a seguinte:

**Art. 2º.** São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - **as ações**, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.**

**§ 1º.** Excluem-se do regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

**§ 2º.** Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.

**§ 3º.** Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

---

<sup>22</sup> Art. 1º.

<sup>23</sup> Inclusive sob outras numerações (1.742, 1.844, 1.987, 2.031 e 2.110).

- I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima;
  - II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;
  - III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei;
  - IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.
- (grifos nossos)

É verdade que o conceito de valores mobiliários, especialmente a abrangência da atual redação do art. 2º da Lei 6.386, mereceria, em outras circunstâncias, um aprofundamento que foge do nosso escopo. Todavia, é também verdade que para o presente trabalho o aumento do leque de valores mobiliários não é significativo, uma vez que ações<sup>24</sup> já constavam do rol anterior.

Assim, tendo em vista (i) que a Instrução CVM 476<sup>25</sup> elenca de forma exaustiva os valores mobiliários sob sua égide e (ii) que ações são expressamente definidas como valores mobiliários pela Lei 6.385/76 desde sua versão original, não há razão para nos determos por mais tempo sobre esse conceito.

De qualquer forma, consideramos importante traçar este breve histórico, especialmente à luz do conceito de proteção ao investidor, que abordaremos mais adiante.

---

<sup>24</sup> Os valores mobiliários por excelência, podemos dizer.

<sup>25</sup> *i.e.*, o núcleo do presente trabalho.

## **4 O ARCABOUÇO LEGAL E REGULAMENTAR APLICÁVEL ÀS OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Definidos os conceitos acima, cabe-nos, agora, traçar algumas linhas acerca do arcabouço legal e regulamentar aplicável.

### **4.1 Base legal**

O principal dispositivo legal é a Lei 6.385/76. Seu art. 1º, incisos I e II, é claro nesse sentido<sup>26</sup>:

Art. 1º. Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:  
I - a **emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado**;  
II - a **negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários**;  
(...)  
(grifos nossos)

Assim, a Lei 6.385/76 pode ser considerada a base legal das ofertas de valores mobiliários em geral ou, mais precisamente, a base legal para a competência da CVM para regulamentar as ofertas públicas.

A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.” ou “Lei 6.404/76”), por sua vez, trata de determinados aspectos da oferta pública de ações por companhias abertas, sempre nos moldes estabelecidos pela Lei 6.385/76.

Por tratar da emissão e oferta de ações, referida Lei é de fundamental importância para nosso estudo.

São esses os pilares legais aplicáveis às ofertas e negociações públicas de valores mobiliários, como descrito pela CVM em sua página na Internet<sup>27</sup>:

---

<sup>26</sup> Cabe-nos mencionar que a redação do art. 1º foi alterada em 2001 pela Lei nº 10.303. Todavia, os transcritos incisos I e II não sofreram alteração, de forma que tais atividades estão sob a égide da Lei 6385/76 desde sua edição.

<sup>27</sup> [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

A Lei que criou a CVM (6385/76) e a Lei das Sociedades por Ações (6404/76) disciplinaram o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas, assim classificados, as companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores, além de outros cuja atividade gira em torno desse universo principal.

## 4.2 A Comissão de Valores Mobiliários

### 4.2.1 Instituição e finalidade

A Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) foi instituída pelo art. 5º da Lei 6.385/76, tendo a natureza de

entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Nos termos do art. 4º da Lei, a CVM deve exercer suas atribuições com os seguintes objetivos:

I - **estimular** a formação de poupanças e a sua **aplicação em valores mobiliários**;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - **assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão**;

IV - **proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:**

a) **emissões irregulares de valores mobiliários**;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V - **evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado**;

**VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;**

**VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;**

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

(grifos nossos)

Em outras palavras, deve a autarquia, em sua atuação, sempre observar tais diretrizes.

#### **4.2.2 Prerrogativas e atribuições**

O art. 2º da Lei 6386/76, que elenca os valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei<sup>28</sup>, outorga à CVM a competência para expedir normas sobre a emissão e negociação de tais valores mobiliários, podendo para tanto:

- (i) exigir que os emissores dos valores mobiliários se constituam sob a forma de sociedade anônima;
- (ii) exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente registrado na CVM;
- (iii) dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários, a participação de sociedade integrante do sistema de distribuição previsto no art. 15 da Lei<sup>29</sup>; e

<sup>28</sup> Tratamos do conceito legal de valores mobiliários anteriormente.

<sup>29</sup> “Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

a) como agentes da companhia emissora;

b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;

III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;

IV - as bolsas de valores.

- (iv) estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.

O art. 8º, por sua vez, outorga à autarquia competência para:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas [na Lei 6385/76] e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos [pela Lei 6385/76]<sup>30</sup>;

**III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o art. 1º [da Lei 6385/76], bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;**

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.  
(grifos nossos)

Em suma, tem a CVM competência para disciplinar, regulamentar e fiscalizar a conduta dos integrantes do mercado de capitais brasileiro, cabendo à autarquia<sup>31</sup>, disciplinar, entre outras, as seguintes matérias:

- registro de companhias abertas;
- **registro de distribuições de valores mobiliários;**
- (...)
- **negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;**

(grifos nossos)

---

V - entidades de mercado de balcão organizado.

VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e

VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.“

<sup>30</sup> A saber: registro de emissor e registro da oferta, como veremos.

<sup>31</sup> Conforme descrito em sua página na Internet: <http://www.cvm.gov.br> > A CVM > Atribuições. Acesso em 05 jul. 2011.

Para o pleno exercício de suas atribuições, o legislador<sup>32</sup> outorgou à CVM poderes para apurar, julgar e punir condutas contrárias à legislação e à regulamentação aplicáveis.

### **4.3 Base regulamentar**

No âmbito infralegal, as ofertas públicas são reguladas por diversas Instruções da Comissão de Valores Mobiliários, sendo relevantes para o presente trabalho a Instrução CVM 400 e a Instrução CVM 476, das quais trataremos em momento oportuno.

---

<sup>32</sup> Lei 6.385, art. 9º e seguintes.

## **5 OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS**

### **5.1 Aspectos gerais: conceito geral e modalidades (por ofertante)**

Pode ser entendida como oferta pública de valores mobiliários

a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão **[ou, ainda, outros emissores, como fundos de investimento]** promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais.<sup>33</sup> (grifo nosso).

Mais adiante, exploraremos com mais profundidade as características de uma oferta pública.

Ainda que não seja relevante para fins do presente trabalho, cabe-nos mencionar que as ofertas públicas podem se revestir das seguintes modalidades: primária e secundária.

Considera-se oferta pública primária aquela cujo ofertante é o próprio emissor dos valores mobiliários (e.g. uma companhia aberta), de forma que os recursos captados são para ele revertidos. Assim, esta modalidade de oferta tem como principal objetivo captar recursos para o financiamento do próprio emissor.

Na oferta pública secundária o ofertante não é o emissor dos valores mobiliários, mas um detentor de tais valores mobiliários. Os recursos aqui não são destinados ao emissor, mas ao ofertante. Nesse sentido, a oferta secundária não financia as atividades do emissor, mas possibilita a negociação secundária dos valores mobiliários, dando a eles liquidez e fazendo girar a “roda do mercado”.

A inexistência de um mercado secundário prejudicaria a existência do próprio mercado primário, uma vez que o interesse em adquirir valores mobiliários em uma oferta primária geralmente está relacionado – ou mesmo condicionado – à possibilidade de alienação futura (no mercado secundário) desses valores.

---

<sup>33</sup> EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 135.

Não é incomum que uma oferta tenha natureza mista, vale dizer, primária e secundária. Neste caso, temos simultaneamente valores mobiliários objeto de uma nova emissão e valores mobiliários já existentes, detidos, por exemplo, por acionistas atuais, controladores ou não.

Imprescindível mencionarmos que a distinção entre ofertas primárias e secundárias de valores mobiliários tem caráter econômico. A disciplina jurídica aplicável é a mesma.

## **5.2 Aspectos gerais: a proteção do investidor**

Como vimos, a oferta pública de valores mobiliários tem por objetivo a captação de recursos de investidores superavitários<sup>34</sup>.

Em outras palavras, o mercado de capitais permite o acesso à poupança popular.

Por esse motivo, nada mais coerente do que a existência de supervisão estatal, a fim de proteger os investidores e potenciais investidores.

Referida proteção, porém, não deve ser rígida a ponto de inviabilizar o próprio mercado. Afinal, o Estado possui recursos escassos – tanto financeiros quanto de pessoal – e uma supervisão total, irrestrita e absoluta seria, sob o aspecto prático, impossível.

A proteção ao investidor, via de regra, consiste na imposição de limites à atuação dos emissores e distribuidores de valores mobiliários, bem como – e é este ponto que mais nos interessa – no estabelecimento de informações mínimas a serem divulgadas de forma equitativa ao mercado como um todo.

---

<sup>34</sup> E entendemos que isso se aplica também à oferta secundária. Como exposto, por gerar liquidez, o mercado secundário torna o mercado primário mais atraente ao investidor.

Nesse sentido, a legislação e regulamentação brasileiras adotaram um mecanismo de divulgação de informações, conhecido no jargão do mercado como *disclosure*.

### 5.2.1 *Disclosure*

Pelo mecanismo de *disclosure*, o emissor de valores mobiliários deve divulgar a seu público alvo informações claras e suficientes para que o investidor tome uma decisão fundamentada no sentido de adquirir ou não determinado valor mobiliário, aliená-lo ou não, etc.

Trata-se, como vimos, de um dos requisitos *sine qua non* para um mercado de capitais eficiente.

O art. 1º da Instrução CVM 400, que “dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário” e sobre a qual trataremos mais adiante, deixa claro o papel do *disclosure* na proteção do investidor:

Art. 1º. Esta Instrução regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do **tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações** sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.  
(grifos nossos)

De uma maneira simplista, esse mecanismo de proteção tem o objetivo de divulgar ao mercado informações suficientes para a determinação de um preço justo de determinado valor mobiliário.

Informações adequadas e disponíveis de forma equitativa e simultânea a todos são indispensáveis para a confiança dos investidores no mercado como um todo.

Como muito bem apontado por Gerard Hertig, Reinier Kraakman e Edward Rock, “o oportunismo ou fraude cometida por uma empresa no mercado público de negociação resulta em externalidades negativas para outras empresas e para o mercado como um todo”<sup>35</sup>.

Além de servir de base para o apreçamento eficiente de ativos negociáveis no mercado, o mecanismo de *disclosure* – desde que supervisionado pelas autoridades – tende a resguardar a qualidade de tais informações e, de forma nem tão indireta assim, a qualidade dos próprios emissores.

Isso porque, com base nas informações publicamente disponíveis, podem os investidores comparar o desempenho de emissores atuantes em determinados setores, gerando uma verdadeira concorrência, não apenas diante dos consumidores dos produtos e serviços oferecidos por tais agentes, mas diante de potenciais investidores.

Terá maior acesso a recursos da poupança popular o emissor que comparativamente oferecer maior perspectiva de rendimentos, ainda que a médio ou longo prazo.

Apesar dos argumentos em sentido contrário<sup>36</sup>, em nossa opinião, não se pode esperar que os próprios emissores decidam quais informações devem ser publicamente divulgadas.

Em um mundo hipotético de investidores experientes, arbitragem ilimitada e informações a baixo custo, legisladores benevolentes têm poucos motivos para agir além da facilitação da precificação informada, uma vez que a divulgação de informações revelaria

---

<sup>35</sup> HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 275. (tradução nossa)

<sup>36</sup> “Críticos da obrigatoriedade de divulgação de informações alegam que os mercados de capitais incentivam fortemente as empresas a divulgar voluntariamente as informações exigidas pelos investidores, e, assim a divulgação obrigatória [...] não se faz necessária”. (tradução nossa) SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 447. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

diferenças qualitativas entre emissores e garantiriam sua precificação total no mercado.<sup>37</sup>

Não vivemos nesse mundo hipotético, de forma que sem a exigência legal ou regulatória, emissores não divulgariam informações suficientes ou suficientemente comparáveis.

Temos aqui um claro conflito de agência, uma vez que não interessa aos administradores do emissor divulgar dados negativos, que, por óbvio, desabonariam sua atuação aos olhos dos investidores – e do mercado – e poderiam resultar em uma remuneração menor ou mesmo em sua destituição.

Não seria razoável exigir tal “sacrifício” de forma voluntária.

Ainda na opinião de Hertig, Kraakman e Rock, “a doutrina recente corrobora a visão convencional de que empresas de capital aberto divulgam menos informações quando não há exigência legal, especialmente informações negativas”<sup>38</sup>.

Além disso, ainda que os emissores divulgassem voluntariamente as informações suficientes, só teríamos uma base informacional comparável se a divulgação de informações (de emissores comparáveis) ocorresse sempre ao mesmo tempo e com os mesmos níveis de detalhes.

Por fim, para que as informações sejam efetiva e imediatamente comparáveis, é imprescindível que elas observem os mesmos exatos padrões.

Seriam praticamente imprestáveis, para fins de comparação, demonstrações financeiras de companhias de um mesmo setor se cada uma adotasse, por exemplo, um padrão contábil diverso das demais. E ainda que fosse possível chegar-se a uma conclusão comparativa a partir de uma análise especializada ou mecanismos de

---

<sup>37</sup> HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 276. (tradução nossa)

<sup>38</sup> HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 279. (tradução nossa)

conversão, o custo de transação encareceria e/ou inviabilizaria tomadas de decisão dinâmicas, como se espera em um mercado eficiente.

Ora, como não se pode esperar que todos os emissores – ou ao menos os emissores de um mesmo setor de atividades – divulguem voluntariamente a mesma gama de informações a seu respeito, deve a regulamentação definir não apenas a espécie e a quantidade de dados, mas também seu “formato” e padrão.

Inegável, portanto, a necessidade do estabelecimento por lei de padrões mínimos de divulgação de informações.

Exemplo primordial dessa padronização é o estabelecimento de um padrão contábil. Nada mais evidente, uma vez que boa parte das informações relevantes têm por base as demonstrações financeiras dos emissores.

É óbvio que a gama de informações a serem divulgadas por emissores cujos valores mobiliários são negociados no mercado de capitais – ou, tomando de empréstimo uma expressão utilizada nos países de língua inglesa, emissores “publicamente listados” – deve ser, via de regra, significativamente mais ampla e detalhada do que as informações disponíveis, por exemplo, a investidores de empresas de capital fechado.

Além da questão da economia de escala e da negociação pública dos valores mobiliários, investidores de empresas “fechadas” costumam ter acesso irrestrito às informações financeiras e gerenciais.

Ademais, a eventual inadequação de informações em uma sociedade de capital fechado, ainda que acarrete prejuízos a seus investidores, não costuma impactar o mercado de capitais como um todo<sup>39</sup>.

O mesmo cenário (informações inadequadas ou insuficientes), *e.g.*, em uma companhia de capital aberto não prejudicaria apenas seus acionistas. O abalo

---

<sup>39</sup> Mais adiante trataremos do conceito de “sociedade de grande porte” adotado pela legislação brasileira.

atingiria a confiança no mercado como um todo ou, na melhor hipótese, naquele setor de atividades.

A revelação de fraude em uma companhia aberta de determinado ramo tende a impactar o preço das ações de suas concorrentes.

A proteção ao investidor não se limita, porém, ao estabelecimento de padrões mínimos de informações publicamente divulgadas.

Uma medida comumente adotada, inclusive no Brasil, é a exigência de padrões mínimos de governança.

Ora, sem entrarmos em maiores detalhes<sup>40</sup>, basta verificarmos o considerável espectro de obrigações e procedimentos aplicáveis às companhias de capital aberto no Brasil, obrigações essas inexigíveis, na maioria dos casos<sup>41</sup>, de companhias de capital fechado.

Os benefícios da divulgação de informações não se limitam ao apreçamento dos valores mobiliários.

Acionistas suficientemente informados tomam decisões melhores acerca do exercício de seus direitos.

No mesmo sentido, para Hertig, Kraakman e Rock,

a exigência na maioria de nossas jurisdições de que emissores públicos divulguem a remuneração individual, e não global, dos administradores sêniores<sup>42</sup> é quase certamente destinada mais a combater um problema de agência do que a melhorar a eficiência da precificação<sup>43</sup>.

---

<sup>40</sup> Por não ser o escopo do presente trabalho.

<sup>41</sup> Há casos específicos de regras adicionais de governança exigidas de determinadas companhias de capital fechadas, como aquelas de cujo capital participem fundos de investimento em participações (FIPs), nos termos da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003.

<sup>42</sup> *Senior managers*, no original.

<sup>43</sup> HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 280-281. (tradução nossa)

Além disso, sob o aspecto regulatório, por facilitar e reduzir o custo da fiscalização por parte das entidades reguladoras<sup>44</sup>, o *disclosure* acaba por assegurar (ou pelo menos incentivar) o cumprimento de procedimentos e regras legais e regulamentares.

As principais jurisdições analisadas na obra *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*<sup>45</sup>, vale dizer, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos da América estabelecem regras de divulgação de informações a serem observadas por emissores de valores mobiliários publicamente negociados<sup>46</sup>. Como apontam os autores, o fato de cada jurisdição adotar seu conceito de valor mobiliário resulta em diferentes espectros de aplicação desse *disclosure*.

Tendo em vista que o foco do presente trabalho são as ofertas de ações, valores mobiliários por excelência assim expressamente considerados por nossa legislação, não há razão para nos determos demais na questão desse conceito, ainda que o abordemos mais adiante.

A diferença entre as regulamentações de jurisdições diversas reside não apenas no tocante a quais emissões e ofertas estão sujeitas ao *disclosure*, mas também na gama e no detalhamento das informações exigidas.

Os mecanismos de divulgação costumam variar levando em consideração a quantidade e a sofisticação – no sentido de conhecimento, ainda que presumido – dos investidores aos quais os valores mobiliários são ofertados.

A legislação dos EUA sobre valores mobiliários, por exemplo, faz distinção explícita entre ofertas públicas e privadas de valores mobiliários de um lado, e entre investidores sofisticados e “não-sofisticados” de outro. Uma oferta local de ações de uma companhia de capital fechado não dá origem a obrigações afirmativas de divulgação de informações. Além disso, mesmo uma emissão de

---

<sup>44</sup> E autorreguladoras.

<sup>45</sup> KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. 322 p.

<sup>46</sup> Conforme: HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 281.

ações em áreas geograficamente diversas origina apenas obrigações mínimas de *disclosure* se as ações forem oferecidas a menos de 35 investidores que sejam “*accredited*” (*i.e.*, são presumidamente sofisticados) ou tenham experiência em negócios suficiente para avaliar os méritos e riscos do investimento. Valores mobiliários emitidos em tais “distribuições privadas” não podem ser revendidos ao público em geral, mas podem ser revendidos a “adquirentes institucionais qualificados”, o que deu origem a um mercado institucional “privado” ativo para tais valores mobiliários.<sup>47</sup>

Critérios semelhantes são adotados no Japão e na Comunidade Europeia.<sup>48</sup>

As obrigações de divulgação não se limitam, porém, às ofertas dos valores mobiliários. Os emissores estão geralmente sujeitos à divulgação periódica e contínua de informações.

E não poderia ser diferente.

Afinal, um mercado eficiente presume o acesso contínuo e equânime a informações.

Não basta que o investidor – ou potencial investidor – receba informações suficientes para lastrear sua decisão de adquirir determinados valores mobiliários. É o acesso continuado a informações que lastrearam sua decisão de manter tais investimentos, desfazer-se deles, incrementar sua participação, etc.

Tais informações contínuas fomentam – mais do que isso, viabilizam – também o mercado secundário de valores mobiliários.

De nada adianta, para o mercado como um todo, que o adquirente “original” (primário) tenha tomado uma decisão fundamentada, se o adquirente secundário não puder fazer o mesmo.

---

<sup>47</sup> HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 282. (tradução nossa)

<sup>48</sup> HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 281.

Não restando dúvida sobre a necessidade do *disclosure*, passemos a breves considerações gerais sobre o conteúdo das informações a serem divulgadas.

Como já vimos, as informações divulgadas devem ser suficientes para a tomada de decisão dos investidores.

De uma forma relativamente reducionista, podemos dividir as informações a serem divulgadas ao mercado em duas categorias, quais sejam:

- (i) descrição da situação atual do emissor: trata-se de uma “fotografia” do *status quo*, com detalhes sobre estoque, situação patrimonial atual e resultados até o momento presente. Não há garantia, obviamente, de que o futuro repetirá ou superará o passado, mas um retrato preciso pode, inclusive, identificar medidas de melhoria a serem tomadas;
- (ii) perspectivas: descrição de um ou mais prováveis cenários, com base em estimativas e estudos. É claro que o(s) cenário(s) previsto(s) pode(m) não se concretizar, mas o investidor terá ao menos uma base para lastrear suas expectativas.

Há quem considere, ainda, uma terceira categoria de informações, relativas a questões de governança e conflitos de agência<sup>49</sup>. Estariam nesta categoria informações sobre remuneração de administradores e distribuição de resultados a acionistas.

Em nossa opinião, entretanto, tais informações podem ser enquadradas em uma das categorias que já descrevemos, conforme relativas ao passado ou presente ou, ainda, ao futuro projetado do emissor.

---

<sup>49</sup> HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 285.

### 5.2.2 Procedimentos e Governança

Ainda sob o aspecto da proteção do investidor, a divulgação de informações não é o único diferencial que afeta os emissores de valores mobiliários publicamente negociados.

Tais emissores estão comumente obrigados a observar procedimentos e práticas de governança diferenciados – leia-se, mais rígidos – em relação àqueles exigidos, por exemplo, de empresas de capital fechado.

Nada surpreendente.

Como vimos, e tomando companhias (emissores de ações, o valor mobiliário por excelência) como exemplo, o impacto do desempenho de uma companhia aberta no mercado e, conseqüentemente, na economia, é consideravelmente maior do que o de uma companhia de capital fechado<sup>50</sup>.

Dessa forma, nada mais natural que companhias de capital aberto estejam sujeitas a um regime mais controlado de atuação e governança.

Tomemos como exemplo o prazo mínimo de (primeira) convocação de assembleias gerais previsto na legislação brasileira.

Companhias de capital fechado devem observar o prazo mínimo de 8 (oito) dias de antecedência<sup>51</sup>, enquanto companhias abertas estão sujeitas à antecedência de 15 (quinze) dias<sup>52</sup>. Tal distinção justifica-se pela pulverização – ainda que presumida – do capital de uma sociedade com ações negociadas publicamente.

---

<sup>50</sup> Nesse sentido, “*unlike the failure of a closely held firm, the failure of a publicly-traded firms harms distant investors and raises capital costs for other companies trading in the same market*”. HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 289.

<sup>51</sup> Lei das S.A., art. 124, § 1º, I.

<sup>52</sup> Lei das S.A., art. 124, § 1º, II.

Ora, as ações de uma companhia fechada costumam estar concentradas nas mãos de um número relativamente reduzido de acionistas, os quais, via de regra, acompanham mais de perto as atividades da empresa e residem próximo à sua sede. Nesse sentido, entendeu o legislador que oito dias são suficientes para permitir o comparecimento do acionista ao conclave.

O mesmo não ocorre com uma companhia aberta, em razão da pulverização de seu capital.

Como se vê, o tratamento diferenciado não tem por fundamento – pelo menos não diretamente<sup>53</sup> – o acesso a um nível maior ou menor de informações, mas tão somente à viabilização do conclave de forma satisfatória<sup>54</sup>.

No mesmo sentido, a legislação<sup>55</sup> exige que as companhias abertas possuam Conselho de Administração, facultativo para as companhias fechadas<sup>56</sup>.

Em suma, é comum que o legislador garanta aos investidores de valores mobiliários publicamente negociados não apenas o acesso a informações, mas direitos e mecanismos de atuação e/ou fiscalização mais abrangentes do que aqueles disponíveis a investidores de, digamos, colocações privadas.

### 5.2.3 As sociedades de grande porte

Ainda que estejamos, neste momento, tratando de conceitos gerais, cabe-nos uma rápida digressão.

Sem prejuízo do até aqui exposto sobre a relevância, para o mercado, das informações referentes a companhias de capital aberto – ou outros emissores de

---

<sup>53</sup> É certo, porém, que determinadas deliberações demandam um tempo maior de análise, especialmente no caso de companhias de grande porte.

<sup>54</sup> Pois de nada adiantaria a realização de uma assembleia sem o quórum necessário para a aprovação das matérias objeto da ordem do dia (ainda que houvesse quórum suficiente para sua instalação).

<sup>55</sup> Lei das S.A., art. 138, § 2º.

<sup>56</sup> Há quem defenda que o Conselho de Administração é obrigatório em companhias fechadas que recebam investimentos de fundos de investimento em participações, mas não entraremos nesse mérito por estar fora do escopo do presente trabalho (e por ser uma situação *sui generis*).

valores mobiliários publicamente negociados –, não se pode negar o impacto de determinados agentes econômicos, notadamente empresas, de capital fechado.

Não podemos nos apegar a conceitos e negar as evidências.

Há empresas e conglomerados de empresas cujo desempenho – e/ou perspectiva de desempenho – impactam o mercado de forma considerável, influenciando projeções e preços de todo um setor ou mesmo da economia como um todo, norteados decisões e desempenhos. Ora, ainda que não haja “investidor direto” a ser protegido ou tutelado, pode-se querer “tutelar” o próprio mercado de forma geral.

Nesse sentido, o legislador brasileiro<sup>57</sup> instituiu o conceito de “sociedade de grande porte”, definida como

a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais).

Mais do que isso, o legislador obrigou tais sociedades, “ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações”, a observar

as disposições da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários.<sup>58</sup>

Tal medida teve por objetivo corrigir as distorções causadas por tais sociedades quando da análise do mercado ou de determinados setores.

#### **5.2.4 O conceito de investidor qualificado**

Já que estamos tratando da proteção do investidor, cabe-nos fazer algumas considerações sobre o conceito do chamado “investidor qualificado”.

---

<sup>57</sup> Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, art. 3º, parágrafo único.

<sup>58</sup> Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, art. 3º, *caput*.

Como vimos, os mecanismos de proteção do investidor têm por objetivo não apenas a defesa dos interesses individuais de cada investidor, mas também do mercado como um todo. Afinal, minada a confiança dos indivíduos no mercado, não haveria a circulação de recursos necessária para seu funcionamento adequado.

Como é de se esperar de uma tutela protetora (estatal, no caso), o legislador e o regulador (CVM) estabeleceram mecanismos de proteção gerais e consideravelmente abrangentes, a fim de abarcar toda a gama de potenciais investidores (desde que civilmente capazes).

Dito isso, o regulador abrandou, flexibilizou ou mesmo dispensou a aplicação de alguns desses mecanismos à luz da “qualificação” do investidor a ser tutelado.

Ora, se os mecanismos de proteção, em especial o *disclosure*, têm o objetivo de proporcionar aos potenciais investidores condições equitativas de tomada de decisão e assunção de riscos, por que não permitir determinados investimentos a um grupo de pessoas já presumivelmente dotadas de condições equânimes de tomada de decisão e de assunção de riscos?

Em outras palavras, por que não permitir a um grupo mais “qualificado” de investidores o acesso a investimentos não disponíveis ao público em geral, seja pela complexidade das informações necessárias para uma tomada de decisão, seja pelo maior risco envolvido?

Nesse sentido, a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004 (“Instrução CVM 409”), que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, define, em seu art. 109, como “investidores qualificados”:

- I – instituições financeiras;
- II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
- IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I;

- V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;
- VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;
- VII – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

Analisando o rol de pessoas e entidades classificadas como investidores qualificados, podemos traçar os parâmetros utilizados pelo regulador.

São investidores qualificados aquelas pessoas e entidades que possuem, de forma real ou presumida, conhecimento técnico e/ou capacidade financeira para compreender a complexidade de investimentos mais sofisticados, bem como os riscos a eles inerentes.

Devido à sofisticação de tais investidores, o regulador achou por bem abrandar alguns dos mecanismos de proteção.

Nas palavras de Arnaldo Wald, “para tal perfil de investidor, a proteção é menor”<sup>59</sup>.

O autor prossegue:

(...) o investidor qualificado, em razão de sua capacidade técnica e econômica real ou presumida para melhor avaliar os riscos das operações nas quais participa ou pretende participar, não necessita de maior proteção regulatória<sup>60</sup>.

Se levarmos em consideração a já mencionada escassez de recursos de que o Estado dispõe para fiscalizar as atividades desenvolvidas no mercado de capitais, faz ainda mais sentido simplificar procedimentos e flexibilizar regras aplicáveis às operações que envolvam exclusivamente investidores mais sofisticados. Citando, mais uma vez, Arnaldo Wald, “prevalece, assim, o princípio da eficiência que caracteriza o Estado moderno (art. 37, *caput* da CF/88)”<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> WALD, Arnaldo. O Investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, ano 9, n. 32, p. 15-34, 2006. p. 26.

<sup>60</sup> WALD, Arnaldo. O Investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, ano 9, n. 32, p. 15-34, 2006. p. 32.

<sup>61</sup> WALD, Arnaldo. O Investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, ano 9, n. 32, p. 15-34, 2006. p. 32.

Fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados, por exemplo, podem aplicar seus recursos em ativos cuja aquisição é vedada a fundos que admitem investidores “não-qualificados”.

Nota-se que as únicas pessoas físicas consideradas investidores qualificados por nossa regulamentação são:

- (i) aquelas com investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais)<sup>62</sup> e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado; e
- (ii) aquelas autorizadas pela CVM como administradores de carteira e consultores de valores mobiliários e, ainda assim, exclusivamente em relação a seus próprios recursos.

Na primeira hipótese o critério primordial (e objetivo) é a capacidade financeira<sup>63</sup> seguido de uma presunção de conhecimento técnico suficiente, presunção essa baseada na existência de investimentos financeiros (relevantes) anteriores e formalizada pela celebração de declaração expressa.

No segundo caso o único critério utilizado é o conhecimento técnico para compreender a complexidade e os riscos do investimento. É, assim, irrelevante a capacidade financeira para suportar as eventuais perdas. Tanto é assim que os administradores de carteira e consultores de valores mobiliários podem aplicar, como investidores qualificados, exclusivamente seus próprios recursos.

Há, ainda, uma hipótese indireta de classificação de pessoas físicas como investidores qualificados.

O §1º do citado art. 109, admite a participação

---

<sup>62</sup> Veremos, quando da análise específica da Instrução CVM nº 476, o conceito do chamado “investidor superqualificado”.

<sup>63</sup> Note que não basta que a pessoa tenha patrimônio superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais); ela deve ter (no mínimo) tal valor em investimentos financeiros.

como cotistas de um fundo para investidores qualificados, os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo, expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

O critério aqui parece ser, mais uma vez, a capacidade técnica de compreender o investimento e seus riscos.

O conceito de investidor qualificado e a consequente flexibilização dos mecanismos de proteção a ele aplicáveis não é uma exclusividade nossa. Como veremos<sup>64</sup>, a legislação estadunidense trata de forma diferenciada os investidores mais “sofisticados”.

### 5.3. Sistema de registro

Como vimos, o mercado de capitais permite o acesso à poupança popular e, por isso, é necessária a supervisão estatal para proteger investidores e a estrutura do mercado como um todo.

Vimos também que os principais mecanismos para assegurar referida proteção são a divulgação simultânea de informações adequadas (*disclosure*<sup>65</sup>) e a observância de determinados procedimentos e regras de governança por parte dos emissores de valores mobiliários objeto de ofertas públicas.

Para permitir o controle, pela CVM, do fluxo e qualidade dessas informações, bem como do atendimento a tais procedimentos e regras (*compliance*), o legislador instituiu um sistema de duplo registro para companhias emissoras de valores mobiliários<sup>66</sup>, a saber:

- (i) o registro da companhia; e
- (ii) o registro da oferta em si.

---

<sup>64</sup> Vide 8.1.3.

<sup>65</sup> Vide 5.2.1.

<sup>66</sup> “O caráter instrumental do registro foi destacado na Exposição de Motivos da lei nº 6.385/1976, ao mencionar que o sistema de registros tem basicamente por fim colocar à disposição de todos os investidores informações atualizadas sobre a companhia emissora”. EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 138. (Nota de rodapé nº 9).

Nas palavras da própria autarquia,

o sistema de registro gera, na verdade, um fluxo permanente de informações ao investidor. Essas informações, fornecidas periodicamente por todas as companhias abertas, podem ser financeiras e, portanto, condicionadas a normas de natureza contábil, ou apenas referirem-se a fatos relevantes da vida das empresas. Entende-se como fato relevante, aquele evento que possa influir na decisão do investidor, quanto a negociar com valores emitidos pela companhia. A CVM não exerce julgamento de valor em relação a qualquer informação divulgada pelas companhias. Zela, entretanto, pela sua regularidade e confiabilidade e, para tanto, normatiza e persegue a sua padronização.<sup>67</sup>

Os dois registros, como veremos, são complementares entre si, não podendo a CVM, por exemplo, apreciar o pedido de registro de oferta pública de ações de emissora sem registro de companhia aberta.

### 5.3.1 O registro da companhia

O registro da companhia emissora está previsto nos arts. 21 e 22 da Lei 6.385/76.

Vejamos:

**Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o art. 19:**

**I - o registro para negociação na bolsa;**

**II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.**

**§ 1º. Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.**

(...)

**Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.**

(...)

---

<sup>67</sup> <http://www.cvm.gov.br/port/acvm/atribuic.asp>. Acesso em: 3 fev. 2012.

**(grifos nossos)**

Em suma, o registro do art. 21 é o chamado registro de companhia aberta, exigido para os valores mobiliários de emissão de tal companhia sejam negociados em mercados regulamentados no Brasil.

No mesmo sentido, a Lei 6.404/76:

**Art. 4º.** Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

**§ 1º.** Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

(...)

Na esfera infralegal, o registro da companhia é regulamentado pela Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

Referida Instrução estabelece algumas hipóteses de dispensa desse registro de emissor. É o caso, por exemplo, das microempresas e empresas de pequeno porte. Não nos cabe, porém, analisar tais isenções por não serem aplicáveis à emissão e negociação de ações por companhias, objeto do presente trabalho.

O registro da companhia tem por finalidade assegurar a divulgação de informações relativas aos negócios da companhia como um todo (não apenas em relação a uma oferta específica de valores mobiliários), bem como a observância de padrões mínimos de governança.

Importante mencionarmos que o legislador outorgou à CVM poderes não apenas para recusar, suspender ou cancelar o registro de companhia. Pode a autarquia também estabelecer hipóteses de isenção desse registro, nos termos do § 6º do art. 21 da Lei 6.385/76. Vejamos:

**§ 6º.** Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando:

I - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados;  
(...)

### 5.3.2 O registro da oferta

Além do registro da companhia emissora, faz-se necessário o registro da oferta propriamente dita.

É o que determina o art. 19 da Lei 6.385/76, a saber:

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

§ 1º. São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.

§ 2º. Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo:  
I - o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas;  
II - o coobrigado nos títulos;  
III - as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o art. 15, inciso I;  
IV - quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado.  
(...)  
(grifos nossos)

No mesmo sentido, a Lei 6.404/76:

Art. 4º. (...)  
(...)

§ 2º. Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

Para fins de divulgação de informações, pode-se dizer que o registro da oferta é complementar ao registro da companhia emissora, pois seu foco são as informações específicas da oferta, como termos e condições da aquisição dos valores mobiliários, características dos valores mobiliários ofertados, etc.

Assim como ocorre em relação ao registro da companhia emissora, a Lei 6.385/76 outorgou à CVM poderes para regular o registro da oferta, estabelecendo, inclusive, hipóteses de dispensa. É o que determina o § 5º do art. 19:

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

(...)

§ 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

I - 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;

(...)

#### **5.4 Caracterização da oferta pública: o público alvo**

Como vimos, o sistema de registro de ofertas tem o objetivo de proteger o público investidor, garantindo-lhe acesso a informações adequadas que permitam a tomada de decisões informadas.

Esse sistema, apesar de indispensável ao funcionamento do mercado como um todo, exige recursos (financeiros, de tempo, de pessoal, etc.) do Estado e a relativa escassez de tais recursos exige que o Estado os direcione da forma mais racional possível.

Ora, despender recursos escassos com registro e controle de ofertas privadas a fim de proteger um grupo determinado de investidores particulares que, presumivelmente, não necessitam dessa proteção, não nos parece muito racional.

Diante disso, a caracterização de uma oferta como pública é necessária para determinar a aplicação – ou não – do conjunto de disposições legais e regulamentares destinadas à proteção do investidor e do mercado.

Como vimos, a oferta pública de valores mobiliários vale-se de apelo ao público para a distribuição de valores mobiliários.

O que seria o chamado “apelo ao público”, requisito indispensável para a caracterização de uma oferta de valores mobiliários como pública?

Recorrendo novamente a conceitos já estabelecidos neste trabalho, vimos que o mercado de capitais permite o acesso à poupança popular, sendo, portanto, necessária a supervisão estatal para proteger investidores e a estrutura do mercado em si.

Ora, se ofereço valores mobiliários a um grupo indiscriminado de (potenciais) investidores estou abrindo a todos eles a possibilidade de utilizarem seus recursos poupados para a aquisição de tais valores.

Em outras palavras, tenho, no exemplo dado, acesso à poupança popular, razão pela qual minha oferta deve observar os mecanismos de registro que abordamos há pouco.

Mas como identificar se uma oferta tem como alvo o público em geral ou um grupo específico de investidores?

De acordo com o inciso III do § 3º do art. 19 da Lei 6.385/76, são elementos caracterizadores de uma oferta 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.

A Instrução CVM 400 é ainda mais clara:

Art. 3º. São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

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

II - a procura, no todo ou em parte, de **subscritores ou adquirentes indeterminados** para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a **subscritores ou adquirentes indeterminados**;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento **aberto ao público** destinada, no todo ou em parte, a **subscritores ou adquirentes indeterminados**; ou

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

§1º. Para efeito desta Instrução, **considera-se como público em geral 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.**

(grifos nossos)

Em suma, a oferta é considerada pública se destinada ao público em geral, vale dizer, a um grupo indeterminado de (potenciais) investidores.

Em princípio, a **destinação** ao público em geral presume-se pela simples **divulgação** ao público em geral. Assim, não se poderia divulgar uma emissão ao público em geral se ela é destinada a grupo específico e determinado de pessoas.

A **intenção** de atingir o público em geral seria, nesse sentido, irrelevante<sup>68</sup>. Obviamente, porém, se o material de divulgação da oferta for explícito quanto à

---

<sup>68</sup> Em sentido contrário, o Parecer de Orientação CVM nº 33, de 30 de setembro de 2005: “É importante notar que não basta a utilização do meio de comunicação elencado no dispositivo citado, mas que esse meio de comunicação seja utilizado **com o propósito de atingir o público em geral residente no Brasil**”. (grifo nosso)

destinação a um grupo específico, não há que se falar em oferta pública, ainda que o material esteja à disposição do público em geral.

Interessante frisar que a oferta pode ser considerada pública ainda que divulgada por meio de “comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados”.

O Parecer de Orientação CVM nº 32 (“Parecer 32”) e o Parecer de Orientação CVM nº 33 (“Parecer 33”), ambos de 30 de setembro de 2005, trazem luzes adicionais à questão.

Vejamos.

Ao dispor sobre o “uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações”, o Parecer 32, em linha com o art. 3º, IV, da Instrução CVM 400, determina que

o uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta, via de regra, como pública, [...], uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio.

Nenhuma novidade até aí.

O interessante é que o referido Parecer permite que uma oferta seja divulgada pela Internet sem que seja considerada pública, desde que “medidas preventivas” sejam tomadas, tais como<sup>69</sup>:

- a. medidas efetivas tomadas pelo patrocinador da página da Internet – *information provider* - para **impedir que o público em geral tenha acesso ao conteúdo da página;**

---

O próprio Parecer, entretanto, parece presumir (de forma absoluta) a intenção de atingir o público em geral se determinadas cautelas não forem tomadas:

“Também pode caracterizar a oferta como pública, mesmo quando inexistente intenção de atingir o público em geral residente no Brasil, a utilização de quaisquer meios de comunicação, desde que eles permitam atingir esse público e as cautelas devidas para que isso não ocorra deixem de ser tomadas”.

<sup>69</sup> BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de Orientação CVM Nº 32, de 30 de setembro de 2005. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 30 abr. 2012.

- b. **inexistência de divulgação da página ao público** pelo patrocinador da página da internet por meio de **correio eletrônico não solicitado**, em **mecanismos de busca**, salas de discussão, por **propaganda em páginas na Internet ou revistas**, etc.; e
- c. existência de **indicação** direta ou indireta, mas suficientemente **clara, de que a página não foi criada para o público em geral**.

A autarquia deixa claro que a questão deve ser analisada de forma casuística, que as medidas acima não são cumulativas para a descaracterização de uma oferta via Internet como pública e que outras medidas e fatores podem ser considerados para esse fim.

Apesar de dispor sobre “intermediação de operações e oferta de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições”, o Parecer 33 também trata dos elementos caracterizadores de uma oferta pública<sup>70</sup>.

Em um primeiro momento, o Parecer parece exigir a intenção de atingir o público em geral:

É importante notar que não basta a utilização do meio de comunicação elencado no dispositivo citado, mas que esse meio de comunicação seja utilizado **com o propósito de atingir o público em geral** residente no Brasil.<sup>71</sup>  
(grifo nosso)

Logo em seguida, porém, a Autarquia parece presumir (de forma absoluta) a intenção de atingir o público em geral se determinadas cautelas não forem tomadas:

Também pode **caracterizar a oferta como pública, mesmo quando inexistente intenção de atingir o público em geral residente no Brasil**, a utilização de quaisquer meios de comunicação, desde que eles permitam atingir esse público e as cautelas devidas para que isso não ocorra deixem de ser tomadas.<sup>72</sup>  
(grifo nosso)

<sup>70</sup> Não à toa, a Autarquia recomenda a leitura conjunta dos Pareceres de Orientação 32 e 33.

<sup>71</sup> BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de Orientação CVM Nº 33, de 30 de setembro de 2005. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 30 abr. 2012.

<sup>72</sup> BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de Orientação CVM Nº 33, de 30 de setembro de 2005. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 30 abr. 2012.

Como exemplos de “cautelas” podemos citar as “medidas preventivas” descritas no Parecer 32.

Diante do exposto, podemos concluir que pública será qualquer oferta dirigida ao público em geral, quer seja essa a intenção ou não.

Importante notar que, nos termos da Instrução CVM 400<sup>73</sup>, estão excluídas do conceito de “público em geral” as pessoas que possuam “prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora” dos valores mobiliários.

Nada mais óbvio.

Se não há interesse público em jogo não há motivos para movimentar o aparato estatal para impor a uma oferta privada – por assim dizer – os mecanismos de proteção aplicáveis a uma oferta pública.

A questão, porém, não é tão simples.

A “prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora” dos valores mobiliários pode não bastar para descaracterizar a natureza pública de uma oferta.

Em um emblemático caso levado à Suprema Corte dos Estados Unidos em 1953<sup>74</sup>, a empresa Ralston Purina Co. pretendeu descaracterizar a natureza pública de uma oferta de ações em tesouraria dirigida a um grupo de aproximadamente trezentos funcionários-chave<sup>75</sup>.

---

<sup>73</sup> Art. 3º, § 1º.

<sup>74</sup> *SEC v. Ralston Purina Co.*, conforme:

- <<http://supreme.justia.com/cases/federal/us/346/119/case.html>>. Acesso em 20 fev. 2012;

- <<http://www.sec.gov/rules/final/33-4552.htm>>. Acesso em 20 fev. 2012;

- HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 199;

- EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 140-141.

<sup>75</sup> O número total de empregados à época era de cerca de sete mil.

A empresa interpretou a legislação então vigente<sup>76</sup> de forma literal, considerando que uma oferta limitada a seus próprios funcionários estaria necessariamente isenta de registro por não envolver uma oferta pública.

Contrariando a alegação da empresa, a Suprema Corte considerou a oferta como pública ao constatar que as ações haviam sido ofertadas a diversas categorias de funcionários independentemente de sua relação com a empresa e seu conhecimento do negócio, não podendo, assim, ser considerados “funcionários-chave”. De fato, as ações foram adquiridas por funcionários de diversas categorias, como eletricitas, veterinários, estenógrafos e mesmo estagiários (*trainees*).

A isenção de registro era, portanto, inaplicável.

Com essa decisão, a Suprema Corte dos EUA acabou estabelecendo diretrizes para a descaracterização de uma oferta como pública.

Em primeiro lugar, é necessário que os destinatários da oferta tenham acesso às mesmas informações que estariam disponíveis ao mercado se a oferta fosse devidamente registrada como oferta pública.

De fato, uma oferta destinada a empregados sem acesso a tais informações não pode ser considerada privada.

Em segundo lugar, os destinatários da oferta devem ser capazes de defender seus próprios interesses sem a tutela estatal<sup>77</sup>. Em casos mais recentes, este requisito tem sido interpretado no sentido de que “os ofertados devem ser suficientemente sofisticados para exigir e compreender a informação a eles disponível”<sup>78</sup>.

---

<sup>76</sup> Securities Act de 1933:

“EXEMPTED TRANSACTIONS

SEC. 4. *The provisions of Section 5 shall not apply to—*

(...)

(2) *transactions by an issuer not involving any public offering”*

<sup>77</sup> “... the offerees must be capable of fending for themselves.” HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 199.

<sup>78</sup> HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 199. (tradução nossa)

A justiça norte-americana passou então a exigir a existência desses dois requisitos para que a isenção de registro seja aplicável.

Obviamente, a capacidade de se defender depende do acesso às informações necessárias. Nesse sentido, no entendimento dos tribunais dos EUA, ainda que os ofertados sejam suficientemente sofisticados, a isenção não será aplicável se eles não tiverem às mesmas informações que estariam disponíveis em uma oferta pública registrada.<sup>79</sup>

Complementando o entendimento consagrado pela Suprema Corte, a *Securities Commission* (SEC), órgão estadunidense análogo à nossa CVM, editou em 1974 a *Rule 146* para tratar da dispensa do registro de ofertas de valores mobiliários.

Em 1982, referida regulamentação foi substituída pela chamada *Regulation D*<sup>80</sup>, que estabeleceu parâmetros para que uma oferta não seja caracterizada como pública e esteja, portanto, isenta de registro na SEC. São eles:

- (i) ofertas até determinado valor;
- (ii) ofertas destinadas a um número limitado de investidores; e
- (iii) ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados.

Esta breve digressão à jurisprudência e regulamentação norte-americanas era necessária por duas razões.

Em primeiro lugar, para deixarmos claro que, em que pese a isenção expressa prevista na Instrução CVM 400 em relação a ofertados com “prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora” dos valores mobiliários objeto da oferta, entendemos ter a CVM, de forma análoga à sua “prima” estadunidense, poderes para considerar como pública uma oferta de

---

<sup>79</sup> HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 199. (tradução nossa)

<sup>80</sup> HAZEN, Thomas Lee. **Securities Regulation in a Nutshell**. 10<sup>th</sup> Ed. West, 2009. Edição digital (Kindle). §10(c).

valores destinadas a tais pessoas se os requisitos mencionados no citado *leading case* americano<sup>81</sup> não estiverem presentes.

Em segundo lugar, a citada *Regulation D* foi a inspiração para nossa “oferta pública com esforços restritos”, foco principal do presente trabalho<sup>82</sup>. Assim sendo, voltaremos novamente – e com maior profundidade – à *Regulation D*<sup>83</sup>.

#### 5.4.1 A Instrução CVM nº 400

Além das disposições da Lei 6.385/76 e da Lei 6.404, aplicável às ofertas de valores mobiliários de companhias, as ofertas públicas de valores mobiliários propriamente ditas<sup>84</sup> são reguladas principalmente pela Instrução CVM 400.

Trata-se de regulamentação extensa e detalhada destinada a estabelecer todos os parâmetros aplicáveis às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário e secundário, não sendo nossa intenção explorá-la a fundo aqui.

Abordaremos disposições específicas da Instrução na medida em que forem necessárias ao esclarecimento de aspectos aplicáveis às ofertas públicas com esforços restritos, foco deste trabalho.

### 5.5 Oferta Pública com esforços restritos

Objeto principal desta monografia, a oferta pública com esforços restritos, regulada pela Instrução CVM 476, à qual nos dedicaremos com profundidade em breve, consiste em uma oferta pública dispensada do respectivo registro diante da existência de alguns requisitos e condições específicas, tais como:

---

<sup>81</sup> Recapitulando: (i) os ofertados devem ter acesso às informações que estariam disponíveis se a oferta fosse registrada como pública; e (ii) os ofertados devem ter meios e conhecimento para proteger seus próprios interesses.

<sup>82</sup> No Processo CVM nº RJ-2008-7978, referente ao Edital de Audiência Pública CVM nº 05/2008, que resultou na edição da Instrução CVM nº 476, há 17 páginas (p. 13-29) contendo cópias anotadas (anotações manuscritas) de parte da *Regulation D* e de comentários à *Regulation D*.

<sup>83</sup> Vide 8.1.4.

<sup>84</sup> Chamamos tais ofertas de “públicas propriamente ditas” para diferenciá-las das ofertas públicas com esforços restritos.

- (i) destinação a um número limitado de investidores;
- (ii) destinação exclusiva a investidores qualificados;
- (iii) exigência de investimento mínimo; e
- (iv) restrições à negociação secundária.

Como se vê, é nítida a inspiração na mencionada *Regulation D* norte-americana<sup>85</sup>.

Notem, porém, que diferentemente do que ocorre nos EUA, a isenção do registro não torna a oferta necessariamente privada. Ainda que dispensada de registro, a oferta com esforços restritos é considerada pública<sup>86</sup>. Nem poderia ser diferente, pois, apesar da dispensa de registro, os emissores devem observar determinados procedimentos e condutas e estão sujeitos à fiscalização e às penalidades impostas pela CVM.

Se privada fosse a oferta, não teria a CVM competência para estabelecer normas e penalidades.

## 5.6 Oferta Privada no Brasil

Ainda que não nos agrada definir o conceito de oferta privada por exclusão, a regulamentação brasileira não nos deixa alternativa.

Considera-se oferta privada qualquer oferta de valores mobiliários que não se caracterize como oferta pública, seja ela uma oferta pública propriamente dita ou uma oferta pública com esforços restritos.

---

<sup>85</sup> Logo em sua Introdução (página 1), o Edital de Audiência Pública nº 05/2008, que resultou na edição da Instrução CVM nº 476, é expresso nesse sentido: “A Minuta se inspirou na regulamentação de outros países, como os Estados Unidos, que possuem regras semelhantes de dispensa de registro para ofertas públicas dirigidas a investidores qualificados e permitem a negociação desses títulos de forma restrita.”

<sup>86</sup> Nossa regulamentação é expressa ao chamar tal modalidade de oferta de oferta pública com esforços restritos.

Um exemplo de oferta privada de valores mobiliários seria aquela destinada a um grupo de dez diretores da companhia emissora, diretores esses com acesso a todas e quaisquer informações relevantes para tal aquisição e plenamente capazes – financeiramente e tecnicamente – de compreender as informações e de defender seus próprios interesses.

Em se tratando de oferta efetivamente privada, a operação não está apenas dispensada de registro na CVM; a autarquia não tem competência para fiscalizar ou penalizar o emissor<sup>87</sup>.

Essa distinção entre a oferta pública com esforços restritos e a oferta privada de valores mobiliários é explicitada pela própria Instrução CVM 476, em seu art. 1º, § 2º. Vejamos:

Art. 1º. (...)

(...)

§2º. Esta Instrução não se aplica às ofertas privadas de valores mobiliários.

---

<sup>87</sup> Em seu Sumário (página 2), o Edital de Audiência Pública nº 05/2008, que resultou na edição da Instrução CVM nº 476, é expresso nesse sentido:

“Quanto às ofertas privadas, a Minuta parte do pressuposto de que nenhum registro é necessário, pois elas não estão sujeitas à competência da CVM.”

## **6 OFERTA PÚBLICA EM REGIME DE ESFORÇOS RESTRITOS: A INSTRUÇÃO CVM Nº 476**

### **6.1 Origem e finalidade**

Em 8 de setembro de 2008 foi expedida pela CVM o Edital de Audiência Pública nº 05/2008, submetendo à audiência pública, nos termos do art. 8º, § 3º, inciso I, da Lei 6.385/76<sup>88</sup>, “minuta de Instrução sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados de balcão organizado e não-organizado”<sup>89</sup>.

Nos termos do próprio Edital, a intenção da CVM era “reduzir os custos das ofertas públicas de esforços restritos, facilitando o acesso dos emissores ao mercado de valores mobiliários” e “eliminar as incertezas geradas pela amplitude do conceito de oferta pública previsto na legislação”<sup>90</sup>.

Nesse sentido, a autarquia, declaradamente inspirada “na regulamentação de outros países, como os Estados Unidos”, propôs dispensar de registro “as ofertas públicas dirigidas a um número restrito de investidores qualificados”, permitindo, ainda, a negociação dos respectivos valores mobiliários em determinados mercados<sup>91</sup> “ainda que seu emissor não seja registrado na CVM”<sup>92</sup>.

Além de disponibilizar a minuta da instrução para sugestões gerais dos participantes do mercado, o Edital propôs questões específicas cujas respostas seriam cruciais para a redação final do ato normativo<sup>93</sup>.

---

<sup>88</sup> De acordo com este dispositivo legal, a CVM pode, a seu critério, “publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados”. Ao proceder dessa forma, a autarquia tem a oportunidade de discutir com os entes por ela regulados e aperfeiçoar não apenas as minutas de atos normativos a serem editados, mas também aqueles já em vigor, adequando-os às reais necessidades do mercado.

<sup>89</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 1.

<sup>90</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 1.

<sup>91</sup> De balcão.

<sup>92</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 1.

<sup>93</sup> É o caso de uma dessas questões que gira o presente trabalho, como veremos.

O prazo para a resposta a tais questões e para sugestões e comentários gerais expiraria em 10 de outubro de 2008, mas nessa mesma data foi prorrogado para 31 de outubro de 2008.

Em 16 de janeiro de 2009, dois meses e meio após o encerramento da audiência pública, foi publicada a Instrução CVM 476.

Como colocado por Otavio Augusto de Lara Borsato, em texto publicado no jornal *Gazeta Mercantil* em 5 de março de 2009 e que contou com nossa colaboração,

tendo em vista o [...] cenário econômico brasileiro e, notadamente, mundial, a CVM [editou] uma norma que, há muito, [era] ansiosamente esperada pelo mercado. [...] Em suma, a Instrução 476 [...] poderá ser considerada [...] um dos marcos regulatórios responsáveis pelo reaquecimento do mercado de capitais brasileiro<sup>94</sup>.

## 6.2 Dispensa de registro

A Instrução é expressa ao dispensar as ofertas realizadas em seus termos do registro de distribuição previsto no art. 19 da Lei 6.385/76<sup>95</sup>.

Trata-se, como vimos<sup>96</sup>, do registro da própria oferta.

Ora, se a intenção do regulador era justamente “reduzir os custos das ofertas públicas de esforços restritos, facilitando o acesso dos emissores ao mercado de valores mobiliários”<sup>97</sup>, de nada adiantaria instituir uma nova modalidade de oferta se os custos e procedimentos de registro até então existentes não fossem dispensados ou pelo menos mitigados.

---

<sup>94</sup> BORSATO, Otavio Augusto de Lara; VIEIRA, Ricardo dos Santos de Almeida. Uma nova era para o mercado de capitais brasileiro. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 5 de março de 2009. Caderno A, p. 3.

<sup>95</sup> Art. 6º. As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos estão automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o caput do art. 19 da Lei nº 6.385, de 1976.

<sup>96</sup> Vide 5.3.2.

<sup>97</sup> Edital de Audiência Pública CVM nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 1.

De fato, a CVM poderia ter instituído um procedimento simplificado – e menos custoso – de registro, mas preferiu dispensar qualquer necessidade de registro. Mais do que isso, tornou tal dispensa automática.

Andou bem, em nossa opinião.

E quanto ao registro do emissor previsto no art. 21 da Lei 6.385/76? <sup>98</sup>

Nos termos do *caput* e § 1º, as ações de uma companhia não registrada – *i.e.*, uma companhia de capital fechado – não poderia ser negociada em bolsa ou mercado de balcão.

Já o § 2º relativiza o disposto no *caput* e no § 1º ao determinar que a obtenção do registro da oferta autoriza a negociação dos respectivos valores mobiliários em mercado de balcão não organizado.

Cabe aqui conceituarmos o que caracteriza um mercado de balcão como organizado ou não.

Nos termos do § 3º do próprio dispositivo em análise,

são atividades do mercado de balcão não organizado as realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no art. 15, incisos I<sup>99</sup>, II<sup>100</sup> e III<sup>101</sup>, ou nos seus estabelecimentos, excluídas

<sup>98</sup> Voltemos a ele:

“Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o art. 19:

I - o registro para negociação na bolsa;

II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

§ 1º. Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.

§ 2º. O registro do art. 19 importa registro para o mercado de balcão, mas não para a bolsa ou entidade de mercado de balcão organizado.

§ 3º. São atividades do mercado de balcão não organizado as realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no art. 15, incisos I, II e III, ou nos seus estabelecimentos, excluídas as operações efetuadas em bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado.”

<sup>99</sup> “I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

a) como agentes da companhia emissora;

b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;”

<sup>100</sup> “II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;”

<sup>101</sup> “III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;”

as operações efetuadas em bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado.

A definição é complementada pelo art. 4º da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007:

Art. 4º. Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º<sup>102</sup>.

Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

Trata-se, parcialmente ao menos, de uma definição por exclusão.

Para se caracterizar como uma negociação em balcão não organizado, não basta que ela seja intermediada por uma das entidades elencadas ou em seus estabelecimentos<sup>103</sup>. Ela não pode ser efetuada em bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado.

Bem, se o registro da oferta – *i.e.*, o registro do art. 19 da Lei nº 6.386/76 – já autoriza a negociação em mercado de balcão não organizado sem necessidade do registro do art. 21, como proceder se a oferta estiver automaticamente dispensada do registro do art. 19?

---

<sup>102</sup> A saber:

“Art. 3º. Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros.

§1º. Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado.

§2º. Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser administrados por entidades administradoras autorizadas pela CVM.”

<sup>103</sup> Por óbvio, se a negociação for realizada com intermediária de alguma outra das entidades listadas no referido art. 15 ela não será considerada como uma negociação em “balcão não organizado”.

Em outras palavras, uma oferta realizada com esforços restritos já estaria não apenas dispensada do registro do art. 19, mas também isenta do registro de emissor previsto no art. 21 da Lei nº 6.386/76?

A interpretação dos dispositivos citados até aqui – e apenas de tais dispositivos – parece nos levar a uma resposta positiva, desde que tal oferta se dê em mercado de balcão não organizado. Isso porque o § 2º do art. 21 da Lei é claro ao determinar que “o registro do art. 19 importa registro para o mercado de balcão, mas não para a bolsa ou entidade de mercado de balcão organizado”. Ora, se o registro do art. 19 não supre o registro de emissor para negociação em bolsa ou mercado organizado, a dispensa do registro do art. 19 jamais poderia ter esse condão.

Em que pese tal construção interpretativa, a Instrução CVM 476 não apenas confirmou, para as ofertas com esforços restritos, a dispensa do registro de emissor para negociação em mercado balcão não organizado, como estendeu tal dispensa ao mercado de balcão organizado. Vejamos:

**Art. 14.** Observado o período de vedação à negociação previsto no art. 13, os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução **poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado e não-organizado, mas não em bolsa, sem que o emissor possua o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976.**  
(grifos nossos)

Assim sendo, exceto para fins de negociação em bolsa, não há que se falar em necessidade de registro de emissor dos valores mobiliários distribuídos com esforços restritos.

Tanto é assim que a Instrução CVM 476 admite a oferta pública de valores mobiliários de emissão de sociedades limitadas<sup>104</sup>.

---

<sup>104</sup> No Edital de Audiência Pública nº 05/2008, a CVM pediu expressamente que os participantes se manifestassem sobre as vantagens e desvantagens (i) de limitar as ofertas com esforços restritos a emissores constituídos sob a forma de sociedade anônima e (ii) de estender a aplicabilidade da Instrução a outros tipos societários, como as sociedades limitadas e cooperativas. O texto do Edital (p. 3) sinalizava uma tendência à limitação, sob a alegação de que os agentes de mercado e investidores já estavam acostumados com a Lei nº 6.404/76. No entanto, no Relatório de Análise SDM da Audiência Pública CVM nº 05/2008 (disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476relatório.pdf>>), a CVM informou “não [ter sido convencida]

Antes que o leitor alegue que a CVM não poderia extrapolar os limites impostos pelo legislador e dispensar também o registro de emissor para negociação em mercado de balcão organizado, vejamos novamente o que dispõe o § 6º do art. 21 da Lei em comento:

**Art. 21.** A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o art. 19:

I - o registro para negociação na bolsa;

II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

(...)

**§ 6º.** Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando:

I - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados;

(...)

Agiu a Autarquia, portanto, dentro dos poderes a ela legalmente outorgados.

A dispensa do registro em si presume a dispensa dos procedimentos necessários ao registro. Ainda assim, a Instrução é clara ao determinar, “exceto nos casos expressamente previstos”<sup>105</sup>, que não se aplicam às ofertas públicas com esforços restritos:

I – a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003; e

II – demais normas da CVM relativas ao procedimento de distribuição de valores mobiliários específicos.

Com a dispensa dos registros – de oferta e emissor –, não é necessária a publicação de anúncios, elaboração de prospectos e demais documentos até então exigidos pela CVM. Fica dispensado também o pagamento da Taxa de Registro de

---

da necessidade de restringir a possibilidade de realizar ofertas públicas distribuídas com esforços restritos a um ou mais tipos societários”.

Questionada sobre o poder de fiscalização sobre emissores não constituídos como sociedade anônima, a autarquia trouxe à baila o art. 2º, § 2º, da Lei nº 6.385/76, que sujeita os emissores de valores mobiliários, assim também seus administradores e controladores, à legislação aplicável às sociedades anônimas de capital aberto, sendo, assim, irrelevante o tipo societário para fins de exercício do poder de polícia da CVM.

<sup>105</sup> Exceções essas que abordaremos oportunamente.

Distribuição de Oferta Pública, que atualmente pode chegar a R\$ 82.870,00 (oitenta e dois mil oitocentos e setenta reais)<sup>106</sup>.

Se considerarmos também os outros custos<sup>107</sup> e o tempo necessários à preparação de uma oferta pública nos termos da Instrução CVM 400, a economia é considerável.

### 6.3 Requisitos e condições da oferta

Na esteira da legislação estadunidense que a inspirou, a Instrução CVM 476 estabeleceu uma série de requisitos e condições de enquadramento.

#### 6.3.1 Investidores qualificados

Em primeiro lugar a oferta com esforços restritos deve ser destinada exclusivamente a investidores qualificados<sup>108</sup>.

Como vimos, são qualificados os investidores que possuem, de forma real ou presumida, conhecimento técnico e/ou capacidade financeira para compreender a complexidade de investimentos mais sofisticados, bem como os riscos a eles inerentes, prescindindo, portanto, do nível de proteção estatal dispensado ao público em geral.

O Edital de Audiência Pública nº 05/2008<sup>109</sup> é categórico:

As dispensas de registro previstas na Minuta se aplicam justamente às **hipóteses em que o registro é menos necessário**, quais sejam, ofertas e negociações entre **investidores qualificados, que têm condições de avaliar as informações prestadas e os riscos envolvidos**.

(grifos nossos)

---

<sup>106</sup> Conforme Tabela D anexa à Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989.

<sup>107</sup> Com assessores legais, por exemplo.

<sup>108</sup> Art. 2º.

<sup>109</sup> Edital de Audiência Pública CVM nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 1.

Nesse sentido, é esclarecedora a redação constante do modelo de *Declaração de Condição de Investidor Qualificado* que integra o Anexo I da Instrução CVM 409:

AO ASSINAR ESTE TERMO ESTOU AFIRMANDO MINHA CONDIÇÃO DE INVESTIDOR QUALIFICADO E DECLARANDO **POSSUIR CONHECIMENTO SOBRE O MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS SUFICIENTE PARA QUE NÃO ME SEJAM APLICÁVEIS UM CONJUNTO DE PROTEÇÕES LEGAIS E REGULAMENTARES CONFERIDAS AOS INVESTIDORES NÃO-QUALIFICADOS.**

(...)

COMO INVESTIDOR QUALIFICADO ATESTO **SER CAPAZ DE ENTENDER, PONDERAR E ASSUMIR OS RISCOS FINANCEIROS RELACIONADOS À APLICAÇÃO DE MEUS RECURSOS** EM UM FUNDO DE INVESTIMENTO DESTINADO A INVESTIDORES QUALIFICADOS.  
(grifos nossos)

A Instrução CVM 476, todavia, não se limitou a tomar de empréstimo o conceito de investidor qualificado previsto na Instrução CVM 409.

Para fins de subscrição de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos, a CVM foi além, ao determinar<sup>110</sup> que:

I – todos os fundos de investimento serão considerados investidores qualificados, mesmo que se destinem a investidores não-qualificados; e

II – **as pessoas naturais e jurídicas** mencionadas no inciso IV do art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 2004, **deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).**<sup>111</sup>  
(grifos nossos)

O inciso I pode ser considerado uma ampliação do conceito geral de investidor qualificado estabelecido na Instrução CVM 409.

<sup>110</sup> Instrução CVM nº 476, Art. 4º.

<sup>111</sup> Notem que a exigência de subscrição de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) aplica-se apenas às pessoas físicas e jurídicas mencionadas no inciso IV do art. 109 da Instrução CVM nº 409. Assim, os demais investidores qualificados podem subscrever, no âmbito de uma oferta pública com esforços restritos, valores mobiliários em valor total inferior a R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).

Questionada sobre a abrangência dessa ampliação, a CVM deixou claro seu caráter restrito e específico, determinando que a definição constante da Instrução CVM 476 “tem por finalidade específica delimitar [...] os investidores que podem ser procurados e adquirir valores mobiliários no âmbito das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”<sup>112</sup>. O Colegiado foi categórico:

(...) **para todos os demais efeitos**, inclusive quanto às regras de alocação de recursos dos fundos de investimento, **prevalece a definição de investidor qualificado estabelecida no art. 109 da Instrução 409/04**. Desse modo, os fundos de investimento que não sejam voltados exclusivamente a investidores qualificados não estão autorizados a adquirir ativos destinados exclusivamente a investidores qualificados, ainda que sejam valores mobiliários distribuídos no âmbito de ofertas públicas de esforços restritos.<sup>113</sup>  
(grifos nossos)

No caso específico do inciso II transcrito acima, temos a figura que o mercado acabou chamando de “investidor superqualificado”<sup>114</sup>.

Não se trata propriamente de uma inovação, pois outras disposições regulamentares já previam essa exigência adicional de recursos em determinados casos<sup>115</sup>.

Ora, se o regulador já entendia que pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) já estavam dispensadas de alguns mecanismos de proteção estatal, o que dizer de pessoas que além de já terem<sup>116</sup> investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) possuem recursos suficientes para subscrever ou

<sup>112</sup> Proc. RJ2009/7903. Reg. nº 6809/09; Relator: SIN. Ata da Reunião do Colegiado nº 48 de 15.12.2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-048d15122009.htm>>. Acesso em: 18 jun. 2012.

<sup>113</sup> Proc. RJ2009/7903. Reg. nº 6809/09; Relator: SIN. Ata da Reunião do Colegiado nº 48 de 15.12.2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-048d15122009.htm>>. Acesso em: 18 jun. 2012.

<sup>114</sup> A regulamentação não utiliza essa denominação, mas a própria CVM assim se refere a essa modalidade de investidores, como se pode ver em diversas decisões do Colegiado. Vide, e.g., Processo Administrativo nº 2009-12749 (Reg. Col. nº 7158/2010. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7158-0.HTM>>. Acesso em: 06 mai. 2012) e Processo Administrativo CVM Nº RJ2009/9811 (Reg. Col. nº 7212/2000. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7212-0.HTM>>. Acesso em: 06 mai. 2012).

<sup>115</sup> e.g., Instrução CVM nº 409 (art. 110-B) e Instrução CVM nº 444 (art. 4º, II).

<sup>116</sup> Previamente à subscrição dos valores mobiliários objeto da oferta com esforços restritos.

adquirir, no âmbito da oferta com esforços restritos, valores mobiliários no montante mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais)?

Como já vimos, temos aqui um critério primordialmente objetivo: a capacidade financeira aliada a uma presunção de conhecimento técnico baseada na existência de investimentos financeiros (relevantes) anteriores.

Vimos também que são qualificados os investidores (i) que, de forma real ou presumida, possuem conhecimento técnico e/ou capacidade financeira para compreender a complexidade de investimentos mais sofisticados, bem como os riscos a eles inerentes e (ii) que não necessitam da mesma tutela estatal dispensada aos investidores ditos comuns.

Ora, se um investidor qualificado pode dispensar – ainda que parcialmente – a proteção do Estado, o investidor “superqualificado” pode dispensar tal tutela de forma ainda mais acentuada.

A Instrução CVM 409<sup>117</sup>, por exemplo, isenta os fundos de investimento destinados a investidores “superqualificados” da observância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativos financeiros e dos limites de aplicação de recursos no exterior<sup>118</sup>.

Tal posição está em perfeitamente linha com a decisão da Suprema Corte dos EUA no já comentado<sup>119</sup> caso *SEC v. Ralston Purina Co.*, segundo a qual a oferta só seria dispensada de registro se seus destinatários pudessem defender seus próprios interesses sem a tutela estatal<sup>120</sup>.

---

<sup>117</sup> Art. 110-B.

<sup>118</sup> Desde que o fundo acrescente à sua denominação a expressão “Investimento no Exterior”. Tal obrigação, todavia, nada mais é do que uma obrigação de *disclosure*.

<sup>119</sup> Vide 5.4.

<sup>120</sup> “... *the offerees must be capable of fending for themselves.*” HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 199.

### 6.3.2. Número de investidores

A inspiração norte-americana é evidenciada também no art. 3º da Instrução CVM 476, que estabelece limite ao número de investidores alvos de uma oferta pública distribuída com esforços restritos<sup>121</sup>.

Assim, nos termos da Instrução CVM 476, nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos:

I – será permitida a procura de, no máximo, 50 (cinquenta) investidores qualificados; e

II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 20 (vinte) investidores qualificados.

Ressalva importante é feita no parágrafo único do art. 3º, segundo o qual “fundos de investimento cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor serão considerados como um único investidor para os fins” de tal limite numérico. Tal hipótese, por óbvio, deve ser analisada a cada caso concreto e com a devida cautela<sup>122</sup>.

O número de subscritores dos valores mobiliários objeto da oferta é relativamente fácil de ser supervisionado<sup>123</sup>.

O mesmo não se pode afirmar da verificação do número de investidores procurados no âmbito da oferta.

Por essa razão, a CVM, coerentemente a nosso ver, vedou a procura de investidores “através de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou

---

<sup>121</sup> Com efeito, a regulamentação estadunidense prevê diversas hipóteses de dispensa de registro baseadas, entre outros critérios, no número de investidores procurados. Abordaremos tais hipóteses mais adiante (vide 8.1.4).

<sup>122</sup> É possível, por exemplo, que um mesmo gestor tenha plena liberdade de decidir investimentos em um determinado fundo, mas tenha de submeter suas decisões à aprovação dos cotistas ou de um comitê em outro fundo. Nesse caso, tais fundos não poderiam ser considerados um único investidor para fins do limite em comento.

<sup>123</sup> Caso um conjunto de fundos de investimentos valha-se do disposto no parágrafo único do art. 3º da Instrução CVM nº 476, a verificação do efetivo enquadramento pode ser trabalhosa, mas não deixa de ser um procedimento objetivo. Vide nota anterior.

com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores”<sup>124</sup>.

Vimos anteriormente<sup>125</sup> que tanto a Lei 6.385/76 quanto a Instrução CVM 400 consideram pública qualquer oferta de valores mobiliários realizada em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação e/ou comunicação em massa.

Ora, se a oferta com esforços restritos é, por expressa disposição regulamentar, pública, por que ela não poderia se utilizar de tais meios de divulgação?

A resposta reside justamente na limitação do número de investidores procurados.

Não houvesse restrição quanto aos meios de divulgação da oferta, não haveria como garantir que apenas 50 (cinquenta) investidores<sup>126</sup> seriam procurados se a oferta fosse divulgada pelos meios de comunicação de massa ou se em estabelecimento aberto ao público em geral.

### 6.3.3. Intermediação

As ofertas distribuídas com esforços restritos devem ser intermediadas por entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários<sup>127</sup>. São elas<sup>128</sup>:

- I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:
  - a) como agentes da companhia emissora;
  - b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

<sup>124</sup> Instrução CVM nº 476, Art. 2º, parágrafo único.

<sup>125</sup> Vide 5.4.

<sup>126</sup> A destinação exclusiva a investidores qualificados não seria, em nossa opinião, um problema se a respectiva documentação fosse clara nesse sentido.

<sup>127</sup> Instrução CVM nº 476, Art. 2º.

<sup>128</sup> Conforme art. 15 da Lei nº 6.385/76.

- II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;
- III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;
- IV - as bolsas de valores.
- V - entidades de mercado de balcão organizado.
- VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e
- VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

Esta exigência justifica-se não apenas por mera exigência legal<sup>129</sup>, mas pela necessidade de observância dos requisitos e condições de enquadramento e conduta estabelecidos na Instrução CVM 476.

Pode-se, assim, dizer que o intermediário age como o “*gatekeeper*”.

Nos termos da Instrução<sup>130</sup>, são deveres do intermediário líder da oferta distribuída com esforços restritos:

- I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta;<sup>131</sup>
- II – divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores;
- III – certificar-se de que os investidores têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar a qualidade e os riscos dos valores mobiliários ofertados;
- IV – certificar-se de que o investimento é adequado ao nível de sofisticação e ao perfil de risco dos investidores;

<sup>129</sup> Ainda que dispensada de registro, a distribuição com esforços restritos caracteriza-se como oferta pública e, como tal, está sujeita à supervisão estatal (CVM) e depende da intermediação de entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Um comentário manuscrito (e apócrifo) inserido em uma minuta preliminar da Instrução CVM nº 476 é claro nesse sentido: “tem que ser com intermediário (se não vai caracterizar oferta privada)”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 30.

<sup>130</sup> Art. 11.

<sup>131</sup> Nos termos do art. 10 da Instrução, cabe ao ofertante “oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores”.

V – obter do subscritor ou adquirente do valor mobiliário a declaração prevista no art. 7º desta Instrução;<sup>132</sup>

VI – suspender a distribuição e comunicar a CVM, imediatamente, caso constate qualquer irregularidade;

VII – efetuar a comunicação prevista no art. 8º<sup>133</sup>; e

VIII – guardar, pelo prazo de 5 (cinco) anos, todos os documentos relativos ao processo de oferta pública, inclusive os documentos que comprovem sua diligência nos termos do inciso I.

#### 6.3.4 Normas de conduta referentes à oferta

Ainda nos termos da Instrução<sup>134</sup>, são aplicáveis à oferta distribuída com esforços restritos as normas de conduta elencadas no art. 48 da Instrução CVM 400, com exceção do respectivo inciso III<sup>135</sup>.

Nesse sentido, o emissor, ofertante e intermediário da oferta, assim como quaisquer pessoas que os estejam assessorando na oferta, deverão, “sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM”:

- I - até que a oferta pública seja divulgada ao mercado, limitar:
- a) a revelação de informação relativa à oferta ao que for necessário para os objetivos da oferta, advertindo os destinatários sobre o caráter reservado da informação transmitida; e

<sup>132</sup> A saber:

“Art. 7º. Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários deverão fornecer, por escrito, declaração atestando que estão cientes de que:

I – a oferta não foi registrada na CVM; e

II – os valores mobiliários ofertados estão sujeitos às restrições de negociação previstas nesta Instrução.”

<sup>133</sup> A saber:

“Art. 8º. O encerramento de oferta pública distribuída com esforços restritos deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, no prazo de 5 (cinco) dias, contado de seu encerramento.”

Importante mencionar que, diferentemente das ofertas públicas reguladas pela Instrução CVM nº 400, que estão sujeitas a prazo de 6 (seis) meses a contar da publicação do Anúncio de Início de Distribuição, nos termos do art. 18 da referida Instrução, as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos não estão sujeitas a prazo definido na regulamentação. A Instrução CVM nº 476 determina apenas, no §2º de seu art. 8º, o envio à CVM de reportes semestrais com o status da oferta se ela não for encerrada no prazo de 6 (seis) meses.

<sup>134</sup> Art. 12.

<sup>135</sup> A exceção faz sentido, pois referido inciso exige a apresentação à CVM de pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia emissora e a operação de distribuição. Ora, se a oferta com esforços restritos não pode ser destinada ao público em geral, não há que se falar em relatórios públicos sobre o emissor.

b) a utilização da informação reservada estritamente aos fins relacionados com a preparação da oferta.

II - abster-se de negociar [até o encerramento da oferta]<sup>136</sup> com valores mobiliários de emissão do ofertante ou da emissora, ou neles referenciados<sup>137</sup>, salvo nas hipóteses de:

- a) execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM;
- b) alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme;
- c) negociação por conta e ordem de terceiros;
- d) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;
- e) operações destinadas a proteger posições assumidas em *total return swaps* contratados com terceiros;
- f) operações realizadas como formador de mercado, nos termos da regulamentação da CVM em vigor; ou
- g) administração discricionária de carteira de terceiros.

(...)

IV - abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante [até o encerramento da oferta] (...) desde a data em que a oferta foi decidida ou projetada (...) <sup>138</sup> <sup>139</sup>; e

V - a partir do momento em que a oferta se torne pública<sup>140</sup>, ao divulgar informação relacionada à emissora ou à oferta:

- a) observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação; e
- b) esclarecer as suas ligações com a emissora ou o seu interesse na oferta, nas suas manifestações em assuntos que envolvam a oferta, a emissora ou os valores mobiliários.

Ainda em relação às regras aplicáveis à oferta, a Instrução<sup>141</sup> só permite que o ofertante realize nova oferta com esforços restritos<sup>142</sup> de valores mobiliários de um

<sup>136</sup> A redação original deste dispositivo veda a negociação “até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição”, documento inaplicável às ofertas com esforços restritos, o que nos leva, por analogia, à data de encerramento da oferta.

<sup>137</sup> Nos termos do § 2º deste artigo, esta vedação aplica-se “às Instituições Intermediárias, suas controladas, controladoras e sociedades sob o mesmo controle, que atuem no mercado financeiro”.

<sup>138</sup> A redação original deste dispositivo veda a negociação “até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição nos 60 (sessentas) dias que antecedem o protocolo do pedido de registro da oferta ou desde a data em que a oferta foi decidida ou projetada, o que ocorrer por último”. Como nas ofertas com esforços restritos não há Anúncio de Encerramento de Distribuição nem pedido de registro da oferta, entendemos que esse “período de silêncio” inicia-se na “data em que a oferta foi decidida ou projetada” e se encerra na data de encerramento da oferta.

<sup>139</sup> Nos termos do § 1º deste art., esta vedação “não se aplica às informações habitualmente divulgadas no curso normal das atividades da emissora”.

<sup>140</sup> Em se tratando de oferta com esforços restritos entendemos que ela se torna pública a partir dos primeiros esforços de distribuição, *i.e.*, na data de contato com os primeiros potenciais investidores.

<sup>141</sup> Art. 9º.

<sup>142</sup> A restrição não se aplica se a nova oferta for objeto de registro na CVM.

mesmo emissor depois de decorridos 4 (quatro) meses do encerramento da oferta (com esforços restritos) anterior.

O objetivo dessa vedação, de acordo com a CVM, é

prevenir a realização de ofertas sucessivas em curto espaço de tempo que, em conjunto, ultrapassem os números máximos de destinatários, subscritores e adquirentes estabelecidos na Instrução.

<sup>143</sup>

Ainda que irrelevante para o presente trabalho, cabe-nos mencionar que referida vedação não se aplica a oferta de certificados de recebíveis imobiliários (CRIs) ou certificados de recebíveis do agronegócio (CRAs) “de uma mesma companhia securitizadora lastreados em créditos segregados em diferentes patrimônios por meio de regime fiduciário”<sup>144</sup>. Nesse sentido, ofertas com esforços restritos de tais valores mobiliários podem ser realizadas antes do decurso de 4 (meses) do encerramento da oferta (com esforços restritos) anterior.

#### 6.4 Divulgação de informações

Sendo a oferta com esforços restritos uma modalidade de oferta pública de valores mobiliários<sup>145</sup>, nada mais razoável que o regulador imponha algumas regras de *disclosure*, especialmente quando tais valores mobiliários forem passíveis de negociação em mercados regulamentados.

Ainda que os investidores alvos da oferta sejam qualificados – ou “superqualificados” –, entendeu por bem a CVM garantir-lhes acesso a um nível mínimo de informações.

---

<sup>143</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM da Audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476relatório.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 11.

<sup>144</sup> Esta exceção é resultado de pedido expresso feito no processo de Audiência Pública (p. 11). De acordo com alguns participantes, “é comum, no mercado, uma mesma securitizadora realizar emissões de CRIs lastreados em direitos creditórios oriundos de diferentes originadoras em curto intervalo de tempo”. A CVM acatou a sugestão e ainda estendeu a isenção às ofertas públicas de CRAs.

<sup>145</sup> Uma modalidade específica sujeita a dispensas e a regras, digamos, menos rígidas, mas, ainda assim, uma oferta pública.

Nesse sentido, o art. 17 da Instrução CVM 476 estabelece obrigações informacionais a serem observadas pelos emissores<sup>146</sup> de valores mobiliários objeto de distribuição com esforços restritos e admitidos à negociação em mercado de balcão organizado e não-organizado<sup>147</sup>. São elas:

I – preparar demonstrações financeiras de encerramento de exercício e, se for o caso, demonstrações consolidadas, em conformidade com a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e com as regras emitidas pela CVM;

II – submeter suas demonstrações financeiras a auditoria, por auditor registrado na CVM;

III – divulgar suas demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e parecer dos auditores independentes, em sua página na rede mundial de computadores, dentro de 3 (três) meses contados do encerramento do exercício social;<sup>148</sup>

IV – manter os documentos mencionados no inciso III em sua página na rede mundial de computadores, por um prazo de 3 (três) anos;<sup>149</sup>

V – observar as disposições da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002<sup>150</sup>, no tocante a dever de sigilo e vedações à negociação;

VI – divulgar em sua página na rede mundial de computadores a ocorrência de fato relevante, conforme definido pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002, comunicando imediatamente ao intermediário líder da oferta; e

VII – fornecer as informações solicitadas pela CVM.

Importante mencionar que tais obrigações são complementares àquelas já estabelecidas pela regulamentação específica aplicável ao emissor ou ao tipo

<sup>146</sup> A responsabilidade pelo cumprimento das obrigações é dos controladores e administradores do emissor (Artigo 17, §4º, Instrução CVM nº 476).

<sup>147</sup> Como vimos, a negociação em bolsa exige o registro de emissor previsto no art. 21 da Lei nº 6.385/76, o que, por si, só, já impõe ao emissor uma série de obrigações de *disclosure* que vão muito além daquelas previstas na Instrução CVM nº 476.

<sup>148</sup> Nos termos do §3º do artigo em comento, tais informações devem “ser imediatamente enviadas às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários forem admitidos a negociação”.

<sup>149</sup> Nos termos do §3º do artigo em comento, tais informações devem “ser imediatamente enviadas às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários forem admitidos a negociação”.

<sup>150</sup> Que “dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado [...]”.

específico de valor mobiliário. Um emissor de certificados de recebíveis imobiliários distribuídos com esforços restritos, por exemplo, deve observar tanto os deveres informacionais exigidos pela regulamentação específica<sup>151</sup> quanto aqueles exigidos pela Instrução CVM 476.

O § 1º do art. 17 exige, ainda, como requisito para a negociação em mercados regulamentados, que os instrumentos jurídicos dos valores mobiliários reproduzam tais obrigações de *disclosure*.

A exigência faz sentido, posto que os valores mobiliários assim negociados podem ser adquiridos secundariamente, vale dizer, por investidores que não participaram da oferta original. Assim sendo, não basta o *disclosure* no momento da oferta; é necessário que as informações mantenham-se atualizadas.

Coerentemente, o § 2º isenta de tais obrigações de informação (i) o emissor de valores mobiliários que não podem ser negociados em mercados regulamentados e (ii) os fundos de investimento.

A primeira dispensa justifica-se pela impossibilidade de negociação secundária em mercado. Não há novo investidor a ser protegido.

A isenção outorgada aos fundos de investimento, por sua vez, justifica-se pelas obrigações já estabelecidas em sua regulamentação específica.

Com efeito, as Instruções CVM que disciplinam cada modalidade de fundo de investimento estabelecem obrigações de *disclosure* que não apenas abrangem aquelas previstas na Instrução CVM 476, mas podem ser consideradas ainda mais rígidas.

---

<sup>151</sup> Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997.

## 6.5 Negociação em mercados secundários: procedimentos e requisitos

Como requisito para a negociação dos valores mobiliário ofertados com esforços restritos, a CVM não se limitou a estabelecer deveres de *disclosure*.

De acordo com o art. 13 da Instrução CVM 476, tais valores mobiliários “somente poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de sua subscrição ou aquisição pelo investidor”.

Esse período de inegociabilidade, também conhecido no mercado por *lock-up*<sup>152</sup>, justifica-se, segundo a CVM, “para evitar a disseminação dos valores mobiliários no mercado para além de 20 subscritores ou adquirentes logo após a realização da oferta”<sup>153</sup>.

A Instrução exige, ainda, que os valores mobiliários ofertados em seus termos sejam negociados exclusivamente entre investidores qualificados<sup>154</sup>.

Aqui temos apenas uma decorrência lógica do disposto no já comentado art. 2º.

Ora, se a oferta com esforços restritos deve ser destinada exclusivamente a investidores qualificados, é mais do que razoável que somente investidores qualificados possam adquirir valores mobiliários objeto dessa oferta no mercado secundário.

Não fosse assim, um emissor poderia distribuir valores mobiliários ao público em geral<sup>155</sup> utilizando-se das vantagens de uma oferta com esforços restritos. Para

---

<sup>152</sup> “Trancar” ou “trancamento” em uma tradução literal do inglês.

<sup>153</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM da Audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476relatório.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 13.

<sup>154</sup> Art. 15.

<sup>155</sup> *i.e.* investidores não-qualificados.

tanto, bastaria utilizar um ou mais investidores qualificados como “intermediários”<sup>156</sup>. A economia e a flexibilidade<sup>157</sup> poderiam compensar até mesmo a obrigação de aguardar o *lock-up* de 90 (noventa) dias.

Ora, permitir que tais valores mobiliários fossem adquiridos, ainda que secundariamente, por investidores comuns contrariaria a regulamentação do nosso mercado de capitais e a própria razão de existir da Comissão de Valores Mobiliários.

Analogamente à isenção de cumprimento de obrigações de *disclosure*, a Instrução estabelece duas hipóteses em que valores mobiliários ofertados com esforços restritos podem ser adquiridos no mercado secundário por investidores não-qualificados.

A primeira delas, prevista no § 1º do art. 15, é quando o emissor possui ou passe a possuir o registro de emissor do art. 21 da Lei 6.385/76. Ora, como já vimos, referido registro impõe ao emissor uma série de obrigações de *disclosure* que vão muito além daquelas previstas na Instrução CVM 476, garantindo, assim, a proteção geral aos investidores ditos comuns.

A outra hipótese de dispensa aplica-se aos fundos de investimento fechados que disponibilizem prospecto, nos termos da regulamentação aplicável.

O motivo aqui é exatamente o mesmo, pois referida regulamentação exige que os prospectos contenham uma quantidade de informações suficiente para nortear as decisões de investimento do público em geral.

De acordo com o art. 16 da Instrução, cabe aos intermediários a verificação da observância das regras estabelecidas pelos arts. 13 e 15 “nas negociações realizadas nos mercados de balcão organizado e não-organizado”.

---

<sup>156</sup> Usamos aspas aqui para distinguir esta figura das instituições intermediárias previstas no art. 15 da Lei nº 6.385/76.

<sup>157</sup> Em comparação a uma oferta pública propriamente dita (*i.e.*, nos termos da Instrução CVM nº 400).

A disposição justifica-se pela necessidade de supervisão e deixa claro o papel de “*gatekeepers*” dos intermediários.

Se, como já vimos, as ofertas públicas com esforços restritos devem ser intermediadas pelas entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários elencadas no art. 15 da Lei 6.385/76, nada mais razoável do que submeter à mesma intermediação a negociação secundária dos valores mobiliários originalmente ofertados com esforços restritos.

Sem essa intermediação, caberia à própria CVM fiscalizar diretamente o cumprimento das disposições da Instrução CVM 476 aplicáveis às negociações secundárias. Por razões operacionais e financeiras, tal supervisão direta seria inviável.

Dentre os principais objetivos da Instrução em comento estão justamente a redução dos custos e o aumento de ofertas em nosso mercado de capitais.

Não faria sentido onerar a CVM com a fiscalização de um número considerável de ofertas dispensadas de registro e, conseqüentemente, isentas de custos de registro.

## **6.6 Valores mobiliários: rol taxativo**

Chegamos agora no ponto crucial do presente trabalho: a lista de valores mobiliários passíveis de distribuição com esforços restritos.

Nos termos do §1º do art. 1º da Instrução CVM 476, somente podem ser objeto de ofertas públicas com esforços restritos:

- I – notas comerciais;
- II – cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira;
- III – debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações;

IV - cotas de fundos de investimento fechados;

V - certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio;

VI - letras financeiras, desde que não relacionadas a operações ativas vinculadas;

VII - certificados de direitos creditórios do agronegócio;

VIII - cédulas de produto rural - financeiras que não sejam de responsabilidade de instituição financeira; e

IX - warrants agropecuários.

Como se vê, alguns – muitos? – valores mobiliários previstos no art. 2º da Lei 6.385/76 foram deixados de fora.

Onde estão as ações e os bônus de subscrição?

Por que foram incluídas apenas debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações?

É o que passaremos a analisar.

## **7 AÇÕES E VALORES MOBILIÁRIOS CONVERSÍVEIS OU PERMUTÁVEIS EM AÇÕES NO ÂMBITO DA INSTRUÇÃO CVM Nº 476**

### **7.1 A minuta preliminar de Instrução**

Em uma minuta preliminar da Instrução constante do Processo CVM RJ-2008-7978 <sup>158</sup> havia, na lista de valores mobiliários passíveis de distribuição com esforços restritos, a menção a “ações ou certificados de ações” e a “bônus de subscrição”.

Como sabemos, a redação final da Instrução não contemplou tais valores mobiliários.

### **7.2 Edital de Audiência Pública nº 05/2008**

Dentre as questões propostas ao mercado pela CVM por meio do Edital de Audiência Pública interessa-nos a seguinte:

(i) O parágrafo 1º do art. 1º da Minuta estabelece uma lista taxativa dos valores mobiliários que poderão ser objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos, lista essa que é composta por valores mobiliários representativos de dívida, cotas de fundos de investimento e certificados de recebíveis imobiliários. **A minuta não permite, portanto, que ofertas de ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações se beneficiem das isenções de registro previstas na Minuta.**

A CVM gostaria de ouvir, então, a opinião do mercado sobre essa limitação quanto aos seguintes aspectos: **a restrição às ofertas de ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações é adequada? Quais seriam as vantagens e desvantagens de removê-la? Haveria demanda para ofertas públicas distribuídas com esforços restritos de ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações? Que regras adicionais seriam necessárias caso a restrição fosse removida?**

<sup>159</sup>

<sup>158</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978, referente ao Edital de Audiência Pública CVM nº 05/2008. Cópia integral obtida mediante pedido à Comissão de Valores Mobiliários. p. 30.

<sup>159</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 3.

(grifos nossos)

Procuraremos apresentar respostas a cada um desses questionamentos.

Antes, porém, vejamos como os participantes do mercado se manifestaram.

### **7.3 A(s) posição(ões) dos participantes do mercado**

Em sua resposta à questão proposta no Edital, a sociedade de advogados Barbosa, Müssnich & Aragão manifestou-se favoravelmente à inclusão de ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis no rol de valores mobiliários passíveis de distribuição pública com esforços restritos. A inclusão resultaria em uma “maior utilização [da] nova regra” e “possibilitaria uma forma simplificada de captação sem remuneração pré-estabelecida”<sup>160</sup>.

Um dos argumentos da banca foi a sofisticação dos investidores aos quais a oferta com esforços restritos é dirigida. Vejamos:

(...) para os investidores que a norma pretende atingir não há diferenciação entre o tipo de papel, uma vez que se presume que todos tenham expertise suficiente e possam potencialmente contar com assessoria técnica qualificada para avaliar os riscos da emissora e dos valores mobiliários oferecidos.<sup>161</sup>

Na opinião do referido escritório, o procedimento simplificado desta modalidade de distribuição poderia servir como degrau para uma oferta pública propriamente dita – *i.e.*, oferta ao público em geral nos termos da Instrução CVM 400 – no futuro, quando a emissora “estiver mais preparada para atender as demandas de um grupo mais heterogêneo de investidores e [...] cumprir as obrigações de uma empresa emissora do mercado de capitais brasileiro”<sup>162</sup>.

A sociedade de advogados propôs, ainda, como requisito à distribuição de ações com esforços restritos, o estabelecimento de requisitos mínimos de governança a serem observados pela emissora. Citaram como exemplo as regras de

<sup>160</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 58.

<sup>161</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 58.

<sup>162</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 58.

governança aplicáveis às sociedades anônimas passíveis de receber investimentos de fundos de investimento em participações (FIPs)<sup>163 164</sup>.

Ainda em relação à observância de regras pela sociedade emissora, o escritório clamou pela necessidade de garantir à CVM poder para fiscalizar e punir tais emissoras, possibilitando aos respectivos investidores o apelo não apenas ao Poder Judiciário ou tribunal arbitral, conforme aplicável, mas também ao Colegiado da CVM<sup>165 166</sup>.

Por fim, em que pese a posição favorável à inclusão de ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis no rol de valores mobiliários passíveis de distribuição pública com esforços restritos, a sociedade Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados levantou questões consideravelmente interessantes e que merecem uma análise detida:

(a) caso as ações possam ser distribuídas com esforços restritos, as companhias abertas que já tivessem suas ações negociadas no mercado poderiam fazer uma oferta específica para os investidores qualificados utilizando-se dessa nova norma? Como seria a negociação das ações dessa companhia – seriam negociadas em mercados diferentes ou, por ter a companhia registro de companhia aberta, todas as suas ações seriam negociadas no mesmo mercado, sem restrição dos investidores?<sup>167</sup>

<sup>163</sup> A saber, nos termos do art. 2º, §4º, da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003: “§4º. As companhias fechadas referidas no caput deverão seguir as seguintes práticas de governança:

I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;  
 II – estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;  
 III – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;  
 IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;  
 V – no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e  
 VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.”

<sup>164</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 58.

<sup>165</sup> Quanto a este último ponto, em sua página 5, o Relatório de Análise SDM da Audiência Pública CVM nº 05/2008. (disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476relatório.pdf>>) não deixa dúvidas sobre o poder de polícia da autarquia, inclusive em relação a emissores não constituídos sob a forma de sociedade anônima, nos termos do art. 2º, § 2º, Lei nº 6.385/76, que sujeita os emissores de valores mobiliários, assim também seus administradores e controladores, à legislação aplicável às sociedades anônimas de capital aberto.

<sup>166</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 58.

<sup>167</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 58-A.

Também favorável à inclusão das ações no rol de valores mobiliários da Instrução<sup>168</sup>, a Rio Bravo Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“Rio Bravo”) mostrou a mesma preocupação com a eventual oferta de ações com esforços restritos por companhias abertas, ou seja, companhias com ações já negociadas publicamente<sup>169</sup>.

Para a Rio Bravo, isso

geraria ações da mesma espécie do mesmo emissor com liquidez diversa (aquela de livre negociação e aquela que somente pode ser negociada entre investidores qualificados, objeto de dispensa de registro), o que poderia gerar, ainda, uma variação no preço de tais ações.<sup>170</sup>

No entendimento da instituição

as ações com negociação restrita deveriam ser de alguma forma ‘assinaladas’ de maneira a mostrar aos investidores sua diferença com relação às ações de livre circulação, o que poderia vir a gerar de alguma forma uma nova ‘classe’ de ação de determinado emissor.<sup>171</sup>

Como solução para essa possível “confusão aparente entre os investidores” a Rio Bravo sugeriu (i) permitir a negociação dos valores mobiliários ofertados com esforços restritos entre investidores comuns após determinado período (“18 meses do término da emissão, por exemplo”) e (ii) restringir a oferta com esforços restritos “a determinada parcela do capital social em se tratando de cias. abertas”<sup>172</sup>.

Na opinião da BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBovespa”), ações e debêntures conversíveis em ações deveriam ser passíveis de distribuição com esforços restritos<sup>173</sup>, mas apenas para sociedades com registro de companhia aberta<sup>174</sup>. Para a instituição, isso garantiria aos investidores “a segurança dos direitos societários, econômicos e informacionais decorrentes da regulamentação para companhias abertas”<sup>175</sup>.

<sup>168</sup> Pois isso “beneficiaria o mercado e facilitaria a captação de recursos por meio da poupança popular, desenvolvendo, por conseguinte, a economia nacional”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 64.

<sup>169</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 64-65.

<sup>170</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 64-65.

<sup>171</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 65.

<sup>172</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 65.

<sup>173</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 80.

<sup>174</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 86.

<sup>175</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 86.

Além disso, a BM&FBOVESPA propôs que, no caso de oferta com esforços restritos de ações ou debêntures conversíveis por companhia aberta, os antigos acionistas tivessem prioridade na subscrição das novas ações (ou debêntures) e que tais acionistas não fossem computados no limite numérico de investidores procurados ou subscritores da nova oferta<sup>176</sup>.

O Banco Itaú BBA S.A.<sup>177</sup> pleiteou a inclusão de ações e debêntures conversíveis na Instrução trazendo à baila o tratamento dado a tais valores mobiliários pela legislação estadunidense, inspiradora da própria minuta brasileira. Mais do que isso, a instituição chamou a atenção da CVM para o sucesso da distribuição com esforços restritos no exterior de ações de companhias brasileiras. Na opinião do banco, haveria demanda e não seriam necessárias regras adicionais àquelas já previstas na minuta constante do Edital.

O Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI)<sup>178</sup>, também a favor da inclusão de ações, sugeriu que o *lock-up* para negociação secundária de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos fosse ampliado de 90 (noventa) dias para 6 (seis) meses para a venda entre investidores institucionais e 24 (vinte e quatro) meses para a venda ao público em geral (investidores não-qualificados), “em linha com os padrões internacionais”. Esse aumento de prazo asseguraria (i) “que os adquirentes originais não se [desfizessem] dos investimentos enquanto as informações não [tivessem] se disseminado uniformemente” e (ii) que “o mercado [tivesse] tempo de filtrá-las”.

A gestora Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. afirmou não perceber “maior risco no ativo ‘ação’ em relação aos demais ativos elencados pela Minuta, principalmente considerando-se as restrições adequadamente propostas pela Minuta”<sup>179</sup>. Para a gestora, os investidores alvos da oferta são “vacinados e

---

<sup>176</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 80.

<sup>177</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 92-93.

<sup>178</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 97.

<sup>179</sup> “Nas palavras da sociedade: “oferta restrita a investidores qualificados, mínimo de aplicação de R\$1mm, prospecção junto a apenas 50 investidores e colocação limitada a 20 investidores”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 112.

maior [sic] de idade' e, portanto perfeitamente capazes de avaliar todos os aspectos envolvidos numa oferta restrita de ações”.

A Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID)<sup>180</sup> votou pela inclusão de ações e valores nelas conversíveis ou permutáveis, “desde que se tratasse de ações de companhias abertas – ou seja, de empresas que já tivessem um histórico de fornecimento de informações à CVM e ao mercado”<sup>181</sup>.

Coerentemente com essa posição, a ANBID propôs que tais valores mobiliários – e somente eles – pudessem ser negociados também em bolsa após o decurso do *lock-up* de 90 (noventa) dias.

A sociedade Grebler Advogados defendeu a possibilidade de ofertas de ações com esforços restritos, espelhando-se na legislação norte-americana, que “permite as emissões de ações e somente as sujeita a restrições de negociação e cautelas extras pelo período de dois anos”<sup>182</sup>. Nesse sentido, o escritório sugeriu o aumento do período de *lock-up* para 24 (vinte e quatro) meses para o público em geral e 6 (seis) meses para investidores qualificados<sup>183</sup>.

Para o escritório Demarest & Almeida Advogados também não havia motivos para excluir ações e valores nela conversíveis e permutáveis da Instrução<sup>184</sup>. Para defender sua posição, a banca alegou não ver uma diferença de risco significativa entre ações (exemplo típico de título de renda variável) e títulos de renda fixa sujeitos ao risco operacional da empresa emissora. O escritório reconheceu que “a posição jurídica diferenciada do titular de um título de renda fixa é, em geral, de crédito, o que lhe dá, na falência, melhor posição que a do acionista sobre o acervo líquido” da companhia. Todavia, em sua opinião, essa posição, “embora relevante,

---

<sup>180</sup> Em outubro de 2009 a união entre ANBID e a ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro) resultou na ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais).

<sup>181</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 115.

<sup>182</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 137.

<sup>183</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 137.

<sup>184</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 151.

não [seria] suficiente para proibir, por completo, o uso das ações em uma Oferta Restrita”<sup>185</sup>.

Assim como outros participantes, os advogados da sociedade Demarest & Almeida mencionaram a distribuição nos Estados Unidos da América de ações de companhias brasileiras com base na *Rule 144A* como demonstração da existência de demanda por tais valores mobiliários<sup>186</sup>.

A sociedade Souza, Cescon Avedissian, Barriou e Flesch Advogados, por sua vez, reconheceu o maior risco inerente aos valores mobiliários de renda variável, mas manifestou-se de forma favorável à inclusão de ações e valores mobiliários nelas conversíveis e/ou permutáveis ao rol de papéis passíveis de oferta com esforços restritos, tendo em vista as limitações quantitativa e qualitativa aplicáveis aos investidores alvos da oferta<sup>187</sup>. Ainda assim, a banca propôs o estabelecimento de regras adicionais de *disclosure* no caso de oferta de tais valores mobiliários<sup>188</sup>. Por fim, o escritório propôs alternativas adicionais para a proteção dos investidores<sup>189</sup>. Vejamos:

- (i) limitar as ofertas de ações e valores mobiliários conversíveis e/ou permutáveis em ações por volumes de lotes negociados<sup>190</sup>; e/ou
- (ii) restringir tais ofertas a:
  - a. companhias abertas; ou
  - b. companhias abertas “que já [possuíssem] ações negociadas no mercado secundário”; ou, ainda
  - c. companhias abertas “que já [possuíssem] ações negociadas no mercado secundário e que, cumulativamente, [atendessem] a

<sup>185</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 151.

<sup>186</sup> Conforme; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 151.

<sup>187</sup> “Acreditamos que a combinação desses fatores mitiga de maneira satisfatória os riscos dos quais se buscaria proteger os investidores de renda variável (...)”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 159.

<sup>188</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 159-160.

<sup>189</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 160.

<sup>190</sup> A banca exemplifica com valor mínimo de R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) por investidor. Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 160

determinados níveis de governança corporativa da BM&FBovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros”;

A sociedade de advogados Machado, Meyer, Sendacz e Opice também entendeu que a Instrução deveria ter por foco não o tipo de valor mobiliário ofertado, mas o público alvo das distribuições com esforços restritos e a forma de acesso a tal público<sup>191</sup>. Nesse sentido, a Instrução deveria incluir não apenas ações, mas “todos os tipos de valores mobiliários”<sup>192 193</sup>.

No caso das ações, a oferta com esforços restritos seria uma alternativa “mais célere e menos custosa para o emissor e para o ofertante que não [quisessem] (ou não [precisassem]) acessar o mercado de varejo”. Seriam beneficiadas tanto companhias de pequeno e médio porte quanto companhias maiores interessadas em ofertas em volume menores. Até mesmo companhias abertas com ações listadas em bolsa poderiam se utilizar dessa nova modalidade de oferta para “operações de *follow-on* tendo em vista a redução de custos e do tempo exigido”<sup>194</sup>.

Como prova da existência de demanda, os advogados do escritório Machado, Meyer, Sendacz e Opice trouxeram à baila o fato de os investidores institucionais responderem por parcela “significativamente mais expressiva” do que os investidores de varejo nas ofertas públicas de ações até então realizadas<sup>195</sup>.

Com relação ao tratamento dispensado aos acionistas já existentes, referido escritório entendeu que no caso de oferta restrita de ações de companhia já listada em bolsa, “em que pese a elisão do direito de preferência”, tais acionistas não seriam prejudicados, pois “poderiam adquirir ações dessa companhia livremente no mercado”<sup>196</sup>.

---

<sup>191</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 198.

<sup>192</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 198.

<sup>193</sup> Opinião compartilhada pelo escritório Levy & Salomão (Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 221.):

“(...) o fundamento da Oferta com Esforços restritos está nas características apresentadas pelos investidores, necessariamente Investidores Qualificados, e não nas características dos valores mobiliários ofertados (...)”.

<sup>194</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 198.

<sup>195</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 198.

<sup>196</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 199.

A banca reconheceu que ofertas exclusivas a investidores institucionais poderiam reduzir a liquidez das ações de uma companhia e, nesse sentido, esclareceu que “para companhias sujeitas às exigências de liquidez e dispersão de ações, tais como aquelas listadas no segmento do Novo Mercado, seria mais adequada uma oferta de ações nos termos da Instrução 400”<sup>197</sup>. A distribuição com esforços restritos seria, portanto, “uma alternativa para casos específicos”<sup>198</sup>.

O escritório Lobo & de Rizzo Advogados acompanhou o coro favorável à inclusão de ações e valores mobiliários conversíveis e permutáveis em ações pela mesma razão que parece ter norteado os demais defensores dessa inclusão: as ofertas restritas “poderiam servir como alternativa em um ambiente econômico pouco atraente para as emissões públicas tradicionais e para captação de financiamento direto no mercado de crédito”<sup>199 200</sup>. Para o escritório, não seria necessário estabelecer regras adicionais aplicáveis exclusivamente às ações e títulos nelas conversíveis/permutáveis. No entanto, a banca entendeu pela necessidade de regular “a existência de negociações concomitantes [e paralelas] de valores idênticos ou muito semelhantes em diferentes ambientes (v.g., em mercado de balcão e na Bolsa de Valores)”, uma vez que essa negociação simultânea poderia reduzir a liquidez de ambos os mercados<sup>201</sup>.

Na opinião da Associação Brasileira de Bancos Internacionais (ABBI), que consolidou comentários dos escritórios Pinheiro Neto Advogados, Velloza, Giroto e Lindenbojm Advogados Associados e Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados, a possibilidade de se ofertar ações e valores mobiliários nelas

---

<sup>197</sup> Por ser uma circunstância imposta pela regulamentação específica aplicável ao caso, não seria um óbice à possibilidade geral de distribuição de ações com esforços restritos. O fato de determinados emissores estarem proibidos de realizar ofertas com esforços restritos não é motivo para proibir todos os emissores de uma modalidade de valores mobiliários.

<sup>198</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 199.

<sup>199</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 211.

<sup>200</sup> A banca reconhece a possibilidade de aumento de capital da companhia por subscrição particular, “seja pelos próprios acionistas, seja por um novo sócio”. Esclarece, entretanto, que, nesse caso, o investimento seria menos líquido do que aquele feito em uma oferta restrita, que permitiria a negociação secundária em mercado de balcão. Essa menor liquidez tornaria o investimento menos atraente. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 212.

<sup>201</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 212.

conversíveis e/ou permutáveis<sup>202</sup> criaria “um estágio intermediário em que uma sociedade por ações fechada se familiarize com o ambiente de governança corporativa e inicie seu relacionamento com a comunidade de investidores”<sup>203</sup>.

Com relação às obrigações de *disclosure*, a ABBI<sup>204</sup> sugeriu que as informações listadas na minuta de Instrução fossem inteiramente aplicáveis apenas aos emissores de “ações, debêntures simples, debêntures conversíveis, bônus de subscrição, certificados de depósitos de ações e outros valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações”. Em relação aos demais valores mobiliários, a Associação propôs a mitigação de tais obrigações. Em suma, a entidade entendeu que as ofertas de ações – e valores nelas conversíveis/permutáveis – exigiam um nível informacional mais aprofundado.

A Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) também não viu motivos para excluir do âmbito da Instrução proposta as ações e valores mobiliários nelas conversíveis e/ou permutáveis. Mencionando o papel da CVM de “desenvolver o mercado de valores mobiliários brasileiro”, a Associação entendeu que o investidor qualificado que adquirisse participação em uma companhia por meio de uma oferta de esforços restritos poderia “preparar o empresário para o cotidiano do mercado” e, ainda, “desempenhar o papel de indutor [...] à abertura de capital”<sup>205</sup>.

Nos mais extensos e aprofundados comentários submetidos à CVM no âmbito da Audiência Pública, Miguel Lawson<sup>206</sup>, em conjunto com a sociedade Gilberto Alvares Advogados, também se manifestou favoravelmente à inclusão das ações e valores nelas conversíveis no escopo das ofertas com esforços restritos.<sup>207</sup>

---

<sup>202</sup> A Associação é favorável à inclusão de todos os valores mobiliários previstos pela Lei nº 6.385/76, “bem como valores mobiliários emitidos no exterior por entidades constituídas em outras jurisdições”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 227-229.

<sup>203</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 227.

<sup>204</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 241.

<sup>205</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 296.

<sup>206</sup> Advogado formado nos EUA que atua (ou atuava à época da Audiência Pública) como consultor jurídico no Brasil.

<sup>207</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 181-182.

Trazendo à baila diversos aspectos da regulamentação estadunidense como base para suas sugestões<sup>208</sup>, Lawson sugeriu uma restrição em relação a tais valores mobiliários:

(...) os valores mobiliários ofertados não [deveriam] ser da mesma classe de valores mobiliários listados numa bolsa de valores no Brasil e, em relação com os títulos conversíveis em ações, [deveriam] ser considerados como as ações em que são conversíveis.<sup>209</sup>

Trata-se do chamado requisito de “não-fungibilidade” adotado nos EUA nos termos da *Rule* 144A, que será objeto de análise mais adiante.

Lawson sugeriu também a criação de um mercado especial para a negociação secundária de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos no Brasil, nos moldes do PORTAL estadunidense<sup>210 211</sup>.

Por fim, no tocante ao *disclosure* do emissor, Lawson fez duas considerações significativas. Em primeiro lugar, defendeu o estabelecimento de “obrigação de informações mais robustas do que aquelas propostas no Edital”<sup>212</sup>, entendendo, em última análise, “que todas as emissoras que vendam valores mobiliários com esforços restritos [deveriam divulgar] as mesmas informações no mercado secundário que as empresas registradas com a CVM divulgam”<sup>213</sup>. Além disso, sugeriu a inclusão de diversas informações no Anexo I da minuta de Instrução, que contém as informações do encerramento<sup>214</sup> da oferta<sup>215</sup>.

Ainda que a maioria esmagadora dos participantes da Audiência Pública tenham se mostrado favorável à possibilidade de ofertar com esforços restritos ações e valores mobiliários conversíveis e/ou permutáveis em ações<sup>216</sup>, não podemos nos abster de mencionar as posições divergentes.

<sup>208</sup> Limitar-nos-emos aos comentários pertinentes ao presente trabalho.

<sup>209</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 182.

<sup>210</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 183-184.

<sup>211</sup> Trataremos do PORTAL na seção 8.1.4, mais especificamente ao tratarmos da *Rule* 144A.

<sup>212</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 186.

<sup>213</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 189.

<sup>214</sup> Ou do *status* semestral, se a oferta não tiver sido encerrada.

<sup>215</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 192-193.

<sup>216</sup> Com ou sem a restrição a emissores constituídos como companhias de capital aberto ou, ainda, com ou sem o incremento das obrigações informacionais ou de outra natureza.

A sociedade Stacchini Advogados foi categórica:

(...) entendemos que os títulos conversíveis em ações não deveriam ser incluídos na lista de valores mobiliários indicados na minuta da Instrução. As empresas interessadas em ofertar publicamente tais títulos deverão obter o registro de companhia aberta e autorização para negociação em mercado bolsa ou mercado de balcão, organizado ou não, nos termos da regulamentação aplicável.<sup>217 218</sup>

Opinião similar parece ter sido exarada pela ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro)<sup>219</sup>.

De acordo com a Associação, suas instituições associadas

foram receptivas à análise pela CVM da possibilidade de inclusão de debêntures conversíveis ou permutáveis em ações, eventualmente prevendo regras como a ‘obrigação de registrar’ para o caso do exercício dessas opções<sup>220</sup>.

Ora, se a conversão/permuta criaria a obrigação de registrar a oferta, a oferta “original” de ações não poderia estar isenta do registro.

O escritório Veirano Advogados, por sua vez, entendeu não ser aquele o momento de incluir tais valores mobiliários na Instrução, alegando que

(i) na conjuntura [à época do Edital] não [havia] demanda suficiente que [justificasse] a inclusão de ações no rol de valores mobiliários que [poderiam] ser objeto de oferta pública restrita; e

(ii) nos [parecia] que o mercado [precisaria], em um primeiro momento, familiarizar-se com as flexibilizações provenientes da norma [...] comentada para que se [concretizasse] a necessidade ou não de se afastar a restrição pertinente às ações.<sup>221</sup>

<sup>217</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 109.

<sup>218</sup> Note que a banca faz menção exclusivamente a “títulos conversíveis em ações”. Não há menção direta a ações. Na opinião do escritório (Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 109), a conversão ou permuta deveria ficar condicionada à obtenção do registro de companhia aberta. Parece-nos, em suma, que no entendimento da banca ações também só poderiam ser ofertadas nos termos da Instrução CVM nº 400.

<sup>219</sup> Que, unindo-se à ANBID em 2009, formou a atual ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais).

<sup>220</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 148.

<sup>221</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 128.

Não se tratou, assim, de posição diametralmente contrária à da maioria dos demais participantes. Os advogados do Veirano propuseram apenas um amadurecimento da norma antes da ampliação de seu escopo.

#### **7.4 A posição adotada pela CVM: a não aplicabilidade**

Como é sabido, a redação final da Instrução CVM 476 não incluiu entre os valores mobiliários passíveis de ofertas públicas com esforços restritos as ações e valores mobiliários nelas conversíveis e/ou permutáveis.

A situação permanece inalterada nesse sentido, apesar de a Instrução ter passado por algumas alterações desde o início de sua vigência em 16 de janeiro de 2009.

De acordo com a autarquia:

Não obstante os argumentos apresentados em favor da inclusão das ações e demais valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis no âmbito de aplicação da instrução, bem como o interesse e o compromisso desta Autarquia com o desenvolvimento do mercado de ações, a SDM entende que é mais prudente iniciar a vigência da instrução sem que tais valores mobiliários estejam passíveis de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos.<sup>222</sup>

Na opinião da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), a inclusão de tais valores mobiliários

exigiria estudos e debates adicionais, sobretudo a respeito de questões complexas, tal como a possibilidade de exclusão do direito de preferência dos acionistas em ofertas públicas destinadas a um número pequeno de investidores<sup>223</sup>.

---

<sup>222</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM da Audiência Pública CVM nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476relatório.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 3-4.

<sup>223</sup> Cujas atribuições incluem:

“- elaborar estudos, projetos e normas, orientados para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários;” e

“- atuar, em conjunto com as outras áreas, na revisão e ajuste dos atos normativos da Comissão de Valores Mobiliários, adequando-os às necessidades do mercado;”

(<http://www.cvm.gov.br> > A CVM > Organizações/Competências. Acesso em 30 abr. 2012.

Importante mencionar, porém, a autarquia não descartou a possibilidade de inserção desses valores mobiliários no futuro.

Assim como a sociedade Veirano Advogados, a CVM parece ter entendido apenas que janeiro de 2009 não era ainda o momento para incluir as ações e os valores mobiliários nelas conversíveis e/ou permutáveis no escopo da Instrução CVM 476.

Nas palavras da própria autarquia:

Após um período inicial de familiarização, por parte dos participantes do mercado, dos investidores e do próprio órgão regulador, com a aplicação prática da instrução, poderá ser reavaliada a conveniência de incluir tais valores mobiliários no âmbito das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos.<sup>224</sup>

É chegada a hora de reavaliar a questão?

Entendemos que sim, como veremos.

---

<sup>224</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Análise SDM da Audiência Pública CVM nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476relatório.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 4.

## **8 A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL**

### **8.1 Os Estados Unidos da América**

Tendo a CVM, no Edital de Audiência Pública nº 05/2008, mencionado como inspiração para a proposta de minuta de oferta pública com esforços restritos a “regulamentação de outros países, como os Estados Unidos”, entendemos essencial traçarmos algumas linhas acerca das regras estadunidenses de dispensa de registro de ofertas públicas de valores mobiliários, bem como as regras de negociação de tais títulos.

Antes disso, trataremos brevemente do respectivo arcabouço regulamentar federal.

Mesmo nos limitando ao âmbito federal<sup>225</sup>, desde já deixamos claro que não pretendemos nos aprofundar na legislação aplicável às ofertas de valores mobiliários nos Estados Unidos. A complexidade da regulamentação provavelmente levaria o presente trabalho às centenas e centenas de páginas e nos desviaria – assim como ao leitor – de seu objetivo principal.

Sendo assim, nossa intenção é demonstrar os parâmetros e princípios que regem as dispensas de registro de oferta nos EUA com o propósito de embasar um posicionamento quanto à possibilidade e conveniência de se ofertar com esforços restritos ações e valores mobiliários análogos no Brasil.

#### **8.1.1 Papel da Securities Exchange Commission**

Criada em 1934 pelo *Securities Exchange Act*, a *Securities Exchange Commission* (SEC) tem como função “proteger investidores, manter mercados justos, organizados e eficientes e facilitar a formação de capital”<sup>226</sup>.

---

<sup>225</sup> Cada Estado dos EUA possui regulamentação específica, comumente conhecida como *blue sky laws*, que também estabelece regras de registro de ofertas de valores mobiliários e eventuais dispensas. Seria inviável abordarmos cada regulamentação no presente trabalho.

<sup>226</sup> <<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>>. Acesso em: 25 abr. 2012. (tradução nossa)

A Comissão preocupa-se primordialmente em “promover a divulgação de importantes informações relacionadas ao mercado, mantendo uma negociação justa e protegendo [investidores] contra fraudes”<sup>227</sup>.

Como se vê, particularidades à parte, não seria incorreto dizer que a SEC é a equivalente estadunidense da nossa Comissão de Valores Mobiliários<sup>228</sup>.

Assim como a CVM, a SEC possui poderes para editar normas e aplicá-las, podendo fiscalizar e punir os participantes do mercado.

### 8.1.2 Ofertas públicas e dispensas de registro

Na seção 5.4 abordamos a questão do conceito de oferta pública, citando o notório caso *SEC v. Ralston Purina Co.*, levado à Suprema Corte dos Estados Unidos em 1953, cuja decisão acabou estabelecendo diretrizes para a descaracterização de uma oferta como pública no direito norte-americano.

Em suma, para que uma oferta fosse descaracterizada como pública e, assim, dispensada de registro, a Corte entendeu, à época, que seria necessário que:

- (i) os destinatários da oferta tivessem acesso às mesmas informações que estariam disponíveis ao mercado se a oferta fosse devidamente registrada como oferta pública; e
- (ii) os destinatários da oferta fossem capazes de defender seus próprios interesses sem a tutela estatal.

A regulamentação passou por algumas reformas desde então e hoje existem diversas hipóteses de dispensa de registro de oferta. Abordaremos as principais mais adiante.

---

<sup>227</sup> <<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>>. Acesso em: 25 abr. 2012. (tradução nossa)

<sup>228</sup> Na verdade, se há uma correção a ser feita na afirmação acima é no sentido de deixar claro que a SEC inspirou a criação da CVM pelos legisladores brasileiros em 1976.

Independentemente da modernização das normas ao longo do tempo, tais dispensas, como veremos, permanecem lastreadas no binômio *disclosure*-sofisticação do investidor.

### 8.1.3 O conceito de investidor qualificado

Antes de tratarmos das hipóteses de dispensa de registro e negociação secundária de valores mobiliários restritos, cabem-nos alguns comentários acerca do conceito de investidor qualificado à luz da legislação dos Estados Unidos.

Vimos<sup>229</sup> que a regulamentação brasileira estabeleceu, na Instrução CVM 409, um conceito central de investidor qualificado.

É verdade que temos dispositivos que ampliam ou restringem a abrangência desse conceito. É o caso, por exemplo, da Instrução CVM 476, que, simultaneamente e especificamente para seus fins:

- (i) amplia o conceito, considerando investidor qualificado qualquer fundo de investimento, ainda que destinado a investidores não-qualificados<sup>230</sup>; e
- (ii) restringe o conceito, exigindo que as pessoas físicas e jurídicas mencionadas no inciso IV do art. 109 da Instrução CVM 409 subscrevam, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais)<sup>231</sup>.

Ainda assim, tais aumentos e reduções de escopo giram sempre em torno do conceito estabelecido na Instrução CVM 409<sup>232</sup>. São, por assim dizer, “variações sobre o mesmo tema”.

---

<sup>229</sup> Vide 5.2.4.

<sup>230</sup> Abordaremos a abrangência dessa aplicação ao tratarmos especificamente da Instrução CVM nº 476.

<sup>231</sup> Assim, não basta, no caso de oferta com esforços restritos, que elas possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), como exigido pela Instrução CVM nº 409.

<sup>232</sup> Via de regra, há referência expressa ao art. 109 da Instrução CVM nº 409.

No caso na regulamentação dos EUA, entretanto, há conceitos diversos aplicáveis às diversas modalidades de isenção de registro e/ou de negociação secundária de valores mobiliários cuja emissão foi dispensada de registro.

Primeiramente, temos o chamado “*accredited investor*”.

Traduzindo para o Português, *accredited investor* equivaleria à expressão utilizada pelos nossos reguladores: investidor qualificado. Todavia, preferimos manter o termo em seu idioma original a fim de distingui-lo dos demais conceitos previsto pela legislação dos Estados Unidos.

De acordo com a *Section 2(a)(15)* do *Securities Act* de 1933, considera-se um *accredited investor*:

(i) **um banco** conforme definido na *Section 3(a)(2)* seja agindo em seu nome ou fiduciariamente; uma **sociedade seguradora** conforme definida no Parágrafo (13) desta subseção; uma **investment company** registrada nos termos do *Investment Company Act* de 1940 ou uma **business development company** conforme definida na *Section 2(a)(48)* daquele *Act*; uma *Small Business Investment Company* licenciada pela *Small Business Administration*; ou um **plano de benefícios de empregados**, incluindo uma conta de aposentadoria individual, que está sujeita às disposições do *Employee Retirement Income Security Act* de 1974, se a decisão de investimento couber a um gestor fiduciário, conforme definido na *Section 3(21)* daquele *Act*, que seja ou um banco, ou sociedade seguradora ou consultor de investimentos registrado; ou

(ii) qualquer pessoa que, com base em fatores como **sofisticação financeira, patrimônio líquido, conhecimento e experiência em assuntos financeiros**, ou quantidade de ativos sob administração qualificar-se como um “*accredited investor*” nos termos de regras e normas definidas pela [*Securities Exchange*] *Commission*.<sup>233</sup>  
(grifos nossos)

A definição é mais detalhada na chamada *Rule 501*, integrante da *Regulation D*, da qual trataremos mais adiante. Vejamos:

<sup>233</sup> Disponível em: <<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>>. Acesso em 29 abr. 2012. (tradução nossa)

(a) *Accredited investor*. *Accredited investor* significa qualquer pessoa que se enquadre em qualquer das seguintes categorias, ou que o emissor acredita de forma razoável se enquadrar em qualquer das seguintes categorias, quando da venda dos valores mobiliários àquela pessoa:

(1) Qualquer **banco** conforme definido na *Section 3(a)(2)* do [*Securities*] *Act* [de 1933], ou qualquer **associação de poupança e empréstimo** ou outra instituição conforme definida na *Section 3(a)(5)(A)* do *Act* seja agindo em seu nome ou fiduciariamente; qualquer **broker**<sup>234</sup> ou **dealer**<sup>235</sup> registrado nos termos da *Section 15* do *Securities Exchange Act* de 1934; qualquer **sociedade seguradora** conforme definido na *Section 2(13)* do *Act*; qualquer **investment company** registrada nos termos do *Investment Company Act* de 1940 ou **business development company** conforme definida na *Section 2(a)(48)* daquele *Act*; qualquer *Small Business Investment Company* licenciada pela *Small Business Administration* nos termos da *Section 301(c)* ou (d) do *Small Business Investment Act* de 1958; qualquer plano instituído e mantido por um Estado, suas subdivisões políticas, ou qualquer agência ou órgão de um Estado ou suas subdivisões políticas, em benefício de seus empregados, se tal plano tiver ativos em valor superior a US\$5.000.000,00; qualquer **plano de benefício de empregados** enquadrado no *Employee Retirement Income Security Act* de 1974 se a decisão de investimento for tomada a um gestor fiduciário, conforme definido na *Section 3(21)* de tal *Act*, que seja ou um banco, associação de poupança e empréstimo, sociedade seguradora, ou consultor de investimentos registrado, ou se o plano de benefício de empregados tiver ativos em valor superior a US\$5.000.000,00 ou, no caso de plano autogerido, com decisões de investimento tomadas exclusivamente por pessoas que sejam *accredited investors*;

(2) Qualquer *business development company* privada conforme definida na *Section 202(a)(22)* do *Investment Advisers Act* de 1940;

(3) Qualquer organização descrita na *Section 501(c)(3)* do *Internal Revenue Code*, corporação, *trust* de Massachusetts ou similar, ou sociedade, não constituída para o fim específico de adquirir os valores mobiliários ofertados, com ativos totais em valor superior a US\$5.000.000,00;

(4) Qualquer **membro de conselho de administração, diretor, ou sócio do emissor** dos valores mobiliários objeto da oferta ou venda, ou qualquer membro de conselho de administração, diretor, ou sócio de um sócio daquele emissor;

<sup>234</sup> Apesar de o *Securities Act* não definir o alcance do termo, há quem entenda aplicável a definição contida no *Securities Exchange Act* de 1934 (*Section 3(a)(4)*), pela qual *broker* é qualquer pessoa, exceto um banco, cuja atividade consista na realização de negociação de valores mobiliários por conta e ordem de outras pessoas. HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 209.

<sup>235</sup> Pelo *Securities Act* de 1933, *dealer* é quem “se dedica, em tempo integral ou parcial, direta ou indiretamente, como agente, *broker* ou em seu próprio nome, à atividade de ofertar, comprar, vender ou de outra forma negociar ou comercializar valores mobiliários emitidos por outra pessoa”. (*Section 2(a)(12)*). (tradução nossa).

(5) Qualquer **pessoa física cujo patrimônio líquido individual ou em conjunto com seu cônjuge exceda a US\$1.000.000,00.**

(i) Exceto nos termos do Parágrafo a)(5)(ii) desta *Section*, para fins de cálculo do patrimônio líquido previsto neste Parágrafo (a)(5):

(A) A **residência principal da pessoa não deve ser considerada um ativo;**

(B) O endividamento garantido pela residência principal da pessoa, até o respectivo valor justo de mercado estimado no momento da venda dos valores mobiliários, não deve ser considerado um passivo (observado que se o saldo de tal endividamento no momento da venda dos valores mobiliários exceder o valor do saldo calculado 60 dias antes de tal data, e isso não for resultado da aquisição da residência principal, o valor de tal excesso será considerado um passivo); e

(C) O endividamento garantido pela residência principal da pessoa acima do respectivo valor justo de mercado estimado no momento da venda dos valores mobiliários será considerado um passivo;

(ii) O Parágrafo (a)(5)(i) desta *Section* não será aplicável a qualquer cálculo do patrimônio líquido de uma pessoa feito em relação a uma compra de valores mobiliários resultante de um direito de adquirir tais valores mobiliários, desde que:

(A) Tal pessoa já tivesse esse direito em 20 de julho de 2010;

(B) Tal pessoa tenha se qualificado como *accredited investor* com base no patrimônio líquido no momento em que adquiriu aquele direito; e

(C) Tal pessoa possuísse valores mobiliários do mesmo emissor, independentemente de tal direito, em 20 de julho de 2010.

(6) Qualquer **pessoa física que tenha tido uma renda individual superior a US\$200.000,00 em cada um dos dois anos mais recentes ou renda conjunta com seu cônjuge superior a US\$300.000,00 em cada um desses dois anos e tenha uma expectativa razoável de atingir o mesmo nível de renda no ano corrente;**

(7) Qualquer **trust com ativos totais em valor superior a US\$5.000.000,00**, não constituído para o fim específico de adquirir os valores mobiliários objeto da oferta, cuja aquisição seja gerida por uma pessoa sofisticada conforme descrita em §230.506(b)(2)(ii)<sup>236</sup>; e

(8) Qualquer **entidade cujo capital seja inteiramente detido por accredited investors.**<sup>237</sup>

<sup>236</sup> Considera-se uma “pessoa sofisticada” (*sophisticated person*, no original) o investidor que, embora não seja (sozinho ou em conjunto com seu representante) um *accredited investor*, possui (sozinho ou em conjunto com seu representante), de forma efetiva ou razoavelmente presumida pelo emissor dos valores mobiliários, conhecimento e experiência em assuntos financeiros e de negócios que lhe permitem avaliar méritos e riscos do investimento. (tradução nossa).

<sup>237</sup> Tradução nossa.

(grifos nossos)

Sem entrarmos no mérito individual das definições específicas contidas no conceito de *accredited investor*, percebemos que ele é norteado pelos mesmos princípios que levaram à nossa definição de “investidor qualificado”.

Em linhas gerais, são *accredited investors* aqueles com patrimônio e/ou conhecimentos suficientes para conhecer e assumir riscos financeiros maiores do que aqueles presumidamente aceitáveis por um investidor dito comum.

Assim como no Brasil, a sofisticação do *accredited investor* é, em muitos casos, presumida e tal presunção não é imune a críticas.

William K. Sjostrom, Jr. exemplifica a questão contrapondo um professor de finanças com patrimônio inferior a US\$1.000.000,00 e renda anual inferior a US\$200.000,00 a um ganhador de US\$10.000.000,00 na loteria. O primeiro não seria considerado um *accredited investor*. O segundo seria, “independentemente de idade, educação ou experiência”<sup>238</sup>.

Distorções como essa à parte, a presunção foi o caminho adotado pelo regulador norte-americano e seguido pelos nossos.

Assim como no Brasil, a abrangência desse conceito é crucial, uma vez que operações destinadas exclusivamente a *accredited investors* costumam ser reguladas com menor rigidez, permitindo, por exemplo, isenções de registro e a divulgação de uma quantidade menor de informações.

Conceito análogo ao de *accredited investor*, e que também merece nossa atenção, é o do chamado *qualified institutional buyer* ou, em Português, do “adquirente institucional qualificado”.

---

<sup>238</sup> SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 444. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

Também conhecidos como *QIBs*, os *qualified institutional buyers* são definidos pela *Rule 144A* como:

- i. Qualquer das seguintes entidades, agindo em seu próprio nome ou em nome de outros adquirentes institucionais qualificados, que **possua e invista de forma discricionária um total mínimo de US\$100.000.000,00 (cem milhões de dólares) em valores mobiliários de emissores não afiliados à entidade:**
  - A. Qualquer **sociedade seguradora** conforme definida na *Section 2(a)(13)* do [*Securities*] *Act* [de 1933];  
**Nota:** A aquisição por uma sociedade seguradora para uma ou mais de suas contas separadas, conforme definido na *Section 2(a)(37)* do *Investment Company Act* de 1940 (o "*Investment Company Act*"), que não seja registrada nos termos da *Section 8* do *Investment Company Act* ou que não esteja obrigada a tal registro, deve ser considerada uma compra em nome de tal sociedade seguradora.
  - B. Qualquer **investment company** registrada nos termos do *Investment Company Act* ou qualquer *business development company* conforme definida na *Section 2(a)(48)* daquele *Act*;
  - C. Qualquer *Small Business Investment Company* licenciada pela *U.S. Small Business Administration* nos termos da *Section 301(c)* ou (d) do *Small Business Investment Act* de 1958;
  - D. Qualquer **plano instituído e mantido por um Estado**, suas subdivisões políticas ou qualquer agência ou órgão de um Estado ou suas subdivisões políticas, **em benefício de seus empregados;**
  - E. Qualquer **plano de benefício de empregados** que se enquadre no conceito do Título I do *Employee Retirement Income Security Act* de 1974;
  - F. Qualquer *trust fund* cujo *trustee* seja um banco ou *trust company* e cujos participantes sejam exclusivamente planos dos tipos identificados no Parágrafo (a)(1)(i)(D) ou (E) desta *Section*, exceto *trust funds* que incluam como participantes contas individuais de aposentadoria ou planos H.R. 10<sup>239</sup>.
  - G. Qualquer **business development company** conforme definida na *Section 202(a)(22)* do *Investment Advisers Act* de 1940;
  - H. Qualquer organização descrita na *Section 501(c) (3)* do *Internal Revenue Code*, corporação (que não um banco como definido na *Section 3(a)(2)* do [*Securities*] *Act* ou uma associação de poupança e empréstimo ou outra instituição mencionada na *Section 3(a)(5)(A)* do [*Securities*] *Act* ou um banco estrangeiro ou associação estrangeira de poupança e empréstimo ou instituição

<sup>239</sup> Também conhecidos como *Keogh plans*, *H.R. 10 plans* são planos de aposentadoria para indivíduos autônomos que se enquadrem em determinados requisitos (Cf. <<http://www.investopedia.com/terms/k/keoghplan.asp#axzz1tUpB302q>>. Acesso em: 30 abr. 2012).

estrangeira equivalente), sociedade, ou *trust* de Massachusetts ou similar; e

- I. **Qualquer consultor de investimento registrado** nos termos do *Investment Advisers Act*.
- ii. Qualquer **dealer registrado** nos termos da *Section 15* do *Exchange Act*, agindo em seu nome ou em nome de outros adquirentes institucionais qualificados, **que possua e invista de forma discricionária um total mínimo de US\$10.000.000,00 de valores mobiliários de emissores que não sejam a ele afiliados**, observado que valores mobiliários que constituam o todo ou parte de um lote não vendido a um *dealer* ou por ele subscrito como participante em uma oferta pública não será considerado como possuído por tal *dealer*;
- iii. Qualquer **dealer registrado** nos termos da *Section 15* do *Exchange Act* agindo em uma *riskless principal transaction*<sup>240</sup> em nome de um adquirente institucional qualificado; **Nota:** Um *dealer* registrado pode agir como agente, de forma não-discricionária, em uma transação com um adquirente institucional qualificado sem ser ele próprio um adquirente institucional qualificado.
- iv. Qualquer **investment company** registrada nos termos do *Investment Company Act*, agindo em seu nome ou em nome de outros adquirentes institucionais qualificados, que seja parte de um grupo de *investment companies* que possua um **total mínimo de US\$100.000.000,00 em valores mobiliários de emissores que não sejam afiliados** à *investment company* ou parte de tal grupo de *investment companies*. Grupo de *investment companies* significa quaisquer duas ou mais *investment companies* registradas nos termos do *Investment Company Act*, exceto *unit investment trust* cujos ativos consistam exclusivamente em ações de uma ou mais *investment companies* registradas, que tenham o mesmo consultor de investimentos (ou, no caso de *unit investment trusts*, o mesmo *depositor*), observado que, para fins desta *Section*:
  - A. Cada série de uma sociedade de série (conforme definida na *Rule 18f-2* nos termos do *Investment Company Act*) deve ser considerada uma *investment company* separada; e
  - B. *Investment companies* devem ser consideradas como tendo o mesmo consultor (ou *depositor*) se seus consultores (ou *depositors*) estiverem sob controle comum ou se o consultor (ou *depositor*) de uma *investment company* for controlado do consultor (ou *depositor*) da outra *investment company*;

<sup>240</sup> Nos termos da *Rule 144A(a)(5)* (e, portanto, para fins da 144A como um todo), “*riskless principal transaction*” consiste, em “uma transação em que um *dealer* adquire um valor mobiliário de qualquer pessoa e faz uma venda simultânea de compensação a um *qualified institutional buyer*, incluindo outro *dealer* que esteja agindo como representante (*riskless principal*) para um *qualified institutional buyer*”. (tradução nossa)

- v. Qualquer **entidade cujo capital seja detido exclusivamente por adquirentes institucionais qualificados**, agindo em seu nome ou em nome de outros adquirentes institucionais qualificados; e
- vi. Qualquer **banco** conforme definido na *Section 3(a)(2)* do [*Securities*] *Act*, qualquer **associação de poupança e empréstimo** ou outra instituição mencionada na *Section 3(a)(5)(A)* do [*Securities*] *Act*, ou qualquer banco estrangeiro ou associação estrangeira de poupança e empréstimo ou instituição estrangeira equivalente, agindo em seu nome ou em nome de outros adquirentes institucionais qualificados, que possua e invista de forma discricionária um total mínimo de US\$100.000.000,00 (cem milhões de dólares) em valores mobiliários de emissores não afiliados e que tenha um patrimônio líquido auditado de pelo menos US\$25.000.000,00 em suas últimas demonstrações financeiras anuais com data não superior a 16 meses anteriores à data de venda nos termos da *Rule [144A]* no caso de banco ou associação de poupança e empréstimo estadunidense, e não superior a 18 meses anteriores a tal data de venda no caso de banco estrangeiro ou associação estrangeira de poupança e empréstimo ou instituição estrangeira equivalente.<sup>241</sup>  
(grifos nossos)

Como se vê, algumas entidades enquadram-se tanto na definição de *accredited investors* quanto na de *qualified institutional buyers*.

A principal diferença entre os conceitos reside em sua abrangência.

Ambos os conceitos têm como base o binômio patrimônio-conhecimento, mas o espectro da definição de *accredited investor* parece-nos bem mais amplo.

Como vimos, a *Section 2(a)(15)* do *Securities Act* de 1933 permite que uma pessoa que detenha “conhecimento e experiência em assuntos financeiros” seja considerada *accredited investor*. Nesse sentido, encontramos na *Rule 501* algumas hipóteses em que pessoas físicas são consideradas *accredited investors* independentemente de seu patrimônio pessoal. É o caso, por exemplo, dos membros do conselho de administração e diretores do emissor.

---

<sup>241</sup> Rule 144A(a)(1). (tradução nossa)

Apesar de não haver menção expressa nesse sentido na *Rule 144A*, é claro para nós que a caracterização de um investidor como *QIB* também está vinculada à existência de conhecimento ou experiência em assuntos financeiros. Basta analisarmos o escopo de atividades desenvolvidas pelas entidades incluídas na definição.

As exigências patrimoniais mínimas, entretanto, são consideravelmente superiores para a caracterização de uma entidade como *qualified institutional buyer*.

Sendo assim, é improvável que um *QIB* fique fora do conceito de *accredited investor*<sup>242</sup>; mas nem todo *accredited investor* pode ser considerado um *qualified institutional buyer*.

Há quem defenda a unificação dos conceitos.

Para William K. Sjostrom Jr., a definição de *qualified institutional buyer* deveria ser ampliada para incluir os *accredited investors*. Como alternativa ainda mais simples (“talvez melhor”, em suas palavras<sup>243</sup>), ele sugere que o conceito de *QIB* seja substituído pelo de *accredited investor*.

Reformas regulatórias (nos EUA) à parte, o estabelecimento dos conceitos acima era crucial para abordarmos as modalidades de isenção de registro de oferta de valores mobiliários nos Estados Unidos, bem como as regras aplicáveis à negociação secundárias de tais ativos.

---

<sup>242</sup> Para William K. Sjostrom Jr., “QIBs *indubitavelmente se enquadrariam na definição de accredited investor*”. In: *The Birth of Rule 144A Equity Offerings* (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 444. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

<sup>243</sup> SJOSTROM JR., William K. *The Birth of Rule 144A Equity Offerings* (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 443. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

#### 8.1.4 Isenções e dispensas de registro nos EUA: introdução e exemplos

Vimos que a nossa regulamentação relativa a ofertas públicas de valores mobiliários tem forte inspiração da regulamentação estadunidense.

Vimos também que o caso *SEC v. Ralston Purina Co.* foi emblemático tanto para a definição das características de uma oferta pública como para o estabelecimento de hipóteses de isenção de registro de oferta nos EUA<sup>244</sup>.

Sem pretensão de uma análise aprofundada, veremos agora um breve panorama do complexo cenário regulatório aplicável às ofertas de valores mobiliários atualmente dispensadas de registro nos Estados Unidos da América nos termos do *Securities Act* de 1933.

Antes de prosseguirmos, cabe-nos mencionar que, segundo a atual legislação dos EUA, “os requisitos de registro do *Act* de 1933 não se limitam a ofertas pelo emissor. Transações secundárias [...] podem também exigir as obrigações de registro e prospecto da *Section 5*”<sup>245</sup>. Consequentemente, as dispensas e isenções podem, conforme o caso, ser aplicáveis também às negociações secundárias de valores mobiliários.

Importante também deixar claro que cabe ao vendedor dos valores mobiliários, seja ele o emissor ou não, o ônus de definir se a venda está sujeita a registro ou dele dispensada<sup>246</sup>.

Como veremos, diversas são as hipóteses de isenção ou dispensa de registro de oferta. Algumas são complementares entre si e/ou possuem requisitos comuns, permitindo que determinada situação enquadre-se em mais de uma hipótese de dispensa/isenção<sup>247</sup>.

---

<sup>244</sup> E indiretamente no Brasil.

<sup>245</sup> HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 207.

<sup>246</sup> HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 207.

<sup>247</sup> As isenções/dispensas não são excludentes entre si.

Ao mencionarmos o caso *SEC v. Ralston Purina Co.*, traçamos um rápido panorama histórico das dispensas de registro de oferta nos EUA.

Tendo em vista estarmos interessados na regulamentação atualmente em vigor nos EUA, não retomaremos tal histórico nem o aprofundaremos.

Antes de abordarmos as principais hipóteses de isenção e dispensa, consideramos interessante mencionar que a regulamentação dos EUA costuma ser expressa no sentido de que as isenções e dispensas de registro não se aplicam a transações (isoladas ou em conjunto) que, embora cumpram os requisitos formais, façam “parte de plano ou esquema para evitar indevidamente as disposições do [Securities] Act”<sup>248</sup>. Não é permitido, assim, o chamado abuso de forma.

#### 8.1.4.1 *Section 4* do *Securities Act* de 1933

Nos termos da *Section 4* do *Securities Act* de 1933, as disposições da *Section 5* não se aplicam aos seguintes casos:

- (1) **transações realizadas por pessoa que não seja o emissor, *underwriter*<sup>249</sup> ou *dealer*.**
- (2) **transações realizadas por um emissor em que não haja oferta pública.**<sup>250</sup>

<sup>248</sup> *Preliminary Note 3* da *Rule 144A*. Disposição idêntica (ou similar) pode ser encontrada em outras isenções e dispensas.

<sup>249</sup> De acordo com o *Securities Act* de 1933 (*Section 2(a)(11)*), *underwriter* significa:

“qualquer pessoa que tenha adquirido valores mobiliários de um emissor com intenção de distribuí-los, ou que oferte ou venda valores mobiliários em nome do emissor no âmbito de uma distribuição, ou participe direta ou indiretamente em tal distribuição, ou participe direta ou indiretamente na *underwriting* de tal distribuição; mas tal termo não inclui pessoa cujo interesse é limitado a uma comissão [...] que não exceda a comissão usual e costumeiramente devida a distribuidores ou vendedores. Para fins desta definição, o termo “emissor” inclui, além do emissor, qualquer pessoa que direta ou indiretamente controle ou seja controlada pelo emissor, ou qualquer pessoa que esteja, de forma direta ou indireta, sob controle comum com o emissor”. (tradução nossa)

<sup>250</sup> Como decidido no caso *SEC v. Ralston Purina Co.*, são dois os principais requisitos para que uma oferta deixe de ser considerada pública:

- é necessário que os destinatários da oferta tenham acesso às mesmas informações que estariam disponíveis ao mercado se a oferta fosse devidamente registrada como oferta pública; e
- os destinatários da oferta devem ser capazes de defender seus próprios interesses sem a tutela estatal, ou seja, devem ter conhecimento e experiência suficientes para exigir e compreender as informações disponibilizadas.

- (3) transações realizadas por um *dealer* (incluindo um *underwriter* que não esteja mais agindo como *underwriter* em relação ao valor mobiliário envolvido na transação), exceto:
- (a) transações que ocorram antes do decurso de 40 dias após a data em que o valor mobiliário foi oferecido de boa-fé ao público pelo emissor, por um *underwriter* ou por meio de um *underwriter*,
  - (b) transações de valor mobiliário cuja declaração de registro foi protocolada que ocorram antes do decurso de 40 dias após a data de início de vigência de tal registro ou antes do decurso de 40 dias após a primeira data em que o valor mobiliário foi oferecido de boa-fé ao público pelo emissor, por um *underwriter* ou por meio de um *underwriter* após tal início de vigência, o que ocorrer depois (excluído do cômputo desses 40 dias qualquer período em que uma ordem de parada<sup>251</sup> emitida nos termos da *Section 8* esteja em vigor em relação ao valor mobiliário), ou período menor conforme a Comissão especifique por meio de regras ou ordens, e
  - (c) transações que envolvam valores mobiliários que constituam o todo ou parte de lote não vendido a ou subscrito por tal *dealer* na qualidade de participante da distribuição de tais valores mobiliários pelo emissor, por um *underwriter* ou por meio de um *underwriter*.
- Com relação às transações mencionadas na alínea (b), se os valores mobiliários do emissor não tiverem sido previamente vendidos sob a égide de um registro anterior o período aplicável, em vez de 40 dias, será de 90 dias, ou período menor conforme a Comissão especifique por meio de regras ou ordens.
- (4) transações **realizadas por *brokers* por ordem de seus clientes** em qualquer mercado de bolsa ou no mercado de balcão, desde que tal ordem não tenha sido requerida pelo *broker*.
- (5) **transações envolvendo ofertas ou vendas por um emissor exclusivamente a um ou mais *accredited investors***, se o preço total de uma emissão de valores mobiliários oferecidos nos termos deste Parágrafo não exceder o montante permitido pela *Section 3(b)* deste Título<sup>252</sup>, se não houver publicidade ou apelo ao público em relação à transação por parte do emissor ou qualquer pessoa agindo em nome do emissor, e se o emissor comunicar a Comissão na forma por ela prescrita.<sup>253</sup>  
(grifos nossos)

Tais transações estão, assim, dispensadas de registro de oferta na *Securities and Exchange Commission*.

Cabe-nos mencionar que nem sempre é tarefa fácil enquadrar uma determinada transação em uma das isenções da *Section 4*.

<sup>251</sup> *Stop order*.

<sup>252</sup> Atualmente US\$5.000.000,00 (cinco milhões de dólares norte-americanos).

<sup>253</sup> Tradução nossa.

Indispensável para a aplicação (ou não) da isenção da *Section 4(1)*<sup>254</sup>, a delimitação do conceito de *underwriter*, por exemplo, é cercado de polêmica.

Afinal, como constatar a intenção<sup>255</sup> de distribuir os valores mobiliários?

Ao longo dos anos, a SEC e o Poder Judiciário dos EUA estabeleceram como principal critério caracterizador (ou descaracterizador) dessa intenção o período transcorrido entre a aquisição dos valores mobiliários pelo (suposto) *underwriter* e sua venda<sup>256 257</sup>.

Outro problema diz respeito ao chamado *inadvertent underwriter*<sup>258</sup>, pessoa que não desenvolve habitualmente atividade de *underwriter*, mas que em determinada transação, assume uma posição que a caracteriza como tal, impedindo a utilização da isenção prevista na *Section 4(1)*. A SEC chegou, inclusive, a afirmar que a mera ausência da intenção de distribuir não impede que alguém seja considerado *underwriter*<sup>259</sup>.

Não nos cabe aqui explorar tais discussões, mas consideramos válido trazê-las à luz.

Sem entrarmos no mérito da caracterização de cada caso, podemos identificar a razão de tais dispensas.

<sup>254</sup> Também conhecida como “isenção para não-profissionais”. HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 207.

<sup>255</sup> “*with a view to...*”, no original.

<sup>256</sup> Durante anos o *holding period* considerado era de dois anos. Recentemente, a SEC, por meio da *Rule 144*, reduziu o período para um ano ou seis meses, dependendo do nível de *disclosure* aplicável ao emissor. HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 216-217.

<sup>257</sup> Por muito tempo admitiu-se a venda dos valores mobiliários durante o *holding period* sem que o vendedor fosse considerado um *underwriter*. Para tanto, era necessário demonstrar uma alteração das circunstâncias (*change in circumstances*) que justificasse a venda daqueles valores mobiliários originalmente adquiridos para fins de investimento duradouro. Com a edição da *Rule 144*, a SEC passou a considerar inaplicável o argumento da alteração das circunstâncias. Thomas Lee Hazen discorda, alegando que a SEC, entidade administrativa, não teria competência para modificar o alcance de uma norma (legal) prevista no *Securities Act*. HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 217-218.

<sup>258</sup> A expressão poderia ser traduzida como “*underwriters* por acaso”.

<sup>259</sup> HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 221-222.

Tomadas em conjunto, as *Sections* 4(1), 4(3) e 4(4) consistem nas isenções mais comuns aplicáveis a transações secundárias. São isenções aplicáveis à maior parte das transações diárias realizadas em bolsa ou mercado de balcão.

No caso da *Section* 4(2), parece-nos que o termo correto não seria “isenção”, mas pura e simples dispensa de registro. Isenta-se apenas aquilo que está sujeito a determinada regra. Não se tratando de oferta pública, a transação prevista na *Section* 4(2) está fora do alcance das obrigações de registro. Não há o que se isentar.<sup>260</sup>

A isenção da *Section* 4(5) justifica-se pela destinação exclusiva a *accredited investors*, pela vedação de publicidade e apelo ao público e pela limitação do valor total da oferta. Suas características assemelham-se a uma oferta privada.

#### **8.1.4.2 Regulation D – considerações gerais**

A chamada *Regulation D* consiste em um conjunto de normas expedidas pela SEC com base no poder a ela outorgado pelo *Securities Act* de 1933 a fim de regulamentar as isenções de registro. Assim, a Comissão estabeleceu três modalidades de oferta de valores mobiliários isentas de registro, complementando as isenções/dispensas gerais previstas na *Section* 4.

As *Rules* 500 a 503 definem os termos e condições das dispensas, enquanto as *Rules* 504 a 506 tratam das isenções propriamente ditas.

Antes de tratarmos das características básicas<sup>261</sup> de cada *Rule*, cabem-nos alguns esclarecimentos gerais acerca da *Regulation D*.

Em primeiro lugar, a *Regulation D* tem cunho federal, devendo o emissor que pretender invocá-la observar também a legislação estadual a ele aplicável. Em

---

<sup>260</sup> Fazendo um paralelo com a posição doutrinária de diversos tributaristas brasileiros, a *Section* 4(2) seria uma hipótese de “não-incidência” da norma (de registro).

<sup>261</sup> Entendemos que um panorama geral seja suficiente para os fins do presente trabalho. A regulamentação é consideravelmente complexa e uma análise detalhada de cada disposição parece-nos desnecessária aqui.

outras palavras, “nada na *Regulation D* exclui a necessidade de observância de qualquer legislação estadual relativa à oferta e venda de valores mobiliários”<sup>262 263</sup>.

As isenções da *Regulation D* aplicam-se exclusivamente ao emissor dos valores mobiliários objeto da oferta<sup>264</sup>. Assim sendo, tais isenções não se aplicam à revenda de tais ativos.

Via de regra, a utilização de uma isenção prevista na *Regulation D* dispensa o emissor do envio de informações à SEC. No entanto, tais emissores devem enviar à Comissão o chamado “Formulário D” após a primeira venda dos valores mobiliários. Apesar de conter a qualificação dos proprietários do emissor e dos distribuidores, referido formulário contém poucas informações sobre a empresa emissora.

Importante mencionar que os valores mobiliários adquiridos sob as isenções da *Regulation D* são geralmente considerados “restritos” e só podem ser revendidos sem registro na SEC se tal revenda enquadrar-se em isenção específica<sup>265</sup>

#### **8.1.4.3 Regulation D – Rule 504**

A *Rule 504* isenta de registro na SEC as ofertas de valores mobiliários até o valor total de US\$1.000.000,00 (um milhão de dólares norte-americanos) em um período de 12 (doze) meses.

Esta isenção não está disponível a *investment companies*, empresas “*blank check*”<sup>266</sup> e/ou a empresas obrigadas a apresentar as informações periódicas exigidas pelo *Securities Exchange Act* de 1934.

---

<sup>262</sup> § 230.500(b).

<sup>263</sup> Tradução nossa.

<sup>264</sup> § 230.500(d).

<sup>265</sup> Como vimos, a *Regulation D* aplica-se apenas ao próprio emissor. Para a negociação secundária sem registro na SEC, o adquirente deverá se enquadrar em isenção específica, como veremos.

<sup>266</sup> Conforme definido pela própria SEC, empresa “*blank check*” (“cheque em branco” em tradução literal) “é uma empresa em estágio de desenvolvimento sem plano de negócios ou propósito específico ou que tenha indicado que seu plano é participar de uma fusão ou aquisição com empresas, entidades ou pessoas não identificadas”. (tradução nossa)

Disponível em: <<http://www.sec.gov/answers/blankcheck.htm>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

Via de regra, os valores mobiliários adquiridos sob esta isenção são considerados “restritos”, mas a *Rule 504* permite a oferta de valores mobiliários não restritos, desde que determinadas condições relativas a *disclosure*<sup>267</sup> e/ou público alvo sejam observadas.

#### 8.1.4.4 *Regulation D – Rule 505*

A *Rule 505*, que, de acordo com Thomas Lee Hazen<sup>268</sup>, combina elementos de outras isenções, isenta de registro na SEC as ofertas de valores mobiliários até o valor total de US\$5.000.000,00 (cinco milhões de dólares norte-americanos) em um período de 12 (doze) meses destinada a qualquer número de *accredited investors* e a até 35 (trinta e cinco) investidores comuns.

Por ser possível a aquisição por investidores comuns, não é permitido o apelo ao público<sup>269</sup>.

Com relação às regras de *disclosure*, se a oferta contar exclusivamente com *accredited investors*, o emissor pode decidir as informações que divulgará<sup>270</sup>. Já aos investidores comuns, se houver, devem ser previamente fornecidas determinadas informações que lhes permitam ter conhecimento do emissor, do negócio e dos valores mobiliários objeto da oferta<sup>271 272</sup>.

Estão excluídos da *Rule 505* os emissores que sejam *investment companies*, ou enquadrados na *Rule 262 da Regulation A*<sup>273 274</sup>.

<sup>267</sup> Exemplo: oferta realizada exclusivamente em Estado que exige a divulgação de informações substanciais a investidores. §230.504(b)(i).

<sup>268</sup> HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 195.

<sup>269</sup> *General solicitation*.

<sup>270</sup> Há quem entenda que os destinatários da oferta devem ter acesso às mesmas informações que estariam disponíveis ao mercado se a oferta fosse devidamente registrada como oferta pública. HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 206.

<sup>271</sup> Tais informações estão descritas na *Rule 502(b)* (§ 230.502).

<sup>272</sup> Independentemente dessa obrigação de *disclosure*, em havendo investidores comuns, a SEC recomenda que a todos os investidores, inclusive os *accredited*, seja entregue cópia do *private placement memorandum*.

<sup>273</sup> § 230.262.

<sup>274</sup> A isenção não se aplica, por exemplo, a emissor que tenha sido condenado por violação de normas relativas à compra e venda de valores mobiliários (como prestação de informações falsas à SEC).

#### 8.1.4.5 Regulation D – Rule 506

De acordo com a *Rule 506*, um emissor pode vender uma quantidade ilimitada de valores mobiliários a qualquer número de *accredited investors* e a até 35 (trinta e cinco) investidores comuns.

Como se vê, a limitação quanto ao número de investidores é idêntica à da *Rule 505*.

A diferença reside na “sofisticação” dos investidores comuns. Diferentemente da *Rule 505*, que não impõe qualquer requisito específico nesse sentido, a *Rule 506*<sup>275</sup> exige que o investidor que não seja *accredited* possua (sozinho ou em conjunto com seu representante), de forma efetiva ou razoavelmente presumida pelo emissor dos valores mobiliários, conhecimento e experiência em assuntos financeiros e de negócios que lhe permitem avaliar méritos e riscos do investimento.

Em suma, o investidor de uma oferta isenta nos termos da *Rule 506* pode não ser *accredited*, mas deve ser “sofisticado”.

A publicidade e o apelo ao público são vedados.

As obrigações de *disclosure* são basicamente as mesmas da *Rule 505*.

Desde que observados os requisitos das *Rules 501 a 503*, a isenção da *Rule 506* pode ser utilizada por qualquer emissor, ainda que seja, por exemplo, uma *investment company*.<sup>276</sup>

#### 8.1.4.6 Rule 144

A *Rule 144* trata da dispensa de registro aplicável às vendas de valores mobiliários “restritos”<sup>277</sup>, que, em linhas gerais, são os valores mobiliários adquiridos

---

<sup>275</sup> §230.506(b)(2)(ii).

<sup>276</sup> HAZEN, Thomas Lee. *The Law of Securities Regulation*. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 203.

<sup>277</sup> *Restricted securities*.

direta ou indiretamente do emissor em uma oferta privada ou oferta dispensada de registro por se enquadrar, por exemplo, em alguma das isenções da *Regulation D*<sup>278</sup>.

A regra também se aplica à revenda de valores mobiliários, restritos ou não, detidos por pessoas ligadas ao emissor<sup>279</sup>. São os chamados *control securities*.

Uma das razões que levou a SEC a editar a *Rule 144* foi a dificuldade de delimitar o conceito de *underwriter*<sup>280</sup> e a consequente insegurança acerca da aplicação da isenção da *Section 4(1)*, por exemplo.

Para fins de proteção aos investidores, uma transação só pode se enquadrar na *Rule 144* se determinadas regras de *disclosure* forem observadas em relação ao emissor dos valores mobiliários a serem revendidos.

Se o emissor estiver sujeito às regras de divulgação periódica de informações previstas no *Securities Exchange Act* de 1934, nenhuma informação adicional é exigida pela *Rule 144*.

---

<sup>278</sup> A definição completa, em tradução nossa, é:

- i. valores mobiliários adquiridos direta ou indiretamente de um emissor, ou de pessoa afiliada ao emissor, em uma transação ou conjunto de transações sem a ocorrência de oferta pública;
- ii. valores mobiliários adquiridos de um emissor sujeitos às limitações de revenda da *Rule 502(d)* da *Regulation D* ou da *Rule 701(c)*;
- iii. valores mobiliários adquiridos em uma transação ou conjunto de transações enquadradas nos requisitos da *Rule 144A*;
- iv. valores mobiliários adquiridos do emissor em uma transação sujeita às condições da *Regulation CE*;
- v. valores mobiliários de participação (*equity securities*) de emissores domésticos (nos EUA) adquiridos em uma transação ou conjunto de transações sujeitas às condições da *Rule 901* ou *Rule 903* da *Regulation S* (*Rules 901 a 905* e *Notas Preliminares*);
- vi. valores mobiliários adquiridos em uma transação realizada nos termos da *Rule 230.801* na medida e proporção em que os valores mobiliários detidos pelo titular da classe a respeito da qual a oferta de direitos se refira sejam, na data de registro da oferta de direitos, "*restricted securities*" no sentido deste Parágrafo (a)(3);
- vii. valores mobiliários adquiridos em uma transação realizada nos termos da *Rule 230.802* na medida e proporção em que os valores mobiliários permutados na oferta de permuta ou combinação societária [fusão ou incorporação] sejam "*restricted securities*" no sentido deste Parágrafo (a)(3); e
- viii. valores mobiliários adquiridos do emissor em uma transação sujeita a isenção nos termos da *Section 4(6)* [hoje renumerada para *4(5)*] do [*Securities Act*]."

<sup>279</sup> Assim definidas (*Rule 144(a)(1)*) como qualquer pessoa que direta ou indiretamente controle ou seja controlada pelo emissor, ou qualquer pessoa que esteja, de forma direta ou indireta, sob controle comum com o emissor.

<sup>280</sup> Como tratamos acima.

Por outro lado, em se tratando de emissor dispensado do *disclosure* do *Securities Exchange Act*, determinadas informações deverão ser publicamente divulgadas.

De acordo com a *Rule 144*, os adquirentes de *restricted securities* devem manter sua propriedade por um período mínimo, o chamado *holding period*.

O período de espera aplicável a valores mobiliários emitidos por companhias sujeitas às regras de disclosure do *Securities Exchange Act*<sup>281</sup> é de seis meses. Para valores mobiliários de companhias fechadas, o *holding period* é de um ano. A diferença justifica-se pelo maior nível de *disclosure* a que se sujeitam as companhias abertas.

A determinação do início do *holding period* está sujeita a regras específicas em certos casos.

No caso de aquisição por compra, por exemplo, o *holding period* inicia-se apenas a partir do pagamento integral do preço. Já na hipótese de aquisição por capitalização de dividendos o período considera-se iniciado na data de aquisição dos valores mobiliários originais (que deram origem aos dividendos capitalizados). O mesmo se aplica a desdobramentos de ações, por exemplo. O período de espera para revenda de valores mobiliários recebidos em doação considera-se iniciado na data de aquisição pelo doador.

No caso de *control securities*, vale dizer, de valores mobiliários – *restricted* ou não – detidos por pessoas ligadas ao emissor, há restrições de revenda mesmo após o decurso do *holding period*. Nessas hipóteses, a quantidade total da revenda, combinada com quaisquer outras vendas de valores mobiliários da mesma classe realizadas nos três meses anteriores, não pode ultrapassar os limites de volume definidos na *Rule 144*.

---

<sup>281</sup> Basicamente, companhias de capital aberto.

Tais restrições não se aplicam às revendas realizadas por adquirentes não-afiliados ao emissor depois de transcorrido o respectivo período de *lock-up*.

Nos termos do item (h) da *Rule 144*, se o conjunto de vendas por um afiliado em um período de três meses envolver mais de 5.000 ações ou um valor total superior a US\$50.000,00, a SEC deverá ser comunicada, assim como a entidade de bolsa ou balcão, se aplicável.

As vendas de valores mobiliários sob a égide da *Rule 144* devem ser realizadas por meio de transações com *brokers*<sup>282</sup>, transações diretas com formadores de mercado<sup>283</sup> ou *riskless principal transactions*<sup>284</sup> que observem certos requisitos.

Para recapitular e não nos alongarmos demais, socorremo-nos de versão traduzida<sup>285</sup> e adaptada de um quadro-resumo disponibilizado pela própria *Securities Exchange Commission*<sup>286</sup>:

---

<sup>282</sup> Conforme definidas na *Section 4(4)* do *Securities Act* de 1933, já abordada acima, e observados alguns requisitos adicionais previstos na própria *Rule 144*. Como exemplo, o *broker* não deve ir além de executar a ordem de venda em nome do vendedor e não deve receber nada além de uma comissão “usual e costumeira”.

<sup>283</sup> Nos termos da *Section 3(a)(38)* do *Securities Exchange Act* de 1934, formador de mercado (*market maker*) é:

“qualquer especialista autorizado a atuar como *dealer*, qualquer *dealer* agindo como *block positioner*, e qualquer *dealer* que, em relação a um valor mobiliário, manifesta (mediante quotações em um sistema de comunicação entre *dealers* ou de outra forma) interesse em comprar e vender tal valor mobiliário por sua própria conta de forma regular ou contínua.”

Nas palavras mais simples de Thomas Lee Hazen, formadores de mercado são *dealers* autorizados a manter um nível de negociação para valores mobiliários negociados em mercado de balcão, mediante compras e vendas.

HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 224.

<sup>284</sup> Para fins da *Rule 144*, a Note to *Rule 230.144(f)(1)*, define “*riskless principal transaction*” como: “uma transação em que, após receber de um cliente uma ordem para comprar, um *broker* ou *dealer* adquire o valor mobiliário em seu próprio nome no mercado para satisfazer a ordem de compra ou, após receber de um cliente uma ordem para vender, vende o valor mobiliário em seu próprio nome ao mercado para satisfazer a ordem de venda”.

(tradução nossa)

<sup>285</sup> Tradução nossa.

<sup>286</sup> Disponível em: <<http://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rules144-145-secg.htm>>. Acesso em: 2 mai. 2012.

	<b>Afilado (ao Emissor) ou Pessoa vendendo em nome de um Afilado (ao Emissor)</b>	<b>Não-Afilado (e não foi um Afilado durante os 3 meses anteriores)</b>
<b>Restricted Securities de Emissores sujeitos aos reportes do Securities Exchange Act de 1934</b>	<p><u>Durante o <i>holding period</i> de 6 meses</u> — revendas sob a <i>Rule 144</i> vedadas.</p> <p><u>Após o <i>holding period</i> de 6 meses</u> — revenda permitida se cumpridos os requisitos da <i>Rule 144</i>, incluindo:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Obrigações de <i>disclosure</i>,</li> <li>• Limitações de volume,</li> <li>• Forma de venda, e</li> <li>• Entrega do <i>Form 144</i>.</li> </ul>	<p><u>Durante o <i>holding period</i> de 6 meses</u> — revendas sob a <i>Rule 144</i> vedadas.</p> <p><u>Após o <i>holding period</i> de 6 meses mas antes de 1 ano</u> — revendas públicas ilimitadas permitidas, observando-se as obrigações de <i>disclosure</i>.</p> <p><u>Após o <i>holding period</i> de 1 ano</u> — revendas públicas ilimitadas permitidas; nenhum requisito da <i>Rule 144</i> é aplicável.</p>
<b>Restricted Securities de Emissores não sujeitos aos reportes do Securities Exchange Act de 1934</b>	<p><u>Durante o <i>holding period</i> de 1 ano</u> — revendas sob a <i>Rule 144</i> vedadas.</p> <p><u>Após o <i>holding period</i> de 1 ano</u> — revenda permitida se cumpridos os requisitos da <i>Rule 144</i>, incluindo:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Obrigações de <i>disclosure</i>,</li> <li>• Limitações de volume,</li> <li>• Forma de venda, e</li> <li>• Entrega do <i>Form 144</i>.</li> </ul>	<p><u>Durante o <i>holding period</i> de 1 ano</u> — revendas sob a <i>Rule 144</i> vedadas.</p> <p><u>Após o <i>holding period</i> de 1 ano</u> — revendas públicas ilimitadas permitidas; nenhum requisito da <i>Rule 144</i> é aplicável.</p>

#### 8.1.4.7 “Section 4(1 ½)”

Uma hipótese não coberta pela *Rule 144* é a revenda privada de valores mobiliários adquiridos do emissor em uma transação “não-pública”<sup>287</sup>.

Como exposto, a *Section 4(1)* isenta de registro transações que não envolvam o emissor, um *underwriter* ou um *dealer*, enquanto a isenção da *Section 4(4)* se aplica a transações realizadas por *brokers*. A *Section 4(2)*, por sua vez, aplica-se a ofertas privadas realizadas pelo emissor.

<sup>287</sup> HAZEN, Thomas Lee. **Securities Regulation in a Nutshell**. 10<sup>th</sup> Ed. West, 2009. Edição digital (Kindle). p. 88.

Assim, se tomarmos a *Section 4* em sua literalidade, existe uma lacuna em relação a vendas de valores mobiliários em ofertas “não-públicas” realizadas por pessoa que não seja o emissor<sup>288</sup>.

No entanto, muitos entendem que os fundamentos por trás da *Section 4(2)* são suficientes para embasar referida isenção em uma transação secundária<sup>289</sup>.

Diante disso, ainda que tal isenção não esteja expressamente prevista na regulamentação, a SEC e os tribunais norte-americanos<sup>290</sup> têm admitido o que se convencionou chamar “*Section 4(1 ½)*”, assim conhecida por combinar elementos das *Sections 4(1)* e *4(2)*.

A construção interpretativa e jurisprudencial leva-nos a considerar como requisitos de uma isenção *Section 4(1 ½)*:

- (i) os destinatários da oferta devem ter acesso às mesmas informações que estariam disponíveis ao mercado se a oferta fosse devidamente registrada como oferta pública<sup>291</sup>;
- (ii) os destinatários devem ser suficientemente sofisticados para exigir e compreender a informação a eles disponível<sup>292</sup>; e
- (iii) não pode haver publicidade ou apelo ao público.

<sup>288</sup> Essa lacuna é bem exemplificada por Thomas Lee Hazen:

“Considere, por exemplo, uma distribuição privada feita pela Emissora S.A. em que S e B se qualificam como adquirentes pela *Section 4(2)*. Considere também que no momento da oferta S possui recursos financeiros, mas B não, e S adquire ações sob a isenção da *Section 4(2)*. Dois meses depois, S decide vender suas ações e descobre que B agora tem recursos suficientes disponíveis. Como o *holding period* de 1 ano ainda não terminou, S não pode se aproveitar do “porto seguro” (*safe harbor*) da *Section 4(1)*: a Rule 144. Além disso, S não está certo de que satisfaz os requisitos da *Section 4(1)*. Considerando que o emissor pretende divulgar informações a seu respeito a B, não haveria razão para exigir o registro da venda de S a B como única alternativa ao decurso do *holding period* de 1 ano da Rule 144.” (tradução nossa)

HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 227.

<sup>289</sup> HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 226-227.

<sup>290</sup> No caso *Ackerberg v. Johnson*, 892 F.2d 1328 (8th Cir. 1989), o Judiciário entendeu que a isenção da *Section 4(1 ½)* é a mera aplicação da *Section 4(1)* a transações que não envolvam o emissor, um *undertaker* ou um *dealer*. HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 228.

<sup>291</sup> Nesse sentido, ainda que o emissor não esteja envolvido na revenda, ele deve disponibilizar tais informações.

<sup>292</sup> Há quem entenda que a isenção é também aplicável se o adquirente for representado por pessoa com tal sofisticação, ainda que o adquirente não a possua. HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. p. 228-229.

Adicionalmente, se diversas “vendas 4 (1½)” forem realizadas em um determinado período, pode ficar caracterizada uma distribuição. Nessa hipótese, o vendedor pode ser considerado distribuidor, o que tornaria inaplicável a isenção.

#### 8.1.4.8 Rule 144A

A *Rule 144A* permite a revenda<sup>293</sup> de *restricted securities* a investidores institucionais.

A intenção da SEC ao instituir a *Rule* era possibilitar “um mercado de revenda institucional mais líquido e eficiente para valores mobiliários não registrados”<sup>294</sup>.

Na esteira da *Rule 144*, a *Rule 144A* não considera determinadas transações como distribuições de valores mobiliários, de forma que os respectivos vendedores não são considerados *underwriters* para fins de descaracterização da isenção<sup>295</sup>.

Em linhas gerais, esta isenção aplica-se a qualquer revenda a *qualified institutional buyers (QIBs)*, expressão que já definimos anteriormente.

Pode-se dizer que a 144A é basicamente uma *Section 4(1 ½)* para *QIBs*.<sup>296</sup>

Além das transações diretas entre *QIBs*, a regra admite a participação de *dealers*, seja como agentes de *QIBs* ou em seu próprio nome. Neste último caso, porém, o *dealer* deve possuir e investir de forma discricionária um total mínimo de

<sup>293</sup> *i.e.*, a venda por pessoa que não o emissor dos valores mobiliários.

<sup>294</sup> Conforme: SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 422. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

<sup>295</sup> Ainda que os valores mobiliários tenham sido adquiridos com clara intenção de revenda, a isenção da *Section 4(2)/Rule 506* não é descaracterizada. A *Preliminary Note 7* da *Rule* deixa isso claro. Como bem apontado por William K Sjostrom Jr., “na verdade, permitir que intermediários financeiros participem como *underwriters* em ofertas 144A é visto como uma característica chave da *Rule*.” SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 429. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012. (tradução nossa)

<sup>296</sup> Conforme: SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 423. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

US\$10.000.000,00 de valores mobiliários de emissores que não sejam a ele afiliados.

Não podem ser revendidos sob a égide da 144A valores mobiliários que, no momento de sua emissão, sejam da mesma classe de valores mobiliários admitidos a negociação em bolsa ou com quotação em sistema de comunicação entre *dealers*<sup>297</sup>.

Referida restrição, conhecida como requisito de “não-fungibilidade”, justifica-se pelo fato de que a existência de mercados paralelos – público e privado – para os mesmos ativos resultaria em redução de liquidez, precificação diversa e volatilidade<sup>298</sup>.

A revenda de *restricted securities* é mais custosa<sup>299</sup> do que a de *securities* comuns. Assim, o emissor – ou vendedor – vê-se obrigado a reduzir o preço para atrair investidores<sup>300</sup>. Além disso, é razoável que investidores esperem um desconto para compensar o fato de o emissor não estar sujeito a regras mais rígidas de *disclosure* (*Securities Exchange Act* de 1934) e governança (*Sarbanes-Oxley Act* de 2002). “Em linhas gerais, tais disposições foram criadas para proteger investidores. Como resultado, investidores precisarão ser compensados por abrirem mão de tal proteção”<sup>301</sup>.

Note que a condição de “não-fungibilidade” não constava da redação inicial proposta pela SEC. A Comissão, porém, acabou convencida do risco de redução de

<sup>297</sup> “They can, however, have been of the same class as securities quoted on the OTC Bulletin Board or the Pink Sheets, as neither of these markets is a national exchange or inter-dealer quotation system”.

SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 427. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

<sup>298</sup> Conforme: SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 427. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

<sup>299</sup> Em razão, por exemplo, da necessidade de observância (*compliance*) de normas mais rígidas ou de um *holding period* em determinados casos (ex.: revenda para investidores comuns).

<sup>300</sup> SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 420. Disponível <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

<sup>301</sup> SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 442. Disponível <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

liquidez dos ativos negociados, com o conseqüente impacto em sua precificação e volatilidade.

Para fins de verificação de fungibilidade, são consideradas da mesma classe – ou fungíveis –, por exemplo, (i) ações com características, direitos e privilégios substancialmente similares e (ii) títulos de dívida com condições como taxa de juros, vencimento, subordinação, conversibilidade ou outras condições materiais substancialmente similares<sup>302</sup>.

Além disso, valores mobiliários conversíveis são considerados como da mesma classe daqueles em que sejam conversíveis, a menos que tenham sido emitidos com prêmio de conversão mínimo de 10% (dez por cento). O mesmo se aplica a títulos e opções permutáveis em valores mobiliários listados, exceto se tal título ou opção tiver sido emitido há mais de 3 anos ou com prêmio de exercício mínimo de 10% (dez por cento).

Para fins de negociação sob a Rule 144A, a SEC tem a prerrogativa de desconsiderar outros valores mobiliários como da mesma classe daqueles listados.

No caso de *American Depositary Receipts* (ADRs) negociados em bolsa ou com quotação em sistema de comunicação entre *dealers*, por exemplo, a SEC já se manifestou no sentido de que ações subjacentes devem ser consideradas como publicamente negociadas e, assim, não podem ser revendidas sob a *Rule 144A*.<sup>303</sup>

A verificação da fungibilidade deve considerar a data de emissão dos valores mobiliários. Se, e.g., ações de uma companhia forem admitidas à negociação em bolsa após diversas dessas ações (ou ações da mesma classe) terem sido revendidas nos termos da *Rule 144A*, não há que se falar em fungibilidade impeditiva da isenção.

---

<sup>302</sup> Conforme: HARMETZ, Lloyd S. Harmetz; EVANS, Nilene R., (Morrison & Foerster LLP). Frequently Asked Questions about Rule 144A. 2012. 18 p. Disponível em: <<http://www.mofo.com/files/Uploads/Documents/FAQRule144A.pdf>>. Acesso em: 4 mai. 2012. p. 7-8.

<sup>303</sup> Conforme: HARMETZ, Lloyd S. Harmetz; EVANS, Nilene R., (Morrison & Foerster LLP). Frequently Asked Questions about Rule 144A. 2012. 18 p. Disponível em: <<http://www.mofo.com/files/Uploads/Documents/FAQRule144A.pdf>>. Acesso em: 4 mai. 2012. p. 9.

O requisito de “não-fungibilidade” dificulta a utilização da *Rule* por companhias abertas sediadas nos EUA, de forma que a maioria das transações realizadas sob a isenção da *Rule* 144A nos EUA envolve títulos de dívida<sup>304 305</sup>.

Isso não impede, porém, que empresas sediadas em outros países emitam valores mobiliários de participação (*equity*) nos EUA por meio da 144A sem que passem a estar sujeitas às regras de *disclosure* do *Securities Exchange Act* de 1934 ou às regras de governança e auditoria do *Sarbanes-Oxley Act* de 2002. Como evidência, William K Sjostrom Jr. menciona que

em 2006 mais dinheiro foi captado em ofertas de equity através da Rule 144A (US\$162 bilhões) do que no total combinado captado naquele ano em IPOs listadas na Bolsa de Nova York (NYSE), NASDAQ e *American Stock Exchange* (AMEX) (US\$154 bilhões).<sup>306</sup>

Também não podem ser objeto de revenda sob a Rule 144A valores mobiliários de *open-end investment company*, *unit investment trust* ou *face-amount certificate company* sujeita a registro nos termos do *Investment Company Act* de 1940.

Quanto à divulgação de informações, se o emissor dos *restricted securities* estiver sujeito às obrigações de *disclosure* do *Securities Exchange Act* de 1934, nenhuma informação adicional precisa ser disponibilizada. Caso contrário, o adquirente deve receber uma breve descrição do emissor e suas atividades, bem como determinadas informações financeiras<sup>307</sup>.

<sup>304</sup> “For most reporting U.S. issuers, the exclusion of fungible securities limits the Rule 144A market to debt securities.”

BLOOMENTHAL, Harold S. *apud* SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 411. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

<sup>305</sup> Conforme: SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 411. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

<sup>306</sup> SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 412. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

<sup>307</sup> Especificamente, “o balanço e demonstrativos de lucros e perdas e lucros retidos mais recentes do emissor, e demonstrações financeiras similares dos dois exercícios fiscais anteriores [...] (as demonstrações financeiras devem ser auditadas na medida razoavelmente disponível).” Rule 144A(d)(4)(i). (tradução nossa)

Joseph W. Bartlett critica a parte final do texto, referente à auditoria das demonstrações financeiras. Na opinião do autor, “demonstrações auditadas estão ou não disponíveis”, não havendo espaço para

Com a edição da *Rule 144A*, foi criado, com aprovação da SEC, um sistema de comunicação eletrônica para o mercado secundário de *restricted securities*. Conhecido como PORTAL (*Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages*)<sup>308</sup>, que criou um mercado ativo de tais valores mobiliários<sup>309</sup>.

Diferentemente do que ocorre na *Rule 144*, não há *holding period* na *Rule 144A*.

Assim sendo, a venda para *QIBs* pode ser feita imediatamente, o que aumenta a liquidez dos valores mobiliários em questão<sup>310</sup>.

Como a 144A destina-se a *qualified institutional buyers*, os valores mobiliários adquiridos em uma transação 144A só podem ser revendidos a investidores comuns após o decurso do *holding period* previsto na *Rule 144* – seis meses ou um ano, conforme o caso<sup>311</sup>.

Importante mencionar que o vendedor dos valores mobiliários deve tomar medidas para garantir que o adquirente saiba que a transação está sendo realizada sob a isenção da *Rule 144A*, não sendo, assim, objeto de registro na SEC. Assim, o

“razoabilidade”. Ele presume – socorrendo-se da *Regulation D, Rule 502(b)(2)(B)* – que as demonstrações devem ser auditadas.

BARTLETT, Joseph W. *Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*, Volume 2. 2<sup>nd</sup> ed. Aspen Publishers (John Wiley & Sons), 2005. p. 225.

<sup>308</sup> Em tradução direta, “Ofertas Privadas, Revendas e Negociação através de Conexões Automatizadas”.

<sup>309</sup> Segundo Miguel Lawson, “um pedido para incluir um valor mobiliário no sistema do PORTAL pode ser feito sem a autorização da emissora, porque o intuito do PORTAL é facilitar a negociação de valores mobiliários não registrados independentemente da aprovação da emissora”. (*in* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 184.).

Nada mais razoável, considerando que os vendedores secundários não poderiam ficar à mercê da emissora.

<sup>310</sup> “... a *Rule 144A* aumenta a liquidez de valores mobiliários restritos passíveis de revenda sob a *Rule* por reduzir o atraso de negociação e os custos de *compliance*”.

SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). *UCLA Law Review*, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 422. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012. (tradução nossa)

<sup>311</sup> Conforme: SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). *UCLA Law Review*, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 430. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

adquirente terá ciência de que os valores mobiliários adquiridos estão sujeitos a condições restritas de negociação<sup>312 313</sup>.

A 144A costuma ser utilizada<sup>314</sup>:

- (i) nas ofertas de títulos de dívidas por companhias de capital aberto;
- (ii) nas ofertas de emissores não domiciliados nos EUA que não queiram se sujeitar às obrigações locais de reporte de informações; e
- (iii) nas ofertas de valores mobiliários de participação (*equity*) de emissores de capital fechado.

#### 8.1.4.9 Section 28 do Securities Act de 1933

Por fim, devemos citar a *Section 28* do *Securities Act* de 1933, que concede à SEC poder geral de isenção<sup>315</sup> para

mediante estabelecimento de normas<sup>316</sup>, condicionalmente ou incondicionalmente isentar qualquer pessoa, valor mobiliário ou transação, ou qualquer classe de pessoas, valores mobiliários ou transações de qualquer disposição [do *Act* de 1933] ou de qualquer norma emitida de acordo com [o *Act* de 1933] na medida em que tal isenção seja necessária ou apropriada ao interesse público e seja consistente com a proteção dos investidores.

Tal outorga é análoga àquela concedida pela Lei 6.385/76 à CVM<sup>317</sup>.

<sup>312</sup> O que, via de regra, reduz sua liquidez.

<sup>313</sup> Notem que a Instrução CVM nº 476 instituiu obrigação análoga de comunicação, exigindo declaração expressa do adquirente de valores mobiliários ofertados com esforços restritos.

<sup>314</sup> Conforme: HARMETZ, Lloyd S. Harmetz; EVANS, Nilene R., (Morrison & Foerster LLP). Frequently Asked Questions about Rule 144A. 2012. 18 p. Disponível em: <<http://www.mofo.com/files/Uploads/Documents/FAQRule144A.pdf>>. Acesso em: 4 mai. 2012. p. 1-2.

<sup>315</sup> *General Exemptive Authority*, no texto original.

<sup>316</sup> No original, “*by rule or regulation*”. Isso significa que tal isenção deve ser concedida mediante a edição de norma administrativa específica (de acordo com o *Administrative Procedure Act*). Em outras palavras, não pode a SEC, sob a égide da *Section 28*, conceder uma isenção mediante mera ordem ou despacho. A *Section 36* do *Securities Exchange Act* de 1934 contém uma outorga similar que permite que a isenção seja concedida por ordem (*order*) da SEC, sem necessidade de edição de norma.

<sup>317</sup> “Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

(...)

§ 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

#### 8.1.4.10 Outras isenções / dispensas e considerações finais

Existem outras hipóteses – federais e estaduais – de isenção ou dispensa de registro na regulamentação estadunidense.

É o caso, por exemplo, da *Regulation S*, que dispensa de registro as ofertas de valores mobiliários realizadas fora dos Estados Unidos tanto por emissores estadunidenses quanto sediados em outras jurisdições<sup>318</sup>.

Como mencionamos, porém, não era nossa pretensão esmiuçar de forma aprofundada toda a legislação e regulamentação estadunidenses relativas às ofertas de valores mobiliários.

Creemos que as características até aqui descritas são suficientes para embasar um posicionamento acerca da aplicabilidade das ofertas públicas com esforços restritos a ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis no Brasil.

Peculiaridades à parte, verificamos que as hipóteses de dispensa ou isenção de registro de oferta nos EUA têm como fundamento principal a sofisticação do público alvo.

A característica do público alvo norteia o estabelecimento dos principais critérios, a saber:

- (i) nível de *disclosure*<sup>319</sup>;
- (ii) restrição a publicidade e apelo ao público em geral; e

---

I - 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;

(...)"  
<sup>318</sup> CHERTOK, Seth et al. (Morrison & Foerster LLP). Considerations for Foreign Banks Financing in the US, International Financial Law Review (IFLR). Disponível em: <<http://www.mofo.com/files/Uploads/Images/Considerations-for-Foreign-Banks-Financing-in-the-US-2012.pdf>>. Acesso em: 4 mai. 2012. p. 11.

<sup>319</sup> investidores mais sofisticados necessitam de um nível menos detalhado de informações e podem, via de regra, assumir riscos maiores.

(iii) restrições temporais de revenda (*holding period*)<sup>320</sup>.

As regras de registro de oferta nos EUA, assim como no Brasil, têm por objetivo proteger investidores e o mercado em geral. Assim, como tivemos oportunidade de ver, não faz sentido que o Estado despenda esforços e recursos em casos em que referida proteção não se faz necessária. Em linhas gerais, e tomando de empréstimo as palavras de William K. Sjostrom Jr.,

O núcleo do *Securities Act* encontra-se na *Section 5*, que considera ilegal uma pessoa oferecer e vender um valor mobiliário se a transação não tiver sido registrada na SEC. O Congresso [dos EUA] reconheceu, porém, que é ineficiente exigir o registro de ofertas de valores mobiliários “quando não há necessidade prática para a aplicação [do *Securities Act*] ou quando os benefícios públicos são muito remotos”<sup>321</sup>.

### 8.1.5 Aplicabilidade a ações?

As regras estadunidenses de dispensa de registro de oferta e de negociação secundária de valores adquiridos em ofertas não registradas aplicam-se aos valores mobiliários em geral<sup>322</sup>, incluindo ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis<sup>323</sup>.

Essa abrangência foi mencionada por alguns dos participantes da Audiência Pública que resultou na edição da Instrução CVM 476 como argumento favorável à inclusão de tais valores mobiliários na nova regulamentação brasileira.

## 8.2 Outras jurisdições

Dedicamos parte significativa deste trabalho a uma análise geral da regulamentação estadunidense, o que se justifica pelo fato de aquele mercado de

<sup>320</sup> O *holding period* impede que os valores mobiliários sejam rapidamente transferidos a outros investidores que não aqueles previstos na regra de isenção ou dispensa.

<sup>321</sup> SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. p. 413-414. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012. (tradução nossa).

<sup>322</sup> *Securities*.

<sup>323</sup> Ainda que, por exemplo, o requisito de “não-fungibilidade” da *Rule 144A* dificulte sua utilização por companhias abertas, a isenção permanece aplicável à revenda de ações (e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis) “não-fungíveis”.

capitais ser um dos mais movimentados do mundo e, principalmente, pela influência dessa regulamentação nos demais países, notadamente no Brasil.

Dito isso, gostaríamos de passar, ainda que brevemente, por outras jurisdições.

### 8.1.1 Canadá

Cabem, primeiramente, algumas considerações sobre o poder regulatório – no tocante ao mercado de capitais – no Canadá.

Não há uma regulamentação federal ou um órgão regulador canadense com competência nacional<sup>324</sup>. A competência para o mercado de capitais compete a cada uma de suas dez províncias<sup>325</sup> e três territórios<sup>326</sup>.

Não obstante, a fim de, na medida do possível, harmonizar a regulamentação canadense aplicável ao mercado de capitais, os reguladores locais atuam de forma cooperativa através de uma associação chamada *Canadian Securities Administrators* (CSA).

Nas palavras da própria organização, a CSA

é uma organização “guarda-chuva” voluntária dos reguladores de valores mobiliários das províncias e territórios canadenses cujo objetivo é aprimorar, coordenar e harmonizar a regulação dos mercados de capitais canadenses.<sup>327</sup>

Como resultado de seus esforços de harmonização, a CSA compila as regulamentações provinciais e territoriais nos chamados *National Instruments*.

<sup>324</sup> Há discussões em andamento para a criação de uma comissão federal, mas em dezembro de 2011 a Suprema Corte do Canadá considerou inconstitucional a proposta de um *Securities Act* federal. (Disponível em: <<http://scc.lexum.org/en/2011/2011scc66/2011scc66.html>>. Acesso em: 7 mai. 2012.)

<sup>325</sup> Ontario, Quebec, Nova Scotia, New Brunswick, Manitoba, Columbia Britânica, Prince Edward Island, Saskatchewan, Alberta e Newfoundland and Labrador.

<sup>326</sup> Northwest Territories, Yukon e Nunavut.

<sup>327</sup> Disponível em: <<http://www.securities-administrators.ca/aboutcsa.aspx?id=45>>. Acesso em: 7 mai. 2012.

Interessa-nos aqui o *National Instrument 45-106: Prospectus and Registration Exemptions* (NI 45-106)<sup>328</sup>, que consolida, ainda que de forma não-oficial, as hipóteses de isenção e dispensa de prospecto.

Tomemos como exemplo a regulamentação específica da Colúmbia Britânica. Nos termos da *Section 61* do *Securities Act* da referida província<sup>329</sup>, as distribuições de valores mobiliários no Canadá não podem ser realizadas sem que prospectos (preliminar e definitivo) tenham sido elaborados na forma prevista e submetidos à *British Columbia Securities Commission*, a menos que haja uma isenção aplicável.

Em linhas gerais<sup>330</sup>, de acordo com o NI 45-106, a apresentação de prospecto está dispensada nos seguintes casos, entre outros:

- (i) distribuição de valores mobiliários exclusivamente a *accredited investors*<sup>331 332</sup>,
- (ii) emissão privada de valores mobiliários, assim considerada aquela destinada exclusivamente a determinadas pessoas, tais como<sup>333 334</sup>:
  - a. administradores, empregados ou controladores do emissor ou de afiliado do emissor;
  - b. sócios, amigos pessoais próximos ou parentes até determinado grau das pessoas listadas na alínea (a) acima<sup>335</sup>;

<sup>328</sup> Disponível em:

<[http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws\\_new/document/ID/freeside/33\\_227\\_2009#section1.5](http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws_new/document/ID/freeside/33_227_2009#section1.5)>.

Acesso em: 7 mai. 2012.

<sup>329</sup> Disponível em:

<[http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws\\_new/document/ID/freeside/00\\_96418\\_01#section1](http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws_new/document/ID/freeside/00_96418_01#section1)>.

Acesso em: 7 mai. 2012.

<sup>330</sup> Exceções podem se aplicar a determinadas províncias e territórios.

<sup>331</sup> *Section 2.3* do NI 45-106.

<sup>332</sup> A definição canadense de *accredited investor* tem por base critérios análogos aos utilizados pela legislação dos EUA e do Brasil. São *accredited investors*, no Canadá, investidores institucionais e pessoas com patrimônio e/ou *expertise* suficientes para dispensar uma maior proteção estatal. Há ainda, o conceito de *eligible investor*, que parte dos mesmos princípios (patrimônio e conhecimento), mas com requisitos patrimoniais menores. Todo *accredited investor* é um *eligible investor*, mas a recíproca não é verdadeira. Ambos os conceitos estão definidos na *Section 1.1* do NI 45-106.

<sup>333</sup> *Section 2.4 (2)* do NI 45-106.

<sup>334</sup> A lista é mais extensa, mas o princípio norteador é o mesmo: pessoas cuja proximidade com o emissor ou vendedor lhes permite ter acesso a informações suficientes para uma decisão informada de investimento.

<sup>335</sup> As *Sections 2.5, 2.6 e 2.7* também preveem isenções no caso de ofertas destinadas a amigos, familiares, sócios e controladores.

- c. *accredited investors*<sup>336</sup>;
  - d. qualquer pessoa que não o público em geral<sup>337</sup>.
- (iii) distribuição de valores mobiliários exclusivamente a afiliados do emissor<sup>338</sup>; e
  - (iv) distribuição de valores mobiliários com valor unitário mínimo de C\$150.000,00 (cento e cinquenta mil dólares canadenses) pagos em espécie no momento da distribuição<sup>339</sup>.

Além das dispensas acima mencionadas, algumas províncias e territórios permitem que o prospecto seja substituído por um memorando de oferta (*offering memorandum*), documento com nível de *disclosure* significativamente menor, se determinadas condições forem observadas<sup>340 341</sup>.

Mais uma vez, optou-se por dispensar – total ou parcialmente – do controle estatal as distribuições de valores mobiliários a investidores capazes de “*fend for themselves*”.

### 8.1.2 União Europeia

Em 2003, o Parlamento Europeu e o Conselho da União Europeia promulgaram a Diretiva 2003/71/EC<sup>342</sup>, que trata da publicação de prospecto em ofertas públicas de valores mobiliários ou em sua admissão à negociação pública.

<sup>336</sup> Já previsto na isenção da *Section 2.3*.

<sup>337</sup> No original, “*a person that is not the public*”. *Section 2.4 (2) (I)* do NI 45-106.

<sup>338</sup> *Section 2.8* do NI 45-106.

<sup>339</sup> *Section 2.10* do NI 45-106.

<sup>340</sup> *Section 2.9* do NI 45-106.

<sup>341</sup> A lista de condições é extensa e varia entre as províncias e territórios. Como exemplo, citamos a assinatura de um termo de ciência de risco e a exigência de que o investidor seja um *eligible investor* (vide nota 332 *supra*) e que o custo total por investidor não exceda C\$10.000,00 (dez mil dólares canadenses). Curiosa a opção de limitar o montante máximo do investimento e, conseqüentemente, a potencial perda do investidor.

<sup>342</sup> Disponível em:

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2003L0071:20080320:EN:PDF>>. Acesso em: 7 mai. 2012.

Como esperado, a intenção da chamada *Prospectus Directive* é “garantir a proteção do investidor e a eficiência do mercado”<sup>343</sup>.

A Diretiva traça um quadro regulamentar a ser implementado individualmente pelos Estados-membros da União Europeia, permitindo que cada um imponha restrições e requisitos adicionais aos emissores de valores mobiliários. Esclareça-se desde logo que limitaremos nossa análise a essas diretrizes gerais, sem adentrarmos a regulamentação específica de cada jurisdição europeia. O que nos importa aqui são os princípios gerais que regem eventuais dispensas de obrigações regulamentares – no caso, *disclosure* de informações – no Velho Continente.

O Considerando (16) da Diretiva já deixa claro os parâmetros de tais dispensas:

(16) Um dos objetivos desta Diretiva é proteger investidores. É, portanto, apropriado considerar as diferentes necessidades para a proteção das várias categorias de investidores e seu nível de *expertise*. O *disclosure* fornecido pelo prospecto não é necessário para ofertas limitadas a investidores qualificados. Por outro lado, qualquer revenda ao público ou negociação pública por meio da admissão à negociação em um mercado regulado exige a publicação de um prospecto.<sup>344</sup>

Em linhas gerais, nenhum Estado-membro pode permitir uma oferta pública de valores mobiliários sem a publicação de um prospecto<sup>345</sup>, o mesmo se aplicando quando da admissão de valores mobiliários à negociação em mercado regulado<sup>346</sup>. Todavia, de acordo com a *Prospectus Directive*, os Estados-membros devem dispensar a publicação de prospecto em determinadas hipóteses, como, por exemplo:

- (i) oferta de valores mobiliários destinada exclusivamente a investidores qualificados<sup>347</sup>;

<sup>343</sup> Considerando (10). p. 3.

<sup>344</sup> Tradução nossa.

<sup>345</sup> *Prospectus Directive*, Artigo 1, Parágrafo 2, (h).

<sup>346</sup> *Prospectus Directive*, Artigo 3, Parágrafo 3.

<sup>347</sup> *Prospectus Directive*, Artigo 3, Parágrafo 2, (a).

- (ii) oferta de valores mobiliários destinada a menos de 150 (cento e cinquenta)<sup>348</sup> pessoas físicas ou jurídicas por Estado-membro que não sejam investidores qualificados<sup>349 350</sup>;
- (iii) oferta de valores mobiliários destinada a investidores que adquiram valores mobiliários no valor mínimo de €100.000,00 (cem mil Euros)<sup>351</sup> por investidor<sup>352</sup>;
- (iv) oferta de valores mobiliários cujo valor unitário seja no mínimo €100.000,00 (cem mil Euros)<sup>353 354</sup>; e
- (v) oferta de valores mobiliários em montante total inferior a €100.000,00 (cem mil Euros) em um período de 12 (doze) meses<sup>355</sup>.

A revenda de valores mobiliários adquiridos em uma oferta isenta deve ser considerada uma oferta independente para fins de obrigatoriedade ou dispensa de apresentação de prospecto. Ainda que não haja isenção aplicável, pode ser utilizado, se houver, prospecto válido disponibilizado em oferta anterior daqueles mesmos valores mobiliários, desde que o emissor ou pessoa que tenha elaborado tal prospecto autorize expressamente<sup>356</sup>.

A Diretiva dispensa da publicação de prospecto admissão em mercados regulados de determinados valores mobiliários, tais como:

---

<sup>348</sup> Limite a ser obrigatoriamente adotado pelos Estados-membros a partir de 1º de julho de 2012, nos termos da Diretiva 2010/73/EU, de 24 de novembro de 2010. Na data de elaboração deste trabalho, o limite era de 100 (cem) pessoas físicas ou jurídicas.

<sup>349</sup> Não há limite numérico para investidores qualificados que podem participar desta oferta.

<sup>350</sup> *Prospectus Directive*, Artigo 3, Parágrafo 2, (b).

<sup>351</sup> Valor a ser obrigatoriamente adotado pelos Estados-membros a partir de 1º de julho de 2012, nos termos da Diretiva 2010/73/EU, de 24 de novembro de 2010. Na data de elaboração deste trabalho, o valor era €50.000,00 (cinquenta mil Euros).

<sup>352</sup> *Prospectus Directive*, Artigo 3, Parágrafo 2, (c).

<sup>353</sup> Valor a ser obrigatoriamente adotado pelos Estados-membros a partir de 1º de julho de 2012, nos termos da Diretiva 2010/73/EU, de 24 de novembro de 2010. Na data de elaboração deste trabalho, o valor era €50.000,00 (cinquenta mil Euros).

<sup>354</sup> *Prospectus Directive*, Artigo 3, Parágrafo 2, (d).

<sup>355</sup> *Prospectus Directive*, Artigo 3, Parágrafo 2, (e).

<sup>356</sup> Conforme Diretiva 2010/73/EU, de 24 de novembro de 2010, a ser obrigatoriamente observada pelos Estados-membros a partir de 1º de julho de 2012.

- (i) ações que representem, em um período de 12 (doze) meses, menos de 10% (dez por cento) do total de ações de mesma classe já admitidas à negociação naquele mercado<sup>357</sup>; e
- (ii) valores mobiliários já admitidos à negociação em outro mercado regulado, observadas determinadas condições<sup>358 359</sup>.

Identificamos, portanto, critérios análogos aos utilizados pelas regulamentações analisadas anteriormente para dispensar de obrigações regulatórias – registro de oferta ou publicação de prospecto, conforme o caso – determinadas transações envolvendo valores mobiliários.

---

<sup>357</sup> *Prospectus Directive*, Artigo 4, Parágrafo 2, (a).

<sup>358</sup> *Prospectus Directive*, Artigo 4, Parágrafo 2, (h).

<sup>359</sup> Como exemplo dessas condições, tais valores mobiliários, ou valores mobiliários de mesma classe, devem ter sido admitidos à negociação nesse outro mercado há mais de 18 meses. (*Prospectus Directive*, Artigo 4, Parágrafo 2, (h), (i).)

## **9 A NOSSA POSIÇÃO: APLICABILIDADE DAS OFERTAS COM ESFORÇOS RESTRITOS A AÇÕES (E VALORES MOBILIÁRIOS NELAS CONVERSÍVEIS OU PERMUTÁVEIS)**

### **9.1 Possibilidade?**

Respaldados pelo exposto anteriormente, somos da opinião de que ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações poderiam ter sido incluídos na redação original da Instrução CVM 476.

Como demonstra o Relatório de Análise SDM da referida Audiência Pública<sup>360</sup>, não estamos sós em nossa posição.

Diferentemente de alguns participantes da Audiência, entretanto, entendemos que não bastaria a inclusão desses valores mobiliários no rol do §1º do art. 1º da Instrução.

Algumas alterações, como veremos, seriam necessárias.

Antes de prosseguirmos, esclarecemos que nossos comentários daqui em diante relativos a ações devem ser considerados como envolvendo quaisquer valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, a menos que sejamos expressos em segregar tais modalidades.

### **9.2 Desafios**

#### **9.2.1 Acionistas anteriores: direito de preferência**

Como vimos, a CVM<sup>361</sup> afirmou que a permissão regulamentar para distribuir ações com esforços restritos

exigiria estudos e debates adicionais, sobretudo a respeito de questões complexas, tal como a possibilidade de exclusão do direito

---

<sup>360</sup> E, mais detalhadamente, o inteiro teor do Processo CVM nº RJ-2008-7978.

<sup>361</sup> Mais precisamente, a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM).

de preferência dos acionistas em ofertas públicas destinadas a um número pequeno de investidores<sup>362</sup>.

Dessa forma, a própria autarquia já nos coloca o primeiro obstáculo:

O que fazer com o direito de preferência dos acionistas já existentes?

Desde logo devemos descartar a exclusão desse direito, tendo em vista ser ele assegurado pelo *caput* do art. 171 da Lei 6.404/76<sup>363 364</sup>.

O art. 172 da Lei estabelece algumas hipóteses em que o direito de preferência pode ser excluído<sup>365</sup>, mas nenhuma delas se aplica ao nosso caso.

Dessa forma, a menos que a Lei 6.404/76 passe a permitir a exclusão desse direito nessa hipótese, a desconsideração do direito de preferência de acionistas existentes em uma oferta de ações com esforços restritos seria ilegal.

Considerando, então, que o direito de preferência dos acionistas anteriores deve ser respeitado, o que fazer?

Em nosso entendimento, não temos aqui um verdadeiro problema.

Se a regulamentação das ofertas de valores mobiliários gira em torno da proteção ao investidor e essa proteção, por sua vez, orbita o binômio *disclosure-*

<sup>362</sup> Cujas atribuições incluem:

“- elaborar estudos, projetos e normas, orientados para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários;” e

“- atuar, em conjunto com as outras áreas, na revisão e ajuste dos atos normativos da Comissão de Valores Mobiliários, adequando-os às necessidades do mercado;”

(<http://www.cvm.gov.br> > A CVM > Organizações/Competências. Acesso em 30 abr. 2012.

<sup>363</sup> “Art. 171. Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.”

<sup>364</sup> Os §§ do art. 171 dispõem sobre a proporção do direito de preferência, prazo de exercício, cessão, etc. Tais aspectos não são relevantes para nós.

<sup>365</sup> “Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante:

I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou

II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263.

Parágrafo único. O estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais.”

sofisticação do investidor, não vemos motivo para excluir do público-alvo de uma oferta de ações com esforços restritos todos os acionistas já existentes, independentemente de sua “sofisticação”.

Explicamos.

A restrição a investidores qualificados – ou “superqualificados” – prevista na Instrução tem por objetivo evitar que investidores comuns realizem um investimento que não tenha passado pelo crivo da CVM e sobre o qual pode não haver informações disponíveis consideradas necessárias a uma decisão informada. Tal postura está plenamente de acordo com os princípios de proteção ao investidor e ao fomento de um mercado dito eficiente.

No caso em tela, porém, estamos falando de investidores que já são acionistas da companhia e, qualificados ou não<sup>366</sup>, já estão sujeitos a todos e quaisquer riscos inerentes àquele investimento. Mais do que isso, por já serem acionistas, já vêm acompanhando – ou deveriam acompanhar, na medida dos direitos assegurados pela legislação societária – o desempenho do negócio.

A nosso ver, enfim, não faz sentido vedar que acionistas já existentes adquiram ações da companhia em uma oferta com esforços restritos, especialmente se tais ações forem da mesma classe das ações por eles já detidas.

Deveriam, então, tais acionistas serem considerados para cálculo do limite numérico previsto no art. 3º da Instrução<sup>367</sup>?

Entendemos que não.

Nos Estados Unidos da América, nas ofertas isentas de registro nos termos das *Rules 505 e 506*, os valores mobiliários podem ser adquiridas por qualquer número de *accredited investors* e por até 35 (trinta e cinco) investidores comuns.

---

<sup>366</sup> Conforme a definição regulamentar.

<sup>367</sup> Relembrando: procura de até 50 (cinquenta) investidores qualificados; e subscrição por até 20 (vinte) deles.

Nada impede que a Instrução CVM 476 contenha disposição similar limitando a oferta, no caso de ações, a:

- (i) qualquer número de acionistas anteriores, qualificados ou não; e
- (ii) um número determinado de outros investidores<sup>368</sup>, estes sim qualificados.

Lembramos que no curso da Audiência Pública, a BM&FBOVESPA propôs o que agora propomos: que os antigos acionistas tenham prioridade na subscrição das novas ações (ou debêntures) e que tais acionistas não sejam computados no limite numérico de investidores procurados ou subscritores da nova oferta<sup>369</sup>.

Vemos necessidade, portanto, do estabelecimento de uma exceção ao limite numérico de investidores.

Não nos esqueçamos, afinal, que a própria Instrução já estabelece uma exceção ao limite quantitativo no parágrafo único do próprio art. 3º, ao permitir que “fundos de investimento cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor” sejam considerados um único investidor.

### **9.2.2 Abertura de capital anterior: o problema dos mercados paralelos e da liquidez**

Vimos que durante a Audiência Pública que resultou na edição da Instrução CVM 476, uma das questões levantadas pelo escritório Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados foi justamente se

as companhias abertas que já tivessem suas ações negociadas no mercado poderiam fazer uma oferta específica para os investidores qualificados utilizando-se [daquela] nova norma.<sup>370</sup>

Como demonstraremos, é um ponto muito pertinente.

---

<sup>368</sup> Poderia ser mantido o limite atual. Há quem tenha defendido, durante a Audiência Pública, a exclusão de limites quantitativos considerando o caráter qualificado do público alvo. Não entraremos nesta celeuma aqui.

<sup>369</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 80.

<sup>370</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 58-A.

Ao analisarmos a regulamentação dos EUA, tivemos a oportunidade de traçar algumas linhas sobre o problema decorrente da negociação paralela de um determinado valor mobiliário<sup>371</sup> em mais de um mercado, especialmente se um desses mercados impuser alguma restrição ou custo adicional.

Em uma breve recapitulação, a negociação paralela resulta na redução de liquidez e precificação diversa dos valores mobiliários em razão de custos – não necessariamente financeiros – impostos por um dos ambientes de negociação.

De fato, se, por exemplo, o valor mobiliário adquirido em determinado mercado estiver sujeito a um *holding period* para sua revenda e/ou só puder ser revendido a uma classe específica de investidores, o que levaria um investidor a adquiri-lo se esse mesmo valor mobiliário<sup>372</sup> pudesse ser adquirido em um mercado que não impusesse tais restrições?

A resposta é simples: preço.

No exemplo dado, a aquisição do *restricted security*, para usarmos a expressão norte-americana, só se justificaria se seu preço tivesse um desconto – se comparado ao valor mobiliário *unrestricted* – suficiente para compensar tais restrições.

É justamente essa diversidade de preço que impactaria a liquidez dos valores mobiliários negociados em mercados com características distintas.

E é justamente esse problema que o regulador deve enfrentar ao considerar a possibilidade de ofertas com esforços restritos de valores mobiliários já anteriormente admitidos em negociação em mercados, digamos, mais livres, vale dizer, sem amarras temporais de revenda e/ou restrições quanto à natureza dos investidores alvos.

---

<sup>371</sup> Ou valor mobiliário substancialmente similar.

<sup>372</sup> Ou valor mobiliário substancialmente similar.

O impasse reside não apenas na oferta restrita em si, mas também – talvez principalmente – na revenda desses ativos restritos.

O problema foi identificado por alguns dos participantes da Audiência Pública, notadamente pela Rio Bravo Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.<sup>373</sup> e pelo escritório Lobo & de Rizzo Advogados<sup>374</sup>, que mencionou a necessidade de regular essa negociação paralela.

Apelemos novamente à regulamentação estadunidense.

Para lidar com a questão da negociação paralela, poderia a CVM inspirar-se no requisito de “não-fungibilidade” previsto na *Rule 144A*<sup>375</sup>.

Nesse sentido, a Instrução poderia, nos mesmos moldes, restringir as ofertas com esforços restritos exclusivamente a ações que, no momento de sua emissão, sejam de “classe” distinta de ações já anteriormente admitidas à negociação em bolsa ou mercado regulamentado.

Por “classe” referimo-nos não ao conceito de “classe de ações” previstos na Lei 6.404/76<sup>376</sup>, mas a algo mais amplo, que abranja quaisquer valores mobiliários com características, direitos e privilégios substancialmente similares. São, em outras palavras, valores mobiliários “fungíveis” entre si.

Ainda na esteira da *Rule 144A*, para fins de inclusão em uma mesma “classe”, valores mobiliários conversíveis ou permutáveis deveriam ser considerados como da mesma “classe” daqueles em que sejam conversíveis ou permutáveis<sup>377</sup>.

---

<sup>373</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 64-65.

<sup>374</sup> Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 212.

<sup>375</sup> Vide 8.1.4.

<sup>376</sup> “Art. 16. As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de:

I - conversibilidade em ações preferenciais;

II - exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou

III - direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.”

<sup>377</sup> A legislação dos EUA excepciona desta regra, considerando-os “infungíveis”, os valores mobiliários emitidos com prêmio de conversão ou exercício de pelo menos 10% (dez por cento) ou, ainda, emitidos há mais de 3 (três) anos. São, a nosso ver, questões a ser consideradas aqui.

Assim como nos EUA, a CVM poderia reservar-se o direito de estabelecer outros critérios de verificação de “fungibilidade”.

É verdade que a exigência de não-fungibilidade impediria a realização de operações de *follow-on*<sup>378</sup> por companhias abertas por meio de ofertas com esforços restritos<sup>379</sup>. No entanto, entendemos que essa limitação seria menos prejudicial ao mercado como um todo do que o impacto na liquidez dos ativos causada pela negociação paralela em mercados diversos.

Além disso, podemos encarar as ofertas com esforços restritos de ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis como um mecanismo de ingresso – uma porta de entrada, por assim dizer – no mercado para companhias de capital fechado ainda não preparadas<sup>380</sup> para – ou sem interesse em – uma abertura de capital.

Sob essa perspectiva, limitar a aplicabilidade da Instrução no caso das companhias abertas<sup>381</sup> não nos parece insensato.

Vemos, assim, duas alternativas antagônicas a serem tomadas pelo regulador: exigir a não-fungibilidade em prol da liquidez ou sacrificar a liquidez em prol do alcance da norma.

Somos favoráveis à primeira<sup>382</sup>.

---

<sup>378</sup> Vale dizer, novas ofertas públicas de ações de companhia com ações já publicamente negociadas.

<sup>379</sup> A possibilidade de tais operações foi um dos argumentos levantados pelos advogados da sociedade Machado, Meyer, Sendacz e Opice na Audiência Pública como motivo para permitir ofertas restritas de ações e valores nelas conversíveis/permutáveis. Conforme: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 198.

<sup>380</sup> Relembrando as palavras da Associação Brasileira de Bancos Internacionais (ABBI) na Audiência Pública, a oferta com esforços restritos seria “um estágio intermediário em que uma sociedade por ações fechada se familiarize com o ambiente de governança corporativa e inicie seu relacionamento com a comunidade de investidores”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 227.

<sup>381</sup> Que só poderiam ofertar com esforços restritos valores mobiliários significativamente diversos daqueles já negociados no mercado.

<sup>382</sup> Como se pode verificar na minuta sugerida de Instrução integrante do Apêndice.

De qualquer forma, a existência de alternativas diversas com vantagens e desvantagens específicas não deve justificar a vedação total e irrestrita das ofertas com esforços restritos de ações e ativos nelas conversíveis ou permutáveis.

Cabe à CVM considerar as vantagens e desvantagens de cada opção.

Não podemos deixar de mencionar uma terceira alternativa, que podemos considerar intermediária, proposta pela Rio Bravo Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. na Audiência Pública. Para aquela instituição, companhias abertas deveriam ser autorizadas a ofertar com esforços restritos ações e valores nelas conversíveis/permutáveis. Tais ofertas, porém, deveriam ser limitadas “a determinada parcela do capital social” da companhia<sup>383</sup>.

De fato, essa medida permitiria ofertas *follow-on* por companhias abertas e, ao mesmo tempo, limitaria – mas não eliminaria – o impacto na liquidez, uma vez que a negociação paralela abrangeria uma quantidade restrita de valores mobiliários.

A proposta merece aplauso, mas vemos pouca aplicabilidade prática. Isso porque, a nosso ver, o problema de liquidez só seria satisfatoriamente mitigado se o limite quantitativo de valores mobiliários ofertáveis com esforços restritos fosse significativamente rígido, o que reduziria sua atratividade<sup>384</sup>.

O que, em nossa opinião, inviabiliza essa proposta é o controle desse limite.

A alternativa só faria sentido se o limite quantitativo fosse aplicável a todas as ofertas com esforços restritos feitas pela companhia. Afinal, se o limite fosse considerado para cada oferta isoladamente, a companhia poderia fazer diversas ofertas dessa natureza<sup>385</sup> e, após determinado período, ter *restricted securities* em

---

<sup>383</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 65.

<sup>384</sup> Não que seja nossa pretensão, em um trabalho de cunho jurídico, entrar no mérito da atratividade do investimento.

<sup>385</sup> Respeitado, obviamente, o prazo de quatro meses entre ofertas restritas de um mesmo emissor, nos termos do art. 9º da Instrução CVM nº 476.

circulação em quantidade suficiente – em relação aos valores mobiliários sem restrições – para impactar sua liquidez.

Seria possível "carimbar" tais valores mobiliários restritos para viabilizar um controle quantitativo das ofertas em conjunto, mas o processo de marcação e, eventualmente, liberação desses ativos para revenda ao público em geral<sup>386</sup> parece-nos complexo.

Ainda assim, é uma terceira via a ser analisada pela CVM.

Reiteramos, entretanto, nossa posição favorável ao estabelecimento da regra de não-fungibilidade, de forma que companhias de capital aberto só possam ofertar com esforços restritos valores mobiliários significativamente diversos daqueles já negociados no mercado entre investidores comuns.

### 9.2.3. Abertura de capital posterior

Não vemos grandes desafios no caso de abertura de capital da companhia após a realização de uma ou mais ofertas com esforços restritos, ainda que as ações ofertadas ao mercado sejam da mesma natureza daquelas distribuídas anteriormente de forma restrita.

Como mencionamos, a oferta restrita pode ser vista como um passo anterior ao processo – mais complexo – de abertura de capital.

Aberto o capital, a companhia estará sujeita a regras de divulgação de informações amplas o suficiente para permitir a aquisição de suas ações – inclusive aquelas anteriormente ofertadas com esforços restritos – por quaisquer investidores. Assim, requisitos mínimos de investimento e restrição a um tipo específico de investidor perdem seus objetivos, suas *raisons d'être*. Os valores mobiliários

---

<sup>386</sup> Considerando o *disclosure* aplicável às companhias abertas, não haveria razão para não autorizar a negociação irrestrita desses valores mobiliários após determinado período. Tal *holding period* far-se-ia necessário, a nosso ver, para evitar que companhias abertas realizassem ofertas com esforços restritos exclusivamente para evitar os custos e procedimentos de uma oferta pública propriamente dita – *i.e.* nos termos da Instrução CVM nº 400 – e, logo em seguida, revender aqueles valores mobiliários ao público em geral.

anteriormente restritos poderão, assim, ser adquiridos por investidores de qualquer natureza.

Essa hipótese já havia sido contemplada pelo regulador<sup>387</sup>, como podemos verificar na redação atual da Instrução CVM 476:

Art. 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores qualificados.

**§ 1º A restrição à negociação prevista no caput deixará de ser aplicável caso o emissor tenha ou venha a obter o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976.**  
(grifos nossos)

O problema da liquidez aqui é facilmente solucionável: basta que todas as ações passem a ser negociadas no mesmo mercado.

Além de não haver motivo para manter as ações em mercados diversos, a segregação poderia nos levar de volta ao problema de liquidez.

Afinal, ainda que não haja restrição ao tipo de investidor, mercados diversos estarão muito provavelmente sujeitos a regras, procedimentos e custos específicos. Tais peculiaridades poderiam tornar um mercado mais atraente do que o outro para investidores, gerando uma distorção na liquidez – e preço – de ativos supostamente idênticos.

Nesse sentido, a unificação dos mercados deve ser mandatória a partir da conclusão do processo de abertura de capital.

Com a abertura do capital da companhia, a questão da fungibilidade passa a ser irrelevante em razão da liberação dos valores mobiliários restritos para negociação ao público em geral.

Enfim, se uma companhia fechada que tiver ofertado ações com esforços restritos abrir seu capital, aquelas ações poderão ser livremente negociadas. Se ela

---

<sup>387</sup> Ainda que em relação a outros valores mobiliários.

não abrir seu capital, as ações distribuídas de forma restrita sempre serão negociáveis exclusivamente entre investidores qualificados ou em oferta privada.

#### 9.2.4 Regras de governança

Com relação à governança das companhias emissoras de ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, não há motivo para nos alongarmos.

Em nossa opinião, tais companhias, se de capital fechado, devem estar sujeitas a regras mínimas de governança; um meio termo, por assim dizer, entre aquelas aplicáveis às companhias de capital fechado e as aplicáveis às companhias abertas.

Nesse sentido, entendemos suficientes as práticas exigidas das companhias de capital fechado passíveis de investimento por fundos de investimento em participações (FIPs), nos termos da Instrução CVM nº 391. São elas:

- I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
- II – estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;
- III – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;
- IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;
- V – no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e
- VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.<sup>388</sup>

---

<sup>388</sup> Instrução CVM nº 391, art. 2º, § 4º.

### 9.2.5 Divulgação de informações

No tocante ao *disclosure*, somos da opinião de que as obrigações previstas no art. 17 da Instrução CVM 476 são suficientes para as ofertas com esforços restritos de ações e valores nelas conversíveis e/ou permutáveis.

Houve quem defendesse, na Audiência Pública, que os emissores de valores mobiliários objeto de oferta com esforços restritos estivessem obrigados a divulgar ao mercado “as mesmas informações no mercado secundário que as empresas registradas com a CVM divulgam”<sup>389</sup>.

Ousamos discordar.

O custo operacional das regras de *disclosure* aplicáveis às companhias de capital aberto tornaria uma oferta com esforços restritos praticamente tão custosa quanto uma oferta pública nos termos da Instrução CVM 400.

Alguns custos<sup>390</sup> seriam evitados, é verdade. No entanto, não em montante suficiente para tornar atrativa uma oferta sujeita a tantas restrições<sup>391</sup>, especialmente se considerarmos os custos e o tempo necessários para a observância das normas informacionais aplicáveis a companhias abertas<sup>392</sup>.

Nesse sentido, o objetivo principal da Instrução CVM 476 – vale dizer, simplificar procedimentos e reduzir custos de ofertas destinadas a investidores que não necessitam de tamanha proteção estatal – perderia seu sentido.

---

<sup>389</sup> LAWSON, Miguel. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo CVM nº RJ-2008-7978. p. 189.

<sup>390</sup> Como a taxa de registro da oferta na CVM.

<sup>391</sup> *Lock-up* para venda secundária, *holding period* para nova oferta, valor mínimo de investimento e público alvo restrito tanto numericamente quanto no tocante à sofisticação.

<sup>392</sup> Especialmente quanto à elaboração da documentação (notadamente, prospecto) e à contratação de assessoria para tanto.

Assim, enquanto os valores mobiliários forem destinados exclusivamente a investidores qualificados<sup>393</sup>, estamos satisfeitos com as regras de *disclosure* constantes do art. 17 da Instrução CVM 476.

Por fim, entendemos não haver razão para aplicar as obrigações de *disclosure* previstas no art. 17 da Instrução CVM 476 a companhias de capital aberto, independentemente do valor mobiliário ofertado com esforços restritos. Afinal, tais sociedades já estão sujeitas a regras ainda mais rígidas de divulgação de informações.

### 9.2.6 Negociação em mercado secundário

Tendo em vista o disposto nas seções 9.2.4 e 9.2.5 acima, cremos já estar clara nossa posição acerca da negociação secundária de ações e valores nelas conversíveis e/ou permutáveis adquiridos em oferta com esforços restritos, ou seja, em se tratando de companhia emissora de capital fechado:

- (i) enquanto o capital permanecer fechado, a negociação secundária deve permanecer restrita a investidores qualificados, nos termos da atual redação do *caput* do art. 15 da Instrução CVM 476; e
- (ii) em caso de abertura de capital, tais valores mobiliários poderiam ser adquiridos por quaisquer investidores, nos termos da atual redação do § 1º do mesmo art. 15.

Ressalte-se que em ambos os casos o *holding period* de noventa dias previsto no art. 13 da Instrução CVM 476 deve ser observado.

Já no caso de companhia emissora de capital aberto, ou seja, detentora do registro de que trata o art. 21 da Lei 6.385/76, a questão deve ser abordada de forma diferente.

---

<sup>393</sup> E “superqualificados”.

Como vimos na seção 9.2.2, entendemos que, no caso de companhias abertas, deve ser vedada a oferta com esforços restritos de ações e valores nelas conversíveis ou permutáveis que, quando emitidos, tenham características, direitos e privilégios substancialmente similares a valores mobiliários admitidos à negociação em mercado de bolsa ou balcão destinado a quaisquer investidores. Em outras palavras, a oferta com esforços restritos seria permitida apenas para valores mobiliários “não-fungíveis” em relação àqueles já negociados publicamente.

Como seria, então, a negociação secundária de tais valores mobiliários “não-fungíveis”?

As obrigações de *disclosure* impostas a uma companhia de capital aberto poderia nos levar ao argumento de que a negociação secundária deveria ser permitida entre quaisquer investidores, qualificados ou não, desde que respeitado o período de noventa dias previsto no art. 13 da Instrução CVM 476.

Sob a perspectiva exclusiva da proteção ao investidor, a alegação faz sentido.

Todavia, sob o aspecto de controle regulamentar, somos da opinião de que, em que pese o *disclosure* aplicável, a aquisição por investidores não-qualificados só deve ser admitida após um período mais longo do que o atual, de noventa dias, e após a apresentação de informações específicas.

Explicamos.

Se fosse admitida a revenda a investidores comuns após o prazo de noventa dias, seria possível – provável até – que emissores realizassem uma oferta com esforços restritos exclusivamente com a finalidade de evitar os custos de registro e preparação de prospecto e, decorridos os noventa dias, revendessem – através de partes relacionadas – tais ativos ao público comum. E mais, o limite quantitativo de investidores já não mais se aplicaria.

Sim, já existe o *holding period* de noventa dias, mas a isenção dos custos e – por que não? – da burocracia justificaria a espera. Aliás, se a oferta fosse sujeita a registro, o tempo de análise pela CVM poderia se aproximar desses noventa dias<sup>394</sup>.

Sendo assim, para evitar o abuso da norma, entendemos que no caso de oferta restrita de valores mobiliários “não-fungíveis” por companhia aberta:

- (i) após 90 (noventa) dias contados da subscrição ou aquisição pelo investidor, os valores mobiliários podem ser negociados entre investidores qualificados; e
- (ii) a negociação envolvendo investidores não-qualificados só deve ser autorizada após o decurso do prazo de 1 (um) ano a partir da subscrição ou aquisição pelo investidor e desde que apresentadas informações específicas dos valores mobiliários.

O prazo de 1 (um) ano, mera sugestão, parece-nos suficiente para desincentivar o uso indevido da oferta com esforços restritos.

As informações específicas justificam-se ainda que a companhia, aberta, divulgue informações periódicas ao mercado, pois as informações já divulgadas referem-se à companhia como um todo e não aos valores mobiliários em questão.

Sendo assim, devem ser fornecidas informações específicas dos valores mobiliários, vale dizer, referentes a direitos, obrigações, vencimentos, prazos de exercícios de direito, etc., conforme aplicável.

Tais dados, a nosso ver, poderiam ser objeto de formulário específico, nos moldes do formulário de referência constante do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009<sup>395</sup>.

---

<sup>394</sup> E ainda que a oferta fosse deferida antes dos noventa dias, a economia de tempo poderia não justificar os custos adicionais.

<sup>395</sup> Mais especificamente o item 18 do Formulário (“Valores Mobiliários”).

Obviamente, se a companhia tiver divulgado formulário de referência há pouco tempo – digamos, 90 (noventa) dias – e referido formulário contiver dados sobre os valores mobiliários ofertados com esforços restritos, a disponibilização de tais informações pode ser considerada já atendida.

### 9.3 Respostas às questões levantadas pela CVM

Feitas as considerações acima, voltemos às questões propostas pela CVM no Edital de Audiência Pública nº 05/2008, agora com nossas respostas.

**Questão 1:** “A restrição às ofertas de ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações é adequada?”<sup>396</sup>

Talvez a restrição fosse adequada quando da edição da Instrução CVM 476, em razão da novidade da norma e da conseqüente necessidade de maturação do mecanismo.

Entendemos, porém, que a restrição deve ser eliminada, desde que alguns ajustes regulamentares sejam feitos.

**Questão 2:** “Quais seriam as vantagens e desvantagens de removê-la?”<sup>397</sup>

A principal vantagem, como exaustivamente mencionado pelos participantes da Audiência Pública, seria permitir o acesso de companhias de capital fechado ao mercado de capitais, possivelmente como passo anterior a uma abertura de capital. Além disso, investidores qualificados teriam acesso a uma gama maior de ativos sem necessidade de relacionamento prévio com a companhia emissora<sup>398</sup>.

---

<sup>396</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 3.

<sup>397</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 3.

<sup>398</sup> Afinal, como vimos, havendo relacionamento prévio, o investidor poderia adquirir ações em uma transação privada.

Resolvida a questão da negociação paralela e do conseqüente impacto na liquidez dos valores mobiliários, conforme nossa proposta, não vislumbramos desvantagens.

**Questão 3:** “Haveria demanda para ofertas públicas distribuídas com esforços restritos de ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações?”<sup>399</sup>

Não cabe a nós, em um trabalho de cunho jurídico, avaliar a demanda potencial por ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações distribuídos em ofertas públicas com esforços restritos.

Creemos, porém, que a demanda seria uma decorrência natural da permissão regulamentar.

De qualquer forma, apesar de ser comum que a demanda leve à mudança da regulamentação, a falta de demanda – ou, mais precisamente, a impossibilidade de identificá-la – não deve impedir o aprimoramento da regulamentação.

**Questão 4:** “Que regras adicionais seriam necessárias caso a restrição fosse removida?”<sup>400</sup>

Mostramo-nos favoráveis às ofertas com esforços restritos de ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis, desde que determinadas regras fossem implementadas.

Expusemos os motivos de cada uma dessas regras ao longo deste Capítulo 9.

---

<sup>399</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 3.

<sup>400</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012. p. 3.

Em breves linhas, sugerimos:

- (i) incluir no público-alvo da oferta todos os acionistas<sup>401</sup> já existentes e detentores de direito de preferência na subscrição de novas emissões, independentemente de sua “sofisticação”;
- (ii) restringir as ofertas exclusivamente a ações que, no momento de sua emissão, sejam de “classe” distinta de ações já anteriormente admitidas à negociação em bolsa ou mercado regulamentado;<sup>402</sup>
- (iii) em caso de abertura de capital posteriormente à oferta restrita, os valores mobiliários de mesma “classe” devem ser negociados em único mercado;
- (iv) as companhias emissoras devem observar práticas de governança adicionais, como aquelas previstas na Instrução CVM nº 391;
- (v) no caso de oferta restrita de valores mobiliários “não-fungíveis”<sup>403</sup> por companhia aberta, a negociação secundária só seria admitida:
  - a) após 90 (noventa) dias contados da subscrição ou aquisição pelo investidor, os valores mobiliários podem ser negociados entre investidores qualificados; e
  - b) a negociação envolvendo investidores não-qualificados só deve ser autorizada após o decurso do prazo de 1 (um) ano a partir da subscrição ou aquisição pelo investidor e desde que apresentadas informações específicas dos valores mobiliários.

O Apêndice integrante do presente trabalho traz uma proposta de alteração do atual texto da Instrução CVM 476, contendo as sugestões acima em marcas de revisão.

---

<sup>401</sup> Ou titulares de valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis.

<sup>402</sup> Ou, alternativamente, restringir as ofertas com esforços restritos uma parcela do capital social da companhia. Como deixamos claro, preferimos a primeira opção.

<sup>403</sup> *i.e.*, de “classe” distinta daqueles já negociados em mercados regulamentados.



## **10 CONCLUSÕES**

Diante de todo o exposto e como já deixamos detalhadamente claro no Capítulo 9, entendemos que ações e valores mobiliários nelas conversíveis ou permutáveis poderiam ter sido incluídos na redação original da Instrução CVM 476.

Mais do que isso, somos da opinião de que a CVM deveria alterar a Instrução CVM 476 para passar a permitir a oferta com esforços restritos de tais valores mobiliários.

Não vemos razão para manter esses valores mobiliários alheios às ofertas com esforços restritos e às vantagens a elas inerentes<sup>404</sup>, especialmente se considerarmos o público específico a que se destinam tais ofertas, vale dizer, investidores qualificados<sup>405</sup>.

Algumas alterações regulamentares seriam necessárias, é verdade, especialmente no tocante à “fungibilidade” com valores mobiliários já admitidos em negociação em bolsa ou mercado de balcão, direito de preferência, negociação secundária e governança da companhia emissora.

A nosso ver, porém, tais alterações restringir-se-iam à própria Instrução em comento. Não vemos necessidade de ajustes em outros dispositivos legais ou regulamentares.

No Apêndice integrante deste trabalho ousamos sugerir as alterações que consideramos suficientes para permitir a inclusão das ações e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações no âmbito das ofertas com esforços restritos. A fundamentação de cada alteração sugerida encontra-se detalhada no Capítulo 9 *supra*.

---

<sup>404</sup> Notadamente a considerável redução dos custos financeiros e operacionais.

<sup>405</sup> “Superqualificados” em alguns casos.

Creemos que a alteração da Instrução CVM 476 no sentido aqui proposto<sup>406</sup> contribuiria de forma considerável para o mercado de capitais brasileiro.

---

<sup>406</sup> Ainda que com redação diversa.

## **REFERÊNCIAS**

BARTLETT, Joseph W. **Equity Finance**: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations, Volume 2. 2<sup>nd</sup> ed. Aspen Publishers (John Wiley & Sons), 2005. 568 p.

BORSATO, Otavio Augusto de Lara; VIEIRA, Ricardo dos Santos de Almeida. Uma nova era para o mercado de capitais brasileiro. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 5 de março de 2009. Caderno A, p. 3.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Audiência Pública nº 05/2008**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0508.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 267, de 1º de agosto de 1997**. Dispõe acerca de emissão de Certificados a Termo de Energia Elétrica. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM nº 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.** Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004.** Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007.** Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Revoga as Instruções CVM nº 42, de 28 de fevereiro de 1985; nº 179, de 13 de fevereiro de 1992, nº 184, de 19 de março de 1992; nº 203, de 07 de dezembro de 1993; nº 263, de 21 de maio de 1997; nº 344, de 17 de agosto de 2000; nº 362, de 05 de março de 2002; nº 379, de 12 de novembro de 2002; o art. 6º da Instrução CVM nº 312, de 13 de agosto de 1999; os arts. 1º a 14 e 17 da Instrução CVM nº 243, de 1º de março de 1996, Instrução CVM nº 250, de 14 de junho de 1996; arts. 2º a 7º, caput e §1º do art. 8º, arts. 10, 13, 15 e 16 da Instrução CVM nº 297, de 18 de dezembro de 1998; o parágrafo único do art. 1º e o art. 3º da Instrução CVM nº 202, de 06 de dezembro de 1993; e a Deliberação CVM nº 20, de 15 de fevereiro de 1985. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.** Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.** Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados

regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Parecer de Orientação CVM Nº 32, de 30 de setembro de 2005.** Uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Parecer de Orientação CVM Nº 33, de 30 de setembro de 2005.** Intermediação de operações e oferta de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Processo CVM nº RJ-2008-7978, referente ao Edital de Audiência Pública CVM nº 05/2008.** Cópia integral obtida mediante pedido à Comissão de Valores Mobiliários. 338 p.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Relatório de Análise SDM da Audiência Pública CVM nº 05/2008.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476relatório.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2012.

BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução CMN nº 1.723, de 27 de junho de 1990.** Autoriza a emissão de notas promissórias, como valor mobiliário, pelas sociedades por ações. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=Res&ano=1990&numero=1723>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Resolução CMN nº 1.907, de 26 de fevereiro de 1992.** Considera como valores mobiliários direitos e recibos de subscrição e opções e certificados de depósito de ações de valores mobiliários, consoante o inciso III do art. 2. da Lei nº 6.385, de 07.12.76. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=Res&ano=1992&numero=1907>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Resolução CMN nº 2.517, de 29 de junho de 1998.** Considera como valores mobiliários os Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI, de que trata o art. 6º da Lei nº 9.514, de 20.11.97. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=Res&ano=1998&numero=2517>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Resolução CMN nº 2.801, de 7 de dezembro de 2000.** Dispõe sobre certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de mercadorias e de serviços. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=Res&ano=2000&numero=2801>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

BRASIL. **Decreto nº 6.304, de 12 de dezembro de 2007.** Regulamenta a Lei nº 8.685, de 20 de julho de 1993, que cria mecanismos de fomento à atividade audiovisual. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6304.htm#art32](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6304.htm#art32)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. **Decreto-Lei nº 2.286, de 23 de julho de 1986.** Dispõe sobre cobrança de imposto nas operações a termos de bolsas de mercadorias e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/1965-1988/Del2286.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del2286.htm)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.** Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências.

Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8668.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8668.htm)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 8.685, de 20 de julho de 1993**. Cria mecanismos de fomento à atividade audiovisual e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8685.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8685.htm)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9514.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm)>. Acesso em: 30 abr. 2012.

CANADA. British Columbia. **Securities Act [RSBC 1996]. Chapter 418. Section 61**. Disponível em: <[http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws\\_new/document/ID/freeside/00\\_96418\\_01\\_section1](http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws_new/document/ID/freeside/00_96418_01_section1)>. Acesso em: 7 mai. 2012.

\_\_\_\_\_. Canadian Securities Administrators. **National Instrument 45-106: Prospectus and Registration Exemptions**. Disponível em: <[http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws\\_new/document/ID/freeside/33\\_227\\_2009\\_section1.5](http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws_new/document/ID/freeside/33_227_2009_section1.5)>. Acesso em: 7 mai. 2012.

CHERTOK, Seth et al. (Morrison & Foerster LLP). **Considerations for Foreign Banks Financing in the US, International Financial Law Review (IFLR)**. 84 p. Disponível em: <<http://www.mofo.com/files/Uploads/Images/Considerations-for-Foreign-Banks-Financing-in-the-US-2012.pdf>>. Acesso em: 4 mai. 2012.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. 636 p.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Securities Act of 1933 [as amended through P.L. 112-90, approved January 3, 2012]**. Disponível em <<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>>. Acesso em: 25 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. **Securities Exchange Act of 1934 [as amended through P.L. 112-90, approved January 3, 2012].** Disponível em <<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>>. Acesso em: 25 abr. 2012.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Part 230 – General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933. Regulation A – Conditional Small Issues Exemption.** Disponível em: <<http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr;sid=7b8415166d6c1d67ce202b44cbd13df7;rgn=div5;view=text;node=17%3A2.0.1.1.12;idno=17;cc=ecfr#17:2.0.1.1.12.0.33>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Part 230 – General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933. Regulation D – Rules Governing the Limited Offer and Sale of Securities Without Registration Under the Securities Act of 1933.** Disponível em: <<http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr;sid=7b8415166d6c1d67ce202b44cbd13df7;rgn=div5;view=text;node=17%3A2.0.1.1.12;idno=17;cc=ecfr#17:2.0.1.1.12.0.42>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Part 230 – General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933. § 230.144 (Rule 144).** Disponível em <<http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&sid=9496cfcd6f95705f1aba759e5489268e&rgn=div8&view=text&node=17:2.0.1.1.12.0.32.28&idno=17>>. Acesso em: 1 mai. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Part 230 – General Rules and Regulations promulgated under the Securities Act of 1933. § 230.144A (Rule 144A).** Disponível em <<http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&sid=9496cfcd6f95705f1aba759e5489268e&rgn=div8&view=text&node=17:2.0.1.1.12.0.32.29&idno=17>>. Acesso em: 1 mai. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Regulation D Offerings.** Disponível em: <<http://www.sec.gov/answers/regd.htm>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Rule 504 of Regulation D.** Disponível em: <<http://www.sec.gov/answers/rule504.htm>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Rule 505 of Regulation D.** Disponível em: <<http://www.sec.gov/answers/rule505.htm>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Rule 506 of Regulation D.** Disponível em: <<http://www.sec.gov/answers/rule506.htm>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Rule 144: Selling Restricted and Control Securities.** Disponível em: <<http://www.sec.gov/investor/pubs/rule144.htm>>. Acesso em: 1 mai. 2012.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. **Securities Act Rules - Compliance and Disclosure Interpretations (Last Update: February 27, 2012).** Disponível em: <<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/securitiesactrules-interps.htm>>. Acesso em: 2 mai. 2012.

EVANS, Nilene R., (Morrison & Foerster LLP). **Frequently Asked Questions about Rule 144 and Rule 145.** 2010. 12 p. Disponível em: <[http://www.mofo.com/files/Uploads/Documents/FAQRule144\\_145.pdf](http://www.mofo.com/files/Uploads/Documents/FAQRule144_145.pdf)>. Acesso em: 4 mai. 2012.

FELDMAN, David. **The Wrinkle in New Rule 144(i) – A Former Shell Must Stay Current in SEC Filings Forever.** 8 April, 2008. Disponível em: <<http://www.reversemergerblog.com/2008/04/08/the-wrinkle-in-new-rule-144i-a-former-shell-must-stay-current-in-sec-filings-forever/>>. Acesso em: 2 mai. 2012.

HARMETZ, Lloyd S. Harmetz; EVANS, Nilene R., (Morrison & Foerster LLP). **Frequently Asked Questions about Rule 144A.** 2012. 18 p. Disponível em: <<http://www.mofo.com/files/Uploads/Documents/FAQRule144A.pdf>>. Acesso em: 4 mai. 2012.

HAZEN, Thomas Lee. **Securities Regulation in a Nutshell.** 10<sup>th</sup> Ed. West, 2009. Edição digital (Kindle). 361 p. (em se tratando de uma edição digital, a paginação

pode variar dependendo da formatação utilizada pelo leitor (tamanho de caracteres, orientação do texto, etc.)

\_\_\_\_\_. **The Law of Securities Regulation**. 6<sup>th</sup> Ed. West, 2009. 862 p.

HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. In: KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 275-304.

JOHNSON JR., Charles J.; MCLAUGHLIN, Joseph. **Corporate Finance and the Securities Laws**. 3<sup>rd</sup> ed. New York: Aspen Publishers, 2004. 1091 p.

KRAAKMAN, Reinier et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. 322 p.

OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. **Moeda, Juros e Instituições Financeiras: Regime Jurídico**. 2<sup>a</sup> ed. revista e atualizada. Rio de Janeiro: Forense, 2009. 568 p.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007. 615 p.

SJOSTROM JR., William K. The Birth of Rule 144A Equity Offerings (November 25, 2008). **UCLA Law Review**, Vol. 56, p. 409-449, 2008. Disponível <<http://ssrn.com/abstract=1104706>>. Acesso em: 22 abr. 2012.

UNIÃO EUROPÉIA. **Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Prospectus Directive)**. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2003L0071:20080320:EN:PDF>>. Acesso em: 7 mai. 2012.


\_\_\_\_\_. **Directive 2010/73/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010**. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2010L0073:20101124:EN:PDF>>.

[lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:327:0001:0012:EN:PDF](http://lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:327:0001:0012:EN:PDF)>.  
Acesso em: 7 mai. 2012.

WALD, Arnaldo. O Investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, ano 9, n. 32, p. 15-34, 2006.

**APÊNDICE: REDAÇÃO SUGERIDA PARA A INSTRUÇÃO CVM Nº**

**476**

**TEXTO INTEGRAL DA INSTRUÇÃO CVM Nº 476, DE 16 DE JANEIRO DE 2009, COM AS ALTERAÇÕES INTRODUZIDAS PELAS INSTRUÇÕES CVM Nº 482/10, 488/10-~~E~~, 500/11 ~~E~~  <sup>1</sup>.**

## **INSTRUÇÃO CVM Nº 476, DE 16 DE JANEIRO DE 2009**

Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

A **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o colegiado, em reunião realizada em 10 de dezembro de 2008, com fundamento no disposto nos arts. 4º, incisos II e VI, 8º, inciso I, 19, §5º, e 21, §6º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, aprovou a seguinte Instrução:

### **Aplicação**

Art. 1º Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos.

§1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de:

I – notas comerciais;

II – cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira;

III – debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações;

~~IV – cotas de fundos de investimento fechados; e~~

~~V – certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio.~~

IV - cotas de fundos de investimento fechados;

<sup>1</sup> Alteração nossa.

~~V - certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio; e~~

~~• Incisos IV e V com redação dada pela Instrução CVM nº 488, de 16 de dezembro de 2010.~~

~~VI - letras financeiras.~~

~~• Inciso VI incluído pela Instrução CVM nº 488, de 16 de dezembro de 2010.~~

V - certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio;

VI - letras financeiras, desde que não relacionadas a operações ativas vinculadas;

VII - certificados de direitos creditórios do agronegócio;

VIII - cédulas de produto rural - financeiras que não sejam de responsabilidade de instituição financeira; e<sup>2</sup>

IX - warrants agropecuários; e<sup>3</sup>

**• Incisos V a IX com redação dada pela Instrução CVM nº 500, de 15 de julho de 2011.**

X - ações, certificados de depósito de ações, debêntures, bônus de subscrição e outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, observado o disposto no § 2º. <sup>4</sup>

§2º Não podem ser objeto de oferta pública com esforços restritos os valores mobiliários descritos no inciso X do § 1º que, quando emitidos, tenham características, direitos e privilégios substancialmente similares a valores mobiliários admitidos à negociação em mercado de bolsa ou balcão destinado a quaisquer investidores, ficando desde já estabelecido que valores mobiliários conversíveis ou permutáveis devem, para os fins desta Instrução, ser considerados como valores

<sup>2</sup> Alteração nossa.

<sup>3</sup> Alteração nossa.

<sup>4</sup> Alteração nossa.

mobiliários com características, direitos e privilégios substancialmente similares aos valores mobiliários em que são conversíveis ou permutáveis.<sup>5 6</sup>

~~§2º—3º 7~~ Esta Instrução não se aplica às ofertas privadas de valores mobiliários.

~~Art. 2º—As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.~~<sup>8</sup>

Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinadas exclusivamente a:

I – investidores qualificados; e/ou;

II – no caso dos valores mobiliários descritos no inciso X no § 1º do Art. 1º desta Instrução, titulares anteriores dos valores mobiliários objeto da oferta ou de valores mobiliários com características, direitos e privilégios substancialmente similares aos dos valores mobiliários objeto da oferta, sejam eles investidores qualificados ou não.<sup>9</sup>

Parágrafo único. Não será permitida a busca de investidores através de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores.

Art. 3º Observado o disposto no § 2º, Nas nas<sup>10</sup> ofertas públicas distribuídas com esforços restritos:

I – será permitida a procura de, no máximo, 50 (cinquenta) investidores qualificados; e

II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 20 (vinte) investidores qualificados.

<sup>5</sup> Avaliar se, nos moldes da Rule 144A da SEC (EUA), devem ser excepcionados os valores mobiliários emitidos com prêmio de conversão ou exercício de pelo menos 10% (dez por cento) ou, no caso dos valores mobiliários permutáveis, emitidos há mais de 3 (três) anos.

<sup>6</sup> Alteração nossa.

<sup>7</sup> Alteração nossa.

<sup>8</sup> Alteração nossa.

<sup>9</sup> Alteração nossa.

<sup>10</sup> Alteração nossa.

~~Parágrafo único~~ § 1º <sup>11</sup>. Fundos de investimento cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor serão considerados como um único investidor para os fins dos limites previstos neste artigo.

§ 2º. No caso de oferta pública com esforços restritos dos valores mobiliários descritos no inciso X no § 1º do Art. 1º desta Instrução, deverá ser observado o direito de preferência dos titulares anteriores dos valores mobiliários objeto da oferta ou de valores mobiliários com características, direitos e privilégios substancialmente similares aos dos valores mobiliários objeto da oferta, sejam eles investidores qualificados ou não. Nesse sentido, na oferta pública com esforços restritos de tais valores mobiliários:

I – será permitida a procura de, no máximo, 50 (cinquenta) investidores qualificados que já não sejam, anteriormente à oferta, titulares anteriores dos valores mobiliários objeto da oferta ou de valores mobiliários com características, direitos e privilégios substancialmente similares aos dos valores mobiliários objeto da oferta; e

II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por:

(a) qualquer número de titulares anteriores dos valores mobiliários objeto da oferta ou de valores mobiliários com características, direitos e privilégios substancialmente similares aos dos valores mobiliários objeto da oferta, sejam eles investidores qualificados ou não; e

(b) no máximo, 20 (vinte) investidores qualificados que já não sejam, anteriormente à oferta, titulares anteriores dos valores mobiliários objeto da oferta ou de valores mobiliários com características, direitos e privilégios substancialmente similares aos dos valores mobiliários objeto da oferta. <sup>12</sup>

Art. 4º Para os fins desta Instrução, consideram-se investidores qualificados, os referidos no art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, observado que:

I – todos os fundos de investimento serão considerados investidores qualificados, mesmo que se destinem a investidores não-qualificados; e

<sup>11</sup> Alteração nossa.

<sup>12</sup> Alteração nossa.

II – as pessoas naturais e jurídicas mencionadas no inciso IV do art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 2004, deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).

### **Procedimento de Distribuição**

Art. 5º Exceto nos casos expressamente previstos nesta Instrução, não se aplicam às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos:

I – a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003; e

II – demais normas da CVM relativas ao procedimento de distribuição de valores mobiliários específicos.

Art. 6º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos estão automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o **caput** do art. 19 da Lei nº 6.385, de 1976.

Art. 7º Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários deverão fornecer, por escrito, declaração atestando que estão cientes de que:

I – a oferta não foi registrada na CVM; e

II – os valores mobiliários ofertados estão sujeitos às restrições de negociação previstas nesta Instrução.

Art. 8º O encerramento de oferta pública distribuída com esforços restritos deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, no prazo de 5 (cinco) dias, contado de seu encerramento.

§1º A comunicação de que trata o **caput** deverá ser encaminhada por intermédio da página da CVM na rede mundial de computadores e conter as informações indicadas no Anexo I desta Instrução.

§2º Caso a oferta pública distribuída com esforços restritos não seja encerrada dentro de 6 (seis) meses de seu início, o intermediário líder deverá realizar a

comunicação de que trata o **caput** com os dados então disponíveis, complementando-os semestralmente até o encerramento.

Art. 9º O ofertante não poderá realizar outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor dentro do prazo de 4 (quatro) meses contados da data do encerramento da oferta, a menos que a nova oferta seja submetida a registro na CVM.

Parágrafo único. A restrição prevista no **caput** não será aplicável a ofertas de certificados de recebíveis imobiliários ou certificados de recebíveis do agronegócio de uma mesma companhia securitizadora lastreados em créditos segregados em diferentes patrimônios por meio de regime fiduciário.

### **Obrigações dos Participantes**

Art. 10. O ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.

Parágrafo único. Os administradores do ofertante também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no **caput**.

Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta:

I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta;

II – divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores;

III – certificar-se de que os investidores têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar a qualidade e os riscos dos valores mobiliários ofertados;

IV – certificar-se de que o investimento é adequado ao nível de sofisticação e ao perfil de risco dos investidores;

V – obter do subscritor ou adquirente do valor mobiliário a declaração prevista no art. 7º desta Instrução;

VI – suspender a distribuição e comunicar a CVM, imediatamente, caso constate qualquer irregularidade;

VII – efetuar a comunicação prevista no art. 8º; e

VIII – guardar, pelo prazo de 5 (cinco) anos, todos os documentos relativos ao processo de oferta pública, inclusive os documentos que comprovem sua diligência nos termos do inciso I.

Parágrafo único. Os administradores do intermediário líder da oferta também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no **caput**.

Art. 12. Aplicam-se às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, as normas de conduta previstas no art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003, com exceção do inciso III.

### **Negociação dos Valores Mobiliários**

Art. 13. Os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução somente poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de sua subscrição ou aquisição pelo investidor.

Art. 14. Observado o período de vedação à negociação previsto no art. 13, os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado e não-organizado, mas não em bolsa, sem que o emissor possua o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976.

Parágrafo único. Caso os valores mobiliários ofertados sejam cotas de fundos de investimento, sua negociação nos mercados de balcão organizado e não-organizado só será admitida se o fundo estiver registrado para funcionamento na CVM.

Art. 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores qualificados.

§ 1º A restrição à negociação prevista no **caput** deixará de ser aplicável caso o emissor tenha ou venha a obter o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, observado o decurso de 1 (um) ano a contar da emissão dos valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução e desde que disponibilizadas ao público as informações específicas descritas no Anexo II desta Instrução.<sup>13</sup>

~~• § 1º incluído pela Instrução CVM nº 482, de 5 de abril de 2010.~~<sup>14</sup>

§ 2º. Fica dispensado da obrigação prevista no § 1º o emissor que tiver divulgado formulário de referência, nos termos da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, 90 (noventa) dias ou menos antes da data de início de negociação dos valores mobiliários entre investidores que não sejam qualificados.

§ 3º Na hipótese do § 1º, os valores mobiliários descritos no inciso X no § 1º do Art. 1º desta Instrução que tenham características, direitos e privilégios substancialmente similares entre si deverão ser admitidos à negociação em um único mercado.<sup>15</sup>

§ ~~2º~~ ~~4º~~ <sup>16</sup> No caso de fundos de investimento fechados, a restrição à negociação prevista no **caput** deixará de ser aplicável caso o fundo apresente Prospecto, nos termos da regulamentação aplicável.

~~• § 2º incluído pela Instrução CVM nº 482, de 5 de abril de 2010.~~<sup>17</sup>

~~Parágrafo único.— A restrição à negociação prevista no **caput** deixará de ser aplicável caso o emissor tenha ou venha a obter o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, e apresente prospecto à CVM, nos termos da regulamentação aplicável.~~

Art. 16. Nas negociações realizadas nos mercados de balcão organizado e não-organizado, os intermediários das negociações são responsáveis pela verificação do cumprimento das regras previstas nos arts. 13 e 15.

<sup>13</sup> Alteração nossa.

<sup>14</sup> Alteração nossa.

<sup>15</sup> Alteração nossa.

<sup>16</sup> Alteração nossa.

<sup>17</sup> Alteração nossa.

Art. 17. Sem prejuízo do disposto em regulamentação específica e, quando aplicável, do disposto no §4º abaixo<sup>18</sup>, são obrigações do emissor dos valores mobiliários admitidos à negociação nos termos do art. 14 desta Instrução:

I – preparar demonstrações financeiras de encerramento de exercício e, se for o caso, demonstrações consolidadas, em conformidade com a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e com as regras emitidas pela CVM;

II – submeter suas demonstrações financeiras a auditoria, por auditor registrado na CVM;

III – divulgar suas demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e parecer dos auditores independentes, em sua página na rede mundial de computadores, dentro de 3 (três) meses contados do encerramento do exercício social;

IV – manter os documentos mencionados no inciso III em sua página na rede mundial de computadores, por um prazo de 3 (três) anos;

V – observar as disposições da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, no tocante a dever de sigilo e vedações à negociação;

VI – divulgar em sua página na rede mundial de computadores a ocorrência de fato relevante, conforme definido pelo art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002, comunicando imediatamente ao intermediário líder da oferta; e

VII – fornecer as informações solicitadas pela CVM.

§1º Somente poderão ser negociados em mercados regulamentados os valores mobiliários cujos instrumentos jurídicos reproduzam as obrigações do emissor previstas neste artigo.

§2º As obrigações previstas neste artigo não se aplicam:

I – a emissores de valores mobiliários que não possam ser negociados em mercados regulamentados, nos termos do §1º; ~~e<sup>19</sup>~~

<sup>18</sup> Alteração nossa.

<sup>19</sup> Alteração nossa.

II – a fundos de investimento-; e<sup>20</sup>

III – a companhias emissoras que possuam o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976.<sup>21</sup>

§3º As informações divulgadas na rede mundial de computadores nos termos dos incisos III e VI deste artigo deverão ser imediatamente enviadas às entidades administradoras dos mercados em que os valores mobiliários forem admitidos a negociação.

§4º No caso de oferta pública com esforços restritos dos valores mobiliários descritos no inciso X no § 1º do Art. 1º desta Instrução, as companhias emissores, se de capital fechado, deverão observar as seguintes práticas de governança:

I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;

II – estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;

III – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;

IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;

V – no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e

VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.<sup>22</sup>

~~§4º~~<sup>5º</sup><sup>23</sup> Os controladores e administradores do emissor são responsáveis pelo cumprimento das obrigações previstas neste artigo.

### Disposições Gerais

Art. 18. Constitui infração grave:

<sup>20</sup> Alteração nossa.

<sup>21</sup> Alteração nossa.

<sup>22</sup> Alteração nossa.

<sup>23</sup> Alteração nossa.

I – a realização de oferta pública sem registro na CVM em descumprimento aos arts. 1º, 2º e 3º desta Instrução;

II – o descumprimento dos arts. 10, 12 e 17 bem como do parágrafo único do art. 14 desta Instrução;

III – a violação das obrigações previstas nos incisos I, II, III, IV, V e VIII do artigo 11 desta Instrução; e

IV – a inobservância das restrições previstas nos arts. 13 e 15 desta Instrução.

Art. 19. Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.

*Original assinado por*

**MARCOS BARBOSA PINTO**

Presidente em exercício

## ANEXO I

*INFORMAÇÕES DO ENCERRAMENTO DA OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS  
DISTRIBUÍDA COM ESFORÇOS RESTRITOS*

<b>OFERTANTE</b> Nome: CNPJ: Tipo societário: Página na rede mundial de computadores:
<b>EMISSOR</b> Nome: CNPJ: Tipo societário: Página na rede mundial de computadores:
Nome do intermediário líder e das demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, se houver:
<b>DADOS DA OFERTA</b> Quantidade de valores mobiliários objeto da oferta: Espécie: Classe: Forma: Preço unitário: Valor total subscrito ou adquirido na oferta: Data de início da oferta: Data de encerramento da oferta: Dados finais de colocação, nos termos do anexo VII da Instrução CVM nº 400, de 2003:

ANEXO II<sup>24</sup>

INFORMAÇÕES ACERCA DE VALORES MOBILIÁRIOS ORIGINALMENTE OBJETO DE OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS DISTRIBUÍDA COM ESFORÇOS RESTRITOS

<b><u>Valores mobiliários</u></b>
<b><u>1. Descrever os direitos de cada classe e espécie de ação emitida:</u></b>
<u>a. direito a dividendos</u>
<u>b. direito de voto</u>
<u>c. conversibilidade em outra classe ou espécie de ação, indicando:</u>
<u>i. condições</u>
<u>ii. efeitos sobre o capital social</u>
<u>d. direitos no reembolso de capital</u>
<u>e. direito a participação em oferta pública por alienação de controle</u>
<u>f. restrições à circulação</u>
<u>g. condições para alteração dos direitos assegurados por tais valores mobiliários</u>
<u>h. outras características relevantes</u>
<u>i. emissores estrangeiros devem identificar as diferenças entre as características descritas nos itens “a” a “i” e aquelas normalmente atribuídas a valores mobiliários semelhantes emitidos por emissores nacionais, diferenciando quais são próprias do valor mobiliário descrito e quais são impostas por regras do país de origem do emissor ou do país em que seus valores mobiliários estão custodiados</u>

<sup>24</sup> Alteração nossa.

<u>2. Descrever, se existirem, as regras estatutárias que limitem o direito de voto de acionistas significativos ou que os obriguem a realizar oferta pública</u>
<u>3. Descrever exceções e cláusulas suspensivas relativas a direitos patrimoniais ou políticos previstos no estatuto</u>
<u>4. Em forma de tabela, informar volume de negociações bem como maiores e menores cotações dos valores mobiliários negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, em cada um dos trimestres dos 3 últimos exercícios sociais</u>
<u>5. Descrever outros valores mobiliários emitidos que não sejam ações, indicando:</u>
<u>a. identificação do valor mobiliário</u>
<u>b. quantidade</u>
<u>c. valor</u>
<u>d. data de emissão</u>
<u>e. restrições à circulação</u>
<u>f. conversibilidade em ações ou conferência de direito de subscrever ou comprar ações do emissor, informando:</u>
<u>i. condições</u>
<u>ii. efeitos sobre o capital social</u>
<u>g. possibilidade de resgate, indicando:</u>
<u>i. hipóteses de resgate</u>
<u>ii. fórmula de cálculo do valor de resgate</u>
<u>h. quando os valores mobiliários forem de dívida, indicar, quando aplicável:</u>
<u>i. vencimento, inclusive as condições de vencimento antecipado</u>

<u>ii. juros</u>
<u>iii. garantia e, se real, descrição do bem objeto</u>
<u>iv. na ausência de garantia, se o crédito é quirografário ou subordinado</u>
<u>v. eventuais restrições impostas ao emissor em relação:</u>
• <u>à distribuição de dividendos</u>
• <u>à alienação de determinados ativos</u>
• <u>à contratação de novas dívidas</u>
• <u>à emissão de novos valores mobiliários</u>
<u>vi. o agente fiduciário, indicando os principais termos do contrato</u>
<u>i. condições para alteração dos direitos assegurados por tais valores mobiliários</u>
<u>j. outras características relevantes</u>
<u>6. Indicar os mercados brasileiros nos quais valores mobiliários do emissor são admitidos à negociação</u>
<u>7. Em relação a cada classe e espécie de valor mobiliário admitida à negociação em mercados estrangeiros, indicar:</u>
<u>a. país</u>
<u>b. mercado</u>
<u>c. entidade administradora do mercado no qual os valores mobiliários são admitidos à negociação</u>
<u>d. data de admissão à negociação</u>
<u>e. se houver, indicar o segmento de negociação</u>
<u>f. data de início de listagem no segmento de negociação</u>

<u>g. percentual do volume de negociações no exterior em relação ao volume total de negociações de cada classe e espécie no último exercício</u>
<u>h. se houver, proporção de certificados de depósito no exterior em relação a cada classe e espécie de ações</u>
<u>i. se houver, banco depositário</u>
<u>j. se houver, instituição custodiante</u>
<u>8. Descrever as ofertas públicas de distribuição efetuadas pelo emissor ou por terceiros, incluindo controladores e sociedades coligadas e controladas, relativas a valores mobiliários do emissor</u>
<u>9. Descrever as ofertas públicas de aquisição feitas pelo emissor relativas a ações de emissão de terceiro</u>
<u>10. Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes</u>