



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS DISTRIBUÍDAS COM ESFORÇOS RESTRITOS

por

MIGUEL BRITTO FERREIRA

ORIENTADOR: Paulo Eduardo Penna

2015.1

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO – BRASIL

OFERTAS PÚBLICAS DE VALORES MOBILIÁRIOS DISTRIBUÍDAS COM ESFORÇOS RESTRITOS

por

MIGUEL BRITTO FERREIRA

Monografia apresentada ao
Departamento de Direito da Pontifícia
Universidade Católica do Rio de
Janeiro (PUC-Rio) para a obtenção do
Título de Bacharel em Direito.

Orientador: Paulo Eduardo Penna

2015.1

Dedicatória

À minha família, Guilherme, Maria Emília e Felipe, que tanto me apoiou quando eu fraquejei.

Ao meu amor, Maria Isabel, por ser a força que me mantém andando para frente e a razão da minha felicidade.

Aos meus colegas de Pinheiro Neto, pelo aprendizado de todos os dias, especialmente ao Marcos Proença, por me trazer para o caminho do Mercado de Capitais e por me ensinar o (pouco, admito) que sei hoje.

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo situar seu leitor no contexto das ofertas públicas de valores mobiliários, mais especificamente aquelas cuja distribuição ocorre mediante esforços restritos.

Partindo de um passo atrás, serão abordados os conceitos básicos do mercado de capitais brasileiro onde as ofertas públicas com esforços restritos estão inseridas, tais quais sua origem, seus participantes e seu funcionamento.

Deste ponto, parte-se à explanação do conceito de valor mobiliário, bem como das espécies destes passíveis de distribuição com esforços restritos. Abordar-se-á, também, a regulação deste tipo de oferta, com enfoque óbvio na Comissão de Valores Mobiliários e em seu *modus operandi*.

Feitas estas considerações, o presente trabalho mirará os conceitos gerais das ofertas públicas de valores mobiliários e seu arcabouço normativo, bem como diferenciando estas das ofertas privadas, para, enfim, abordar aquelas de distribuição com esforços restritos.

Tal abordagem será fundada nas disposições gerais das Leis nº 6.385/76 e 6.404/76 e, mais especificamente, nas Instruções da Comissão de Valores Mobiliários de nº 476/2009 e 551/2014, sempre levando em consideração as visões doutrinárias diretamente ligadas aos variados temas que aqui serão discutidos.

Palavras-Chave: Ofertas Públicas com Esforços Restritos – CVM – Instrução CVM 476 – Valor Mobiliário – Mercado de Capitais

Abstract

The present work aims to situate its reader into the context of the public offerings of securities, more specifically the ones distributed through restrict efforts.

Taking a step back, basic principles regarding the Brazilian capital markets in which those public offerings are located shall be assessed, such as its origins, participants and operation.

From this standpoint, the concept of security shall be explained, combined with the description of all the securities subject to restrict efforts offering. The regulation of this type of offering shall also be discussed, with an obvious focus on the Brazilian Securities and Exchange Commission and its *modus operandi*.

Once these considerations are placed, the present work shall direct its efforts to the general aspects of public offerings of securities, further comparing those with the private offerings, until finally reaching the ones distributed with restrict efforts.

Such approach shall be based on the generic provisions of Laws 6,385/76 and 6,404/1976 and, more specifically, of the Instructions Nos. 476/2009 and 551/2014, issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission, always taking into consideration the opinions arising from books of authority and directly related to the matters that shall be discussed herein.

Key-Words: Public Offerings with Restrict Efforts – CVM – Instruction CVM 476 – Securities – Capital Markets

SUMÁRIO

Introdução	8
Capítulo I – O Mercado de Capitais Brasileiro	12
1.1. Noções Introdutórias	12
1.1.1. O conceito de intermediação financeira	12
1.1.2. O mercado financeiro	15
1.2. Valores Mobiliários	25
1.2.1. Conceito de Valor Mobiliário e seu Desenvolvimento no Brasil... 25	
1.2.2. Espécies de Valores Mobiliários Distribuíveis sob Esforços Restritos	29
1.3. A Regulação do Mercado de Capitais	57
1.3.1. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM).....	57
Capítulo II - Ofertas Públicas Distribuídas com Esforços Restritos	63
2.1. Noções Gerais sobre Ofertas Públicas de Distribuição de Valores Mobiliários.....	63
2.2. Diferenciação entre Oferta Pública e Oferta Privada	67
2.3. Instrução CVM nº 476/09.....	72
2.4. Instrução CVM nº 551/14.....	75
2.5. Características da Oferta.....	76
2.5.1. Condições da Oferta	76
2.5.2. Valores Mobiliários Objeto da Oferta	77
2.5.3. Emissor da Oferta	78
2.5.4. Investidor Qualificado	78
2.5.5. Intermediário da Oferta	81
2.5.6. Encerramento da Oferta.....	83
2.6. Requisitos Pós Oferta	83

2.6.1. Quiet Period e Lock-Up.....	83
2.6.2. Negociação no Mercado Secundário	84
2.6.3. Circulação entre Investidores Qualificados.....	85
2.6.4. Infrações	86
Capítulo III - Conclusão	87
Bibliografia.....	89

Abreviações

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais -
Anbima

Banco Central do Brasil – *Bacen*

Comissão de Valores Mobiliários – *CVM*

Conselho Monetário Nacional – *CMN*

Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) - *LSA*

Securities and Exchange Commission – *SEC*

Introdução

Como é sabido por qualquer indivíduo que acompanhe minimamente a rotina da economia brasileira, o mercado de capitais local vivencia, desde o início dos anos 2000, forte e acelerado desenvolvimento, econômico e institucional.

Quando fala-se em desenvolvimento do mercado, a primeira ideia que vem à mente quando o assunto envolve este nicho da economia é que seus participantes têm ficado cada dia mais ricos.

Não obstante ser esta uma verdade, há de se convir que o desenvolvimento que se almeja tratar aqui é outro, mais amplo e menos superficial, em que o foco é o crescimento da sofisticação e da segurança do ambiente de mercado.

Antes incipiente e deveras inosso, no qual o volume de negócios representava muito pouco ou quase nada da captação de recursos das empresas e, conseqüentemente, possuía pouca relevância para a economia brasileira e representatividade em um contexto global, o mercado de capitais, na última década, principalmente, “explodiu”.

Neste mote, quando fala-se que o mercado de capitais “explodiu”, aduz-se que ocorreu um aumento significativo da adesão das empresas brasileiras a este tipo de captação de recursos. Todavia, é mister ressaltar a razão pela qual vivenciamos este crescimento.

Antes pouco demandado, o mercado regulamentado, isto é, os mercados de balcão, organizado ou não, e de bolsa, vivenciou, nestes últimos anos, um cenário de muitas operações, muito em razão de alguns fatores precípuos.

O primeiro deles reside no desenvolvimento da atuação da CVM, em seu papel de reguladora do mercado de capitais, marcante para o aumento da

confiabilidade nas instituições participantes do mercado, antes desacreditadas, tendo em vista sucessivos escândalos envolvendo operadores.

O outro grande fator surgiu das condições econômicas vivenciadas pelo mercado local, fazendo-se óbvia ressalva para a crise econômica que o mundo enfrentou a partir de 2008, cujos efeitos sobre o mercado brasileiro reverberaram apenas mais recentemente. A partir do início do século XXI, os governos brasileiros procuraram criar um ambiente que possibilitasse esse desenvolvimento da economia, baseando-se, principalmente, no controle da inflação, no desenvolvimento do setor produtivo, na redução de juros e em fartura de oferta de crédito na praças de negócios, principalmente os subsidiados. Não vale aqui adentrar nos pormenores destas ações, tendo em vista que este não é o objetivo do presente trabalho, mas resta inegável que este modelo desandou mais recentemente, quando passou a ser esquecido do ponto de vista econômico, para ser usado de maneira exclusivamente política, com graves consequências.

Essa nova realidade fez com que seus participantes e os reguladores passassem a pensar o mercado de maneira mais organizada e técnica, o que fez com que novas ideias surgissem ou fossem importadas de outros ordenamentos mundo afora.

Contudo, o referido exercício de pensamento também trouxe à superfície, de forma mais clara, que alguns ajustes precisavam ser feitos para um melhor funcionamento do mercado de capitais local e uma consequente facilitação de seu acesso para outras empresas, principalmente as de pequeno e médio porte.

Pacífico entre os especialistas, o maior entrave para o acesso ao mercado é o custo que tal ação demanda, ainda mais quando falamos de empresas com o porte pequeno e médio. Requer-se das empresas que almejam ter seus papéis negociados no mercado regulamentado condições com as quais muitas vezes não podem lidar, citando, como exemplo, a necessidade de seu

registro de companhia aberta perante a CVM, o que é um processo bastante complexo. Faz-se necessário que estas empresas tenham ao seu lado uma miríade de assessores, financeiros e jurídicos, de modo a representar seus melhores interesses perante o mercado. Esta necessidade gera, por óbvio, um custo adicional significativo, com o qual nem todas as empresas têm capacidade de arcar.

Neste custo, inclui-se também o fato de que a CVM requer do emissor público de valores mobiliários uma prestação de informações bastante elevada, o que gera a necessidade de *due diligences* e de análise técnico-econômica das informações no âmbito das operações, um processo custoso. Neste contexto, é evidente que o objetivo da CVM ao requerer vastas informações é, por óbvio, proteger o pequeno investidor, que precisa de maiores informações para que possa realizar a tomada de decisão sobre investir ou não no papel ofertado. Isto nos leva a um outro grande problema que precisava ser solucionado, e que era intimamente ligado aos altos custos das operações.

Ora, não é preciso dedicar muito tempo de raciocínio para se asseverar que os investidores do mercado regulamentado não são formados apenas por indivíduos, por pessoas físicas, cujo conhecimento técnico das operações é mais limitado. Pelo contrário, grande parte dos investimentos é realizada por investidores profissionais, cuja área de atuação é justamente operar com valores mobiliários. Este tipo de investidor não requer o mesmo volume de informações que o investidor comum para sua própria tomada de decisão de investimento. Some-se a isto o fato de que o investidor profissional possui maior poder de barganha para obter eventuais informações que julgar necessárias junto ao emissor, não precisando, portanto, que o próprio emissor as preste destarte.

Por último, o terceiro fator gerador de altos custos nas ofertas públicas de valores mobiliários era sua abrangência. Uma vez preparadas todas as informações requeridas pelos reguladores, era necessário que as mesmas

fossem divulgadas aos potenciais investidores por meio dos materiais publicitários das ofertas. Este tipo de trabalho é altamente custoso e demandante de muito tempo, o qual às vezes as companhias não possuem. Porém, mais importante do que isto, em muitos casos as empresas emissoras não querem abrir de maneira irrestrita o acesso à sua composição acionária a qualquer investidor.

Em conclusão, era preciso criar algum mecanismo jurídico que permitisse que: (i) fosse dispensado o registro do emissor na CVM; (ii) a oferta fosse direcionada apenas aos investidores mais qualificados; (iii) se reduzisse a quantidade de informações prestadas pelo emissor no âmbito da oferta, tendo em vista o grau de sofisticação do investidor-alvo; e (iv) se restringisse o número de investidores que poderiam subscrever a operação.

Baseando-se na premissa de que nem todas as empresas possuam o binômio “atratividade - capacidade financeira” para tornarem-se companhias abertas e levando em consideração as necessidades listadas acima, buscou-se na regulação estadunidense a inspiração para que fosse possível acessar o mercado e o vasto capital disponível sem que, em contrapartida, fosse necessário realizar longuíssimos processos de preparação para que isto saísse do papel.

Assim, a CVM, inspirando-se na experiência norte-americana, editou a Instrução CVM nº 476/09, de 16 de janeiro de 2009, um marco para o mercado de capitais brasileiro, a qual regulamentou as chamadas ofertas públicas com esforços restritos.

Contudo, antes de adentrar de cabeça neste tema, é mister explicar alguns conceitos básicos do mercado de capitais brasileiro, com o pretexto de situar o leitor no contexto que germinou este tipo de oferta.

Capítulo I – O Mercado de Capitais Brasileiro

1.1. Noções Introdutórias

1.1.1. O conceito de intermediação financeira

Normalmente, quando um trabalho almeja dissecar algum tema relacionado ao mercado de capitais, faz-se necessário que se dê um passo atrás no raciocínio, para dar ao leitor uma noção, ainda que básica, da mecânica de funcionamento do mesmo.

Se a ideia é explanar sobre esta mecânica, impossível não abordar o conceito de intermediação financeira, conceito este basilar em qualquer economia que prevê a troca de recursos entre diferentes agentes econômicos.

A intermediação financeira pode ser explicada, destarte, com duas palavras: poupança e investimento. Em um contexto onde os indivíduos possuem desejos e necessidades ilimitados, os recursos necessários para tanto são, contudo, limitados. A cultura do consumismo que se instaurou no mundo nas últimas décadas, onde o importante é o “ter”, e não o “ser”, contribuiu para que os desejos e necessidades das famílias crescesse a um patamar acima de sua capacidade econômica. Tal analogia pode ser estendida aos países, uma vez que a oferta de mão de obra e os recursos – naturais, financeiros e tecnológicos – também são limitados. De qualquer forma, as mesmas decisões individuais, muito embora não o pareçam, afetam a coletividade, uma vez que o sistema econômico moderno está absolutamente interligado.¹

Estas famílias cujo consumo extrapola sua capacidade econômica precisarão de recursos para “fechar a conta”. Seguindo a analogia, as empresas e países, seja por uma questão de momento, seja por má gestão dos recursos que dispõem, também precisam, às vezes, de mais recursos dos quais dispõem.

¹ Comissão de Valores Mobiliários. *O mercado de valores mobiliários brasileiro* 2.ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013. p. 12.

Há, por exemplo, a necessidade de comprar máquinas, desenvolver tecnologias e capacitar funcionário, no caso das empresas. Os governos também podem necessitar de recursos maiores do que os quais possuem para arcar com suas despesas.

Alternativamente, existem os casos das famílias que consomem menos do que produzem (leia-se, sua renda). Nestes casos, estas famílias dispõem de recursos adicionais aos necessários para sua subsistência. Esta condição permite com que estes indivíduos possam alocar os recursos sobressalentes de volta na economia, seja comprando ativos (i.e. imóveis), estabelecendo uma previdência privada ou realizando investimentos financeiros, entre outros.

Neste contexto dos conceitos de poupança de investimento, podemos citar o exemplo clássico da chamada “economia de Robinson Crusóé”, amplamente difundido na literatura econômica².

No exemplo, baseado na famigerada estória do aventureiro, Crusóé, após sobreviver ao naufrágio da embarcação em que estava, conseguiu chegar até uma ilha deserta. Nesta ilha, o aventureiro alimentava-se apenas de peixes, resultado de seu esforço de pesca diário. Todos os dias fazia a mesma coisa, saía de seu abrigo e se dirigia ao mar para garantir o alimento que o manteria vivo. Após algum tempo nesta dinâmica, Crusóé chegou à conclusão de que, para que poupasse o esforço diário, deveria procurar construir uma rede, com a qual seria capaz de pescar mais peixes à cada vez que se lançasse ao mar. Contudo, para que pudesse se dedicar à manufatura da rede, Crusóé precisaria disponibilizar um tempo de dedicação à causa. Para tanto, e de modo que não ficasse sem alimento, o aventureiro necessitava diminuir seu consumo diário de peixes, de maneira que a quantidade que conseguisse pescar no dia anterior fosse capaz de mantê-lo saudável durante o período em que se dedicaria exclusivamente à construção da rede. Esta atitude, de abstenção do consumo,

² POLAKOFF, Murray E. et al.. *Financial Institutions and Markets*. Boston: Houghton Mifflin, 1970, p.3-20.

caracterizava uma atitude de poupança, posto que pode ser definida como parte da produção não consumida. Já a segunda atitude, de utilização de recursos poupados, estes para a produção da rede, caracterizava um investimento.³

Obviamente, o exemplo acima é bastante primitivo frente a uma economia global e diversificada como a que temos hoje. Entretanto, traz uma amostra importante do funcionamento do mercado e da intermediação financeira. Como dito acima, existem agente econômicos que caracterizam-se como agentes deficitários e agentes caracterizados como superavitários. Por óbvio, no primeiro exemplo, estes agentes consomem mais que sua renda e precisam recorrer à poupança dos agentes do segundo exemplo, os superavitários, aqueles cuja renda excede seu consumo.

É exatamente aí que entra a intermediação financeira. Quando uma empresa necessita de recursos para financiar algum tipo de investimento, ela precisará da poupança de algum dos agentes superavitários. Contudo, seria inviável a captação de recursos se esta empresa específica tivesse que esperar encontrar algum agente superavitário que se encaixasse perfeitamente em suas necessidades de capital, uma vez que a disponibilidade de poupança sempre irá variar de agente para agente. Neste contexto, entram em cena as instituições financeiras. A função primordial desta instituições é justamente canalizar os recursos dos poupadores para aqueles que necessitam de recursos.

A mecânica é simples. As instituições financeiras intermediam a relação entre estas diferentes necessidades de forma racional. Estas instituições vão ao mercado de maneira a captar os recursos daqueles que os possuem, prometendo a estes, como retorno, o pagamento de juros sobre o capital investido. Da mesma forma, os agentes deficitários procuram estas instituições atrás de recursos financeiros para se autofinanciar. A instituição então realiza o desembolso dos recursos captados dos superavitários e os repassa aos

³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 1.

deficitários, agora cobrando, e não pagando, juros destes agentes tomadores dos recursos. Obviamente, tendo em vista que almejam ter lucro, as instituições impõem aos tomadores juros superiores aos que pagam àqueles dos quais captaram recursos. Tem-se aí o conceito do “*spread* bancário”.

Do ponto de vista jurídico, estas instituições financeiras emprestam recursos como se delas fossem próprios. Isto se dá pelo fato de que estas agem em nome próprio nos empréstimos que conduzem, ainda que os recursos utilizados sejam advindos de terceiros dos quais os captaram. Assim, a instituição financeira caracteriza-se como um tipo especial de empresário⁴, uma vez que se apropria de recursos de terceiros, como se próprios fossem, e os empresta aos agentes que deles necessitam, lucrando com isto. Muito embora não seja a única atividade que estas instituições exerçam, esta é a função precípua das mesmas.

Por fim, no que diz respeito à legislação pátria, a tarefa de intermediação é privativa das instituições financeiras ou entidades a estas equiparadas⁵ e, portanto, igualmente autorizadas, conforme definição específica da Lei 4.595/1964.⁶

1.1.2. O mercado financeiro

Feitas as devidas considerações acerca da intermediação financeira, conceito basilar do funcionamento do mercado, passamos agora ao estudo do mercado de capitais em si.

⁴ Ibid. p. 3.

⁵ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. *Direito empresarial II: Sociedade anônima: mercado de valores mobiliários*. 3ª ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014. p. 46.

⁶ “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”

Como dito acima, a dinâmica do mercado financeiro é a de viabilizar o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos econômicos. Esta viabilização é feita por meio de instituições e instrumentos financeiros. A esse conjunto, de instituições e fluxos de recursos entre agentes, damos o nome de sistema financeiro.⁷

Contudo, como era de se esperar frente ao desenvolvimento econômico da sociedade, o modelo inicial de intermediação financeira, explicitado no item acima, não teve capacidade para suprir toda a enorme demanda que o mercado apresentava. Assim, o próprio mercado passou a desenvolver ativos financeiros e operacionais de maneira a possibilitar que toda a demanda de recursos fosse atendida. Isto se deu pela segmentação do que convencionamos chamar de mercado financeiro.

Basicamente, temos hoje quatro diferentes segmentos de mercado financeiro, divisões, portanto, do sistema financeiro como um todo, quais sejam: o mercado cambial, o mercado monetário, o mercado de crédito e o mercado de capitais.

Quanto ao primeiro, no que diz respeito ao mercado cambial, é neste ambiente negocial onde são realizadas operações de compra e venda de moeda estrangeira, com as trocas de moeda nacional por moeda estrangeira. São agentes deste mercado todos aqueles que conduzem transações com partes estrangeiras, ou seja, tem recebíveis ou pagamentos a realizar em moeda estrangeira. Importante ressaltar que, por ocasião da Lei nº 4.132, de 1962, tais operações devem necessariamente conter a intermediação de instituições financeiras, com a celebração dos chamados contratos de câmbio.

Já o mercado monetário tem como função primordial o controle da liquidez da economia. Isto se dá pelo fato de que, neste mercado, são realizadas operações de curtíssimo prazo, onde o objeto é a negociação de títulos públicos. Dependendo da política econômica adotada pelo governo e,

⁷ CVM. Op. cit., p. 14.

neste contexto, para que se possa controlar a quantidade de moeda em circulação no país, o Bacen intervém na economia. Quando a quantidade de moeda está acima do desejado, a intervenção se dá mediante a venda de títulos públicos, retirando, assim, moeda do mercado. Alternativamente, quando a quantidade está aquém do que seria interessante, o Bacen intervém comprando títulos, abastecendo o mercado, portanto, com mais moeda, restaurando a liquidez pretendida.

Ademais, quando falamos de mercado de crédito, é neste tipo de mercado onde realizam-se as operações bancárias rotineiras, muito relacionadas ao conceito primitivo da intermediação financeira sobre o qual tratamos acima. É neste mercado em que as instituições financeiras tomam recursos dos agentes superavitários e os emprestam aos deficitários, sendo remunerados pelo *spread*. Em geral, este tipo de operação tem prazos reduzidos, uma vez que destinam-se a incrementar o capital de giro das empresas tomadoras. Deste mercado, fazem parte os bancos comerciais e as financeiras, entre outros.

Feitas estas considerações, podemos aduzir que, muito embora seja muito útil ao desenvolvimento da economia, o mercado de crédito muitas vezes não é capaz de suprir as necessidades de financiamento das empresas. Em alguns casos, um único banco comercial, por exemplo, não é capaz de, sozinho, desembolsar todos os recursos necessários a uma determinada empresa. Pode ocorrer também que, em virtude do risco do empréstimo a ser realizado, os custos da transação (i.e. juros cobrados), seja alto de uma forma que inviabilize a operação. Isto ocorre muito em casos onde o financiamento é destinado a um projeto de longo prazo, onde o retorno financeiro do empréstimo virá após longo período de tempo, o que traz maiores riscos à instituição financeira que empresta os recursos. À partir destas premissas, precisou se desenvolver outro tipo de mercado, já existente, que não estivesse

preso às limitações do mercado de crédito. Foi aí que cresceu o mercado de capitais, ou mercado de valores mobiliários.

1.1.2.1. O mercado de capitais

Quando falamos em mercado de capitais, algumas considerações iniciais devem, obrigatoriamente, ser feitas. Como falamos acima, o mercado de capitais possui algumas diferenças marcantes em relação ao mercado de crédito. Destarte, podemos citar como uma destas o fato de que, no mercado de capitais, a intermediação financeira se dá por meio de outra dinâmica.

Neste mercado, não mais podemos observar aquela estrutura em que a instituição financeira vai às praças de comércio e capta recursos dos agentes superavitários, para então transferi-los aos agentes deficitários, carentes de financiamento para seus projetos. Agora, os agentes superavitários, os quais, neste contexto, podem ser chamados de investidores, alocam seus recursos diretamente nas empresas carentes de liquidez, os emissores de valores mobiliários, por meio de emissões de títulos de dívida ou de seu capital social. A intermediação financeira, neste caso específico, se dá por outras formas e serviços, tais quais a estruturação das operações, o assessoramento na formação de preços, captação de investidores e a distribuição dos valores mobiliários⁸, sendo que este último item será, por óbvio, abordado com mais profundidade adiante.

Ademais, outra característica que diferencia o mercado de capitais do mercado de crédito é a tomada de risco. Neste mercado, a empresa tomadora de recursos não tem obrigação de devolvê-los ao investidor, uma vez que o investimento no mercado de capitais não tem natureza de empréstimo, de modo que a alocação dos recursos e seu conseqüente retorno depende da

⁸ Ibid., p. 18.

performance operacional da empresa investida, que poderá ou não devolver recursos ao investidor, agora na forma de dividendos. Assim, os investidores passam a participar dos resultados do empreendimento investido. Por esta razão, o risco do investidor é muito maior no mercado de capitais. De toda a sorte, geralmente os valores mobiliários, principalmente as ações, detém boa liquidez, uma vez que são negociadas em ambiente de bolsa de valores, o que mitiga, até certo ponto, os riscos da operação. Outro fator que ajuda a diminuir os riscos é a coletividade dos investimentos. Como se trata de um mercado bastante pulverizado, o risco do empreendimento é dividido entre os vários investidores. Dessa forma, os montantes alocados individualmente são geralmente menores do que seriam caso se tratasse de uma operação de crédito.

Importante frisar que, neste mercado, as instituições financeiras não tem qualquer obrigação de garantir o cumprimento de avenças realizadas entre emissor de valores mobiliários e investidor. Como mencionado acima, as instituições assumem papel de meros prestadores de serviço nesta relação, ao contrário do mercado de crédito, onde esta instituição pode figurar no polo passivo ou no polo ativo de uma tomada de recursos. Portanto, quando falamos em debêntures, por exemplo, a instituição não tem qualquer responsabilidade pelo pagamento do principal e dos juros da debênture, posto que atuou apenas como assessora financeira da operação, responsável pela colocação dos títulos no mercado.

Sobre outras funções econômicas relevantes do mercado de capitais, salvo as de capitalização das empresas, asseveram Eizirik et al.⁹:

- “1) conciliação do interesse do poupador de oferecer recursos a curto prazo (quando os valores mobiliários são dotados de liquidez) com a necessidade da empresa emissora de obter recursos de médio e longo prazos;*
2) transformação dos montantes de capital, de sorte que pequenos e médios montantes de recursos, aportados por diferentes poupadores, convertem-se, por ocasião da subscrição de valores mobiliários, em grandes e consolidados montantes de capital;

⁹ EIZIRIK, Nelson et al.. Op. cit., p. 9.

- 3) transformação da natureza dos riscos, ao permitir que se transforme uma série de investimentos de alto risco individual, de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos mais curtos;
- 4) maior agilidade do processo de transferência dos recursos, uma vez que os valores mobiliários (ações, debêntures, etc.) são padronizados e aptos a circular em massa;
- 5) obtenção de um maior volume de informações homogêneas sobre a oferta e demanda de recursos.”

Além disso, imperioso ressaltar que, muito embora os riscos do empreendimento ao qual o investidor adentra sejam maiores, o investidor tem a expectativa, óbvia, de que o retorno de seu investimento também o seja. Assim, quando o investidor aloca parte de sua poupança em uma empresa emissora de valores mobiliários, este tem em mente que o investimento lhe trará benefícios maiores do que caso tivesse alocado os recursos excedentes em aplicações tradicionais, tais quais produtos financeiros oferecidos por bancos e pelo governo.

Acerca de um conceito mais coeso do mercado de capitais, assim dispõe a CVM¹⁰:

“Conceitua-se o mercado de capitais, portanto, como o segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, em volume e custos satisfatórios, através da emissão de instrumentos adequados quanto ao retorno, prazo e liquidez, com o objetivo principal de viabilizar projetos de investimentos.”

Ademais, cumpre agora versar sobre a diferenciação entre os diferentes segmentos do mercado de capitais: o mercado primário e o mercado secundário. Muito embora não haja qualquer diferenciação jurídica entre os diferentes segmentos, cumpre destacá-los de maneira a clarear o raciocínio acerca deste tema.

É no ambiente do mercado primário em que ocorrem as chamadas emissões públicas de valores mobiliários, lastreadas pela poupança popular. Como explanado acima, é neste âmbito que ocorre a captação de recursos entre

¹⁰ CVM. Op. cit., p. 20.

tomador (emissor) e o investidor, de modo a financiar seus projetos/operação. Uma vez subscrito o investimento, o investidor passa a participar do resultado do empreendimento.

No que diz respeito ao mercado secundário, destarte cumpre ressaltar que, neste ambiente específico, não há entrada de novos recursos dos poupadores. Estes apenas negociam papéis já adquiridos por eles anteriormente com outros investidores, sem que haja, em tese, a participação da companhia emissora dos valores mobiliários nesta operação. Este ambiente assegura a liquidez mencionada acima, uma vez que possibilita que o investidor monetize rapidamente os recursos investidos anteriormente, caso seja de seu interesse.

O mercado secundário é essencial para a sobrevivência do mercado primário. Tendo em vista que, no caso de alguns valores mobiliários (i.e. ações), estes representam frações patrimoniais das companhias, não sendo, portanto, resgatáveis em data pré-acordada, e que, no caso de outros, o prazo de vencimento para resgate é muito longo, faz-se extremamente necessário que haja um ambiente onde é possível negociar com terceiros os papéis subscritos, adquirindo a estes a necessária liquidez. Sem esta liquidez, o investimento se tornaria menos atrativo e, conseqüentemente, a captação seria menor ou, até mesmo, inexistente. Pensando no longo prazo, tornar-se-ia inviável às empresas desejosas de captar recursos no mercado primário que assim o fizessem se o investidor, quem de fato desembolsaria os recursos, não pudesse alienar sua participação nos resultados futuramente, caso assim desejasse, uma vez que não teria meios para tanto. Como sabido, o nível de liquidez de um papel negociado em mercado secundário é um dos indicadores mais relevantes para a tomada de decisão de investimento, de modo que as empresas que possuem baixa liquidez têm maiores dificuldades de captar no mercado. Além disso, caso a empresa queira emitir novos papéis no mercado, o valor de negociação destes, maior ou menor dependendo, em grande parte, de sua

liquidez, é referencial importantíssimo para o cálculo do preço de emissão de novos papéis¹¹.

Ainda em relação ao mercado secundário, importante destacar como funcionam os diferentes ambientes de negociação dos valores mobiliários. Em que pese o fato de que é possível negociar valores mobiliários diretamente, sem intermediação financeira e fora do âmbito do mercado de capitais, o mais comum é que estas negociações ocorram por meio dos três tipos previstos de mercado: mercado de bolsa, mercado de balcão organizado e mercado de balcão não organizado. Importante frisar que a legislação pátria não define o que é um mercado de bolsa ou de balcão. A regulamentação da CVM¹² tentou esclarecer essas definições.

No que concerne ao mercado de bolsa, o mesmo se define por mercados que funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas ao mesmo canal de negociação, ficando expostas à aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema¹³. Aqui, cabe a pausa para salientar que apenas as empresas registradas na CVM poderão ter suas ações admitidas à negociação nas bolsas de valores.

Os mercados organizados de valores mobiliários, e mais especificamente as bolsas de valores, entidades de natureza privada, funcionam

¹¹ O artigo 170 da LSA trata do preço de emissão de novas ações da seguinte forma: *Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.*

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado”.

¹² Instrução CVM 461/2007

¹³ CVM. *Mercados Regulamentados de Bolsa e de Balcão*. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/sistema_distribuicao/mercados_regulamentos.html>. Acesso em 24 mai. 2015.

na forma de associação ou sociedade¹⁴, devidamente autorizadas pela CVM. Antes costumeiramente organizadas na forma de associação, com o desenvolvimento do mercado, as bolsas de valores passaram a operar sob a forma de sociedades anônimas, com fins lucrativos. A este processo de transformação, deu-se o nome de desmutualização.¹⁵

Neste contexto, está inserida a BM&F BOVESPA, a principal instituição brasileira quando falamos de intermediação de operações no mercado de capitais¹⁶. Por meio de seus sistemas de negociação, a mesma realiza registros, liquidações de ativos, compensações, listagem de ações e outros ativos e prestação de informações ao mercado.

Além das funções já apresentadas, a BM&F BOVESPA é responsável por fomentar o mercado de capitais local. Tendo em vista o contexto em que está inserida, a mesma está sujeita à regulação e supervisão da CVM e do Bacen. Importante salientar que a bolsa de valores local também é uma entidade autorreguladora, através de sua BM&F BOVESPA Supervisão de Mercados (BSM), com a função de regular a conduta das instituições que ali operam e preservar a credibilidade e a segurança das operações. Com o processo de desmutualização mencionado acima, a presença de conselhos internos de autorregulação foi uma exigência da Instrução CVM nº 461/2007, tendo em vista a preocupação do mercado com a capacidade de uma sociedade com fins lucrativos se autorregular. De toda sorte, o tema da regulação do mercado de capitais será abordado com maior profundidade mais adiante.

¹⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 12ª ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 176.

¹⁵ CVM. Op. cit., p.1.: Importante destacar que, em agosto de 2001, foi realizada a fusão operacional das bolsas de valores. Ou seja, as operações diárias que eram realizadas nos pregões de bolsas regionais passaram a ser feitas pelas suas sociedades corretoras membros (que passaram, também, a ser membros da Bovespa), através do Mega Bolsa (sistema eletrônico de negociação).

¹⁶ Atualmente, a BM&F Bovespa é a única bolsa de valores brasileira autorizada a negociar ações. Importante ressaltar também que, até 2008, a BM&F, bolsa de mercadorias e futuros, possuía atuação separada da Bovespa, onde negociavam-se valores mobiliários, títulos de renda fixa e variável, bem como derivativos. Hoje, com a integração entre as duas, estas diferentes atividades são administradas por uma mesma entidade.

Na sequência, no que diz respeito ao mercado de balcão, também conhecido como “não apregoado”, tendo em vista que suas operações não se dão por meio de pregão e com local definido, podemos dizer que se constituem em negociação em balcão todas aquelas negociações que forem realizadas fora do âmbito da bolsa de valores, mas com auxílio de intermediários próprios do sistema de distribuição. Os intermediários, neste caso, são instituições financeiras, sociedades que tenham como objetivo a distribuição ou compra, para revenda, de valores mobiliários, e ainda os agentes autônomos e sociedades que exerçam mediação na negociação destes títulos.¹⁷

Quanto ao mercado de balcão organizado, mais importante para o sistema, podem participar os bancos comerciais, bancos múltiplos, caixas econômicas, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, sociedades corretoras de valores, sociedades distribuidoras de valores, sociedades corretoras de mercadorias e de contratos futuros, empresas de leasing, companhias de seguro, bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros, investidores institucionais, pessoas jurídicas não financeiras, incluindo fundos de investimento e sociedades de previdência privada, investidores estrangeiros, além de outras instituições também autorizadas a operar nos mercados financeiros e de capitais. Os participantes não-titulares de conta de reservas bancárias liquidam suas obrigações por intermédio de instituições que são titulares de contas dessa espécie.¹⁸ Além disto, cabe frisar que este tipo de mercado é criação recente no Brasil.

Nos mercados de balcão organizado, além das negociações em sistemas centralizados e multilaterais ou da participação de formador de mercado, admite-se ainda o registro das operações previamente realizadas. Nesse

¹⁷ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. cit., p. 178.

¹⁸ Bacen. *CETIP S.A. – Mercados organizados*. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/cetip.asp?IDPAI=SPBLIQTIT>> Acesso em 25 mai. 2015.

mercado, a negociação ou o registro das operações pode ocorrer sem a participação direta de integrante do sistema de distribuição, desde que a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado¹⁹ ou seja realizada diretamente entre as partes.²⁰

Ademais, podemos colocar como vantagem deste mercado o reduzido custo que uma operação neste ambiente representa para as companhias se comparado com uma operação no ambiente de bolsa de valores.

1.2. Valores Mobiliários

1.2.1. Conceito de Valor Mobiliário e seu Desenvolvimento no Brasil

Tarefa das mais complicadas no estudo do Direito, a conceituação do valor mobiliário é, porém, de grande necessidade. A dificuldade de conceituá-lo decorre, em grande medida, da especificidade de suas características.

Inicialmente, imperioso destacar que o conceito de valor mobiliário no Direito brasileiro bebeu de duas fontes primordiais: a europeia e a estadunidense.

No sistema europeu, o valor mobiliário é conceituado conforme a forma dos instrumentos analisados. Já no sistema norte-americano, o conceito tem

¹⁹ CVM. Op. cit., p.1.: “(...) podemos citar como exemplos de entidades administradoras: a BM&FBOVESPA, como principal entidade administradora de mercado de bolsa para as negociações de ações, que são realizadas no sistema Megabolsa, e administra também outros sistemas, tanto de bolsa como de balcão, como o BovespaFix, para negociação de títulos de dívida corporativa, e o Sisbex, para negociação de títulos públicos de renda fixa, contratos de câmbio, títulos privados, contratos de energia e derivados; e Cetip – Mercados Organizados, que oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos, é líder no registro e depósito de ativos de Renda Fixa e Derivativos de Balcão e concentra grande parte das negociações eletrônicas de títulos públicos e privados.”

²⁰ Bacen. Op. cit., p. 1.

acepção mais abrangente, posto que a conceituação baseia-se na função econômica de cada instrumento.²¹

Aqui no Brasil, em sua origem, o valor mobiliário detinha predominância do sistema europeu²², com conceito similar ao atribuído pelo Direito francês. Todavia, com a edição da MP nº 1.637/1998 e a consequente introdução do conceito de contrato de investimento coletivo, o conceito de valor mobiliário aproximou-se do Direito estadunidense. Segundo Jefferson de Brito Alvares, com a promulgação da Lei 10.303/2001, o conceito ampliou-se ainda mais, uma vez que passou a prever os contratos derivativos, dando-lhe abrangência maior que a norte-americana.²³

De toda sorte, no início, a expressão “valores mobiliários” dizia respeito aos títulos emitidos por sociedades anônimas ou representativos de direitos sobre tais títulos, os quais eram passíveis de distribuição no mercado e de negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão.²⁴ Com base na Lei 6.385/1976, o legislador simplesmente listou o que deveria ser considerado como valor mobiliário, outorgando ao CMN a competência necessária para atualizar a lista, caso fosse necessário. No artigo 2º da referida lei, constavam, no texto original²⁵, como valores mobiliários: 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 CMN.

²¹ ALVARES, J. S. B. *O atual conceito de valor mobiliário*. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. v. 142, 2006. p. 211.

²² Inclusive, o termo “valor mobiliário” originou-se da expressão francesa “*valeur mobilière*”,

²³ *Ibid.* p. 237.

²⁴ EIZIRIK, Nelson et al., *Op. cit.*, p. 53.

²⁵ No texto original da Lei 6.385/76, seu artigo 2º dizia: “*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.*”

Mais adiante, o Decreto-lei nº 2.286, de 23 de julho de 1986, estabeleceu que os índices representativos de carteiras de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários também o são. Já a Resolução nº 1.723, de 27 de junho de 1990, dispôs, em seu artigo 1º, que também são valores mobiliários as notas promissórias emitidas por sociedades por ações, desde que destinadas à oferta pública (*commercial papers*). Fora estes, com o passar dos anos, foram incluídos no rol dos valores mobiliários: (i) os direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções e certificados de depósitos²⁶; (ii) as cotas de fundos imobiliários²⁷; (iii) os certificados de investimentos audiovisuais²⁸; (iv) os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica²⁹; (v) os certificados de recebíveis imobiliários, também conhecidos como “CRIs”³⁰.

Até a edição da MP nº 1.637, de 08 de janeiro de 1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001, não havia sido conceituado o valor mobiliário. Naquele contexto, não existia uma definição para o termo, mas apenas uma aceção estrita do mesmo, posto que a legislação pátria apenas listava quais instrumentos financeiros eram passíveis de tal classificação. Sobre o tema, asseveram Eizirik et al. da seguinte forma³¹:

“A doutrina, no entanto, há muito salientava a necessidade de adoção de um conceito mais amplo de valores mobiliários, que pudesse abarcar as mais diferentes hipóteses de empreendimentos, inclusive os contratos negociados em bolsas de mercadorias e de futuros, assim como quaisquer contratos de investimentos oferecidos publicamente. Nesse sentido, a Lei nº 10.198/2001 constituiu importante marco no mercado de capitais brasileiro, ao conferir uma aceção abrangente aos valores mobiliários, mediante adaptação, ao nosso sistema legal, do conceito de security do direito norte-americano, tal como entendido pela jurisprudência dos tribunais.”

²⁶ Resolução CMN nº 1.907, de 26.02.1992.

²⁷ Lei nº 8668, de 25.06.1993.

²⁸ Lei nº 8685, de 20.07.1993.

²⁹ Resolução CMN nº 2.405, de 25.06.1997 e Instrução CVM nº 267, de 01.08.1997.

³⁰ Lei nº 9.514, de 20.11.1997 e Resolução CMN nº 2.517, de 29.06.1998.

³¹ EIZIRIK, Nelson et al., Op. cit., p. 55.

Com a promulgação da Lei nº 10.198/2001, foram incluídos no rol já existente quaisquer contratos de investimento oferecidos ao público investidor. A principal preocupação, neste caso específico, era regular os contratos de derivativos e *commodities*, em especial aqueles referentes ao *boi gordo*³², objeto de posterior regulamentação pela CVM por meio da Instrução nº 270.

Por fim, de modo a complementar ainda mais o arcabouço legislativo pátrio, foi editada a Lei nº 10.303/2001³³, que buscou sistematizar o conceito já inserido no ordenamento pela Lei nº 10.198/2001, mas incluindo também os derivativos e as cotas de fundos de investimento. Após mais algumas pequenas alterações³⁴, o artigo 2º da Lei 6.3785/76 atualmente encontra-se consolidado da seguinte forma:

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;*

³² ADVFN Brasil. *Contrato Futuro de Boi Gordo*. Disponível em <<http://br.advfn.com/investimentos/futuros/boi-gordo>>. Acesso em 25 mai. 2015.: “Cada contrato futuro de boi gordo negociado no Mercado BM&F estabelece um acordo de compra e venda de 330 arrobas líquidas (4.950 kg) de animal bovino macho. O preço de cada contrato é estabelecido no momento de sua negociação, porém o pagamento apenas ocorre em sua data de vencimento. O contrato futuro de Boi Gordo negociado no Mercado BM&F resume-se à liquidação financeira do valor do contrato em sua data de vencimento, não envolvendo a entrega física da mercadoria. Este fato provê maior liquidez a este mercado, uma vez que os investidores não precisam efetivamente criar, transportar ou distribuir gado para negocia-lo no mercado futuro. O preço de mercado do Boi Gordo Futuro varia de acordo com: a oscilação da cotação do Boi Gordo no mercado físico e a proximidade do vencimento do contrato futuro.”

³³ Em virtude da Lei nº 10.303/2001, o artigo 2º da Lei nº 6.385/76 atualmente vigora com a seguinte redação: “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.”

³⁴ A Lei 6.385/76 foi alterada, posteriormente à Lei 10.303/01, pelo Decreto nº 3.995/01 e pelas Leis 10.411/02, 11.638/07, 12.543/11 e 12.810/13.

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”

Hoje, assevera a CVM³⁵ que são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Por fim, importante frisar que a lei expressamente retirou do rol de valores mobiliários os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, bem como títulos cambiais sob responsabilidade de instituições financeiras, excetuando-se as debêntures. Dessa forma, estes títulos não estão sob supervisão da CVM.

1.2.2. Espécies de Valores Mobiliários Distribuíveis sob Esforços Restritos

Tendo em vista que o objetivo do presente trabalho não é conceituar exaustivamente os diferentes valores mobiliários presentes em nosso ordenamento, uma vez que o mesmo tornar-se-ia infundável frente aos diversos tipos e características existentes, passa-se agora à explicação de alguns dos principais valores mobiliários, mais especificamente aqueles passíveis de distribuição mediante esforços restritos, objeto deste trabalho.

³⁵ CVM. Op. cit., p. 54.

(i) Notas Comerciais

As notas comerciais atualmente encontram-se bastante em voga no cenário de emissões de valores mobiliários. Oriunda do direito norte-americano, onde é chamada de *commercial paper*, a nota comercial (também chamada de nota promissória comercial) tem como finalidade a captação de recursos a curto prazo, aparecendo como alternativa ao financiamento bancário.

Os *commercial papers* têm natureza bastante similar às debêntures (sobre as quais falaremos mais adiante), sendo que a grande diferença entre estes dois instrumentos financeiros reside no fato de que o primeiro tem como objetivo fornecer à emissora capital de giro para financiar o dia-a-dia da operação, enquanto que as debêntures são utilizadas para financiamento de projetos de investimento de maior porte. Por isso mesmo, as notas comerciais tem prazo de vencimento estipulado pela CVM³⁶, podendo variar de trinta a trezentos e sessenta dias.

Este tipo de instrumento está geralmente relacionado a algum financiamento prévio captado pela emissora. Explica-se. Quando um financiamento de grande porte é realizado (pela emissão de debêntures, por exemplo), muitas vezes a empresa fica sem liquidez para custear as operações rotineiras. Dessa forma, a mesma emite as notas comerciais para que adquira liquidez de maneira mais rápida, uma vez que a estruturação de uma emissão de notas comerciais é muito mais veloz do que uma operação semelhante realizada com debêntures.

Este tipo de instrumento possui algumas particularidades, muito relacionadas à possibilidade de sua negociação no mercado de capitais. Muito embora tenha natureza cambiária, quando emitida para negociação no referido

³⁶ Instrução CVM nº 134, art. 7º.

mercado por sociedade anônima, deve observar as seguintes características, conforme ensinamentos de Fábio Ulhôa Coelho³⁷: a) comporta apenas endosso, sem garantia, o que significa dizer que, caso o investidor transfira seus direitos creditícios a outrem, este não se tornará codevedor da sociedade emissora; b) o endosso deve ser obrigatoriamente em preto³⁸, de forma a identificar a pessoa para a qual está sendo transferido o crédito; e c) a companhia não pode negociar com suas próprias notas comerciais, de maneira que, caso o faça, tal atitude equivalerá à sua liquidação, ficando a companhia impedida de revendê-las e obrigada a cancelá-las.

Ademais, cumpre ressaltar que a emissão deste tipo de instrumento financeiro foi regulamentada pela Instrução CVM nº 134, de 01 de novembro de 1990, sendo alterada posteriormente, inclusive pela Instrução CVM nº 480. Nas emissões de *commercial papers*, há a necessidade contar com um agente colocador, ou seja, um intermediário financeiro da operação, que deve, obrigatoriamente, ser integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.³⁹

Além dessas, por óbvio, as notas comerciais estão sujeitas à emissão mediante esforços restritos, regulamentada pela ICVM 476, o que tem se tornado cada vez mais comum. Isto se dá porque este tipo de operação possibilita a captação de recursos fora do sistema financeiro, atingindo investidores institucionais. Sem majorar sua tomada de crédito, a companhia capta os recursos necessários. Contudo, atualmente este tipo de operação, tal qual emissões de outros tipos de valores mobiliários, adquirem natureza de

³⁷ COELHO, Fábio Ulhoa: *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. 19ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 179.

³⁸ O “endosso em preto” está previsto no artigo 2º da Lei 10.406/02 (Código Civil Brasileiro), mais especificamente em seu parágrafo 1º:

Art. 910. O endosso deve ser lançado pelo endossante no verso ou anverso do próprio título.

§1º Pode o endossante designar o endossatário, e para validade do endosso, dado no verso do título, é suficiente a simples assinatura do endossante”.

³⁹ FORTUNA, Eduardo: *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 20ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Qualymark Editora, 2015. p. 399.

empréstimo bancário, uma vez que muitas vezes os bancos que coordenam a emissão acabam “encarteirando” todos os títulos em seu portfólio.

(ii) Cédulas de Crédito Bancário (CCBs)

As Cédulas de Crédito Bancária, disciplinadas pela Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004, são, conforme o artigo 26 da referida lei, promessa de pagamento em dinheiro, necessariamente lastreada em uma operação de crédito de qualquer modalidade. Possuem características análogas às dos títulos de crédito, sendo um título executivo extrajudicial, representativo de dívida em dinheiro, certa, líquida e exigível.

Além disso, as CCBs possuem cartularidade, vedada a emissão escritural desta, literalidade, autonomia e causalidade, tendo em vista que está obrigatoriamente relacionada a alguma operação de crédito.⁴⁰

Segundo Eizirik et al.⁴¹, tendo em vista a auto-suficiência da CCB como documento de legitimação e prova dos direitos cambiários por ela representados, o legislador teve a preocupação de listar os requisitos necessários que esta deve conter.⁴² Assim como ocorre com os outros tipos de título de crédito, a eficácia da CCB está condicionada ao cumprimento de todos estes requisitos.

⁴⁰ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, “A Cédula de Crédito Bancário (Medida Provisória 1.925, de 14.10.1999)”. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, Malheiros, v. 116, out./dez. 1999. p. 130.

⁴¹ EIZIRIK, Nelson et al. Op cit., p. 132.

⁴² Art. 29. A Cédula de Crédito Bancário deve conter os seguintes requisitos essenciais:

I - a denominação "Cédula de Crédito Bancário";

II - a promessa do emitente de pagar a dívida em dinheiro, certa, líquida e exigível no seu vencimento ou, no caso de dívida oriunda de contrato de abertura de crédito bancário, a promessa do emitente de pagar a dívida em dinheiro, certa, líquida e exigível, correspondente ao crédito utilizado;

III - a data e o lugar do pagamento da dívida e, no caso de pagamento parcelado, as datas e os valores de cada prestação, ou os critérios para essa determinação;

IV - o nome da instituição credora, podendo conter cláusula à ordem;

V - a data e o lugar de sua emissão; e

VI - a assinatura do emitente e, se for o caso, do terceiro garantidor da obrigação, ou de seus respectivos mandatários.”

As CCBs são objeto de grande discussão entre os especialistas, especialmente no que diz respeito à sua caracterização como valor mobiliário, sujeitas, portanto, à regulação da CVM. Enquanto alguns autores, como Eizirik et al., são contrários à caracterização das CCBs como um valor mobiliário (pois, para estes, o instrumento tem natureza creditícia), outros, como Ary Oswaldo Mattos Filho⁴³, são favoráveis.

Sobre este ponto, versam Eizirik et al.⁴⁴ que este tipo de instrumento financeiro não atende os requisitos necessários para sua conceituação como valor mobiliário, pois, segundo ele, a CCB não se configura como um contrato de investimento coletivo, conforme tipificado na Lei nº 6.385/76, em seu artigo 2, inciso X.

Segundo os autores, primeiramente, a CCB não pressupõe a existência de qualquer empreendimento por parte do devedor, o qual estaria sendo financiado pelos recursos advindos do referido instrumento financeiro, não tendo, portanto, finalidade condizente com a de um valor mobiliário. Além disso, no caso da CCB, a expectativa de eventuais lucros não possui qualquer relação com o sucesso de um eventual empreendimento, tão somente sendo gerados por meio da taxa de juros imputada ao instrumento. Além disso, não existe qualquer tomada de risco mediante comunhão de interesses entre as partes, uma vez que os recursos deverão ser pagos independentemente de eventual sucesso ou não de um empreendimento.

Finalizam Eizirik et al., em sua argumentação, observando que a CCB não pode definitivamente ser utilizada como valor mobiliário pelo fato de que não poderia jamais ser caracterizada como contrato de investimento coletivo, uma vez que não existe um empreendimento comum entre emissor e adquirente, sendo o recebimento do principal e dos juros o único interesse do

⁴³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, “CCB é valor mobiliário?”. Revista Capital Aberto. Editora Capital Aberto, São Paulo, n. 56, abr. 2008. Disponível em <www.capitalaberto.com.br>. Acesso em 12 mai.2015.

⁴⁴ EIZIRIK, Nelson et. al., Op. cit., p. 136.

adquirente. Segundo os autores, ainda que exista um empreendimento econômico por trás da captação de recursos via CCB, não se pode aduzir que existe comunhão de interesses entre os adquirentes.

Argumentando em sentido contrário, Mattos Filho estrutura sua opinião de maneira cronológica⁴⁵. De início, assevera o ilustre jurista que, quando da criação da CVM (assunto do próximo item deste trabalho), em 1976, a Lei nº 6385 excluiu do campo normativo da nova autarquia os títulos de crédito emitidos por instituição financeira, ressalvadas as debêntures, cuja competência atribuiu-se à referida autarquia. Todavia, com a ocorrência de um escândalo financeiro, anos depois⁴⁶, foi editada medida provisória (posteriormente convertida na Lei nº 10.198) no sentido de dar à CVM competência formal para estabelecer regras e fiscalizar as emissões de títulos ou contratos de investimento objetos de oferta pública. Segundo Mattos Filho⁴⁷, a partir daí, abriu-se a caixa de Pandora. Na definição que o legislador escolheu para “contrato de investimento”, optou-se por adotar uma definição deveras genérica de valor mobiliário, conforme explicitado no item acima do presente trabalho, baseando-se em precedente do ordenamento norte-americano.⁴⁸ Assevera Mattos Filho que, a partir da definição dada pelo legislador, restava saber se (i) haverá ou não oferta pública; (ii) a oferta pública ofertará algo que constitui um título ou um contrato de investimento coletivo; e (iii) este não é de emissão de instituição financeira, cuja competência pertence ao Bacen.⁴⁹

Neste contexto, opiniões divergentes apontam que a competência não seria da CVM, uma vez tratar-se de título de crédito. De qualquer forma,

⁴⁵ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. cit., p. 1.

⁴⁶ Processo n.º 000.02.093644-3, 19ª Vara Cível Central da Comarca de São Paulo. Ação Penal Falimentar em face dos controladores da Gallus Agropecuária S.A.

⁴⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. cit., p. 1.

⁴⁸ SEC v. Howey.

⁴⁹ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. cit., p. 1.

⁴⁹ SEC v. Howey.

Mattos Filho acredita que a questão é irrelevante, frente ao fato de que um contrato de investimento caracteriza-se por germinar um direito de participação, parceria ou remuneração, advindo de esforço do empreendedor ou de terceiros. Assim, excluem-se da competência da CVM os contratos de investimento realizados por instituições financeiras (ressalvadas, mais uma vez, as debêntures, bem como títulos de dívida pública).

Assim, segundo o jurista, temos as seguintes premissas para caracterizar as CCBs como valores mobiliários, sujeitos à supervisão da CVM: (i) as CCBs são emitidas por instituições não-financeiras, portanto, não sujeitas à regulação do Bacen; (ii) os adquirentes destes instrumentos almejam receber uma remuneração; e (iii) estes instrumentos são colocados no mercado por meio do sistema de distribuição do mercado de valores mobiliários, sendo que o rendimento contratado é produzido pelo esforço de terceiros e gera direito de participação no empreendimento comum.⁵⁰

Finalmente, surgiu o entendimento da própria CVM sobre o assunto. Este foi gerado quando o Banco Itaú BBA solicitou a dispensa de registro de uma oferta pública de CCBs, emitidas por empresa de investimentos imobiliários, portanto, não-financeira.⁵¹

O Diretor Marcos Barbosa Pinto, em seu voto, fez exposição bastante completa e fundamentada de sua opinião sobre a questão. Segundo ele, para caracterização nos moldes do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385, as seguintes premissas devem ser atendidas⁵²:

“i. deve haver um investimento (“IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...”);

ii. o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato (“IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...”);

⁵⁰ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. cit., p. 1.

⁵⁰ SEC v. Howey.

⁵¹ Processo CVM nº RJ2007/11.593

⁵² Processo CVM nº RJ2007/11.593

iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");

iv. o investimento deve dar direito a alguma forma de "remuneração", termo ainda mais amplo que o correlato "lucro" utilizado no direito norte-americano ("IX - títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração ...");

v. a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor ("IX - ... cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros"); e

vi. os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública, requisito que não encontra similar no conceito norte-americano, mas que se coaduna perfeitamente com o sistema regulatório dos Estados Unidos ("IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ...").[...]"

A partir daí, o Diretor expressa que as CCBs cumprem, claramente, os cinco primeiros requisitos, de maneira que, para ele, no caso deste tipo de instrumento financeiro (i) o poupador está fazendo um investimento, neste caso em renda fixa; (ii) o artigo 26, *caput*, da Lei nº 10.931/04 deixa claro que as CCBs são títulos de crédito e que sempre se admitiu que alguns títulos de crédito podem ser valores mobiliários, como é o caso das notas promissórias; (iii) em uma operação de crédito, podem ser emitidas diversas CCBs com as mesmas características a investidores distintos, o que caracteriza a coletividade do investimento; (iv) o pagamento de juros, inerente ao referido instrumento, constitui remuneração do investimento; e (v) a remuneração paga pelas CCBs advém dos esforços do empreendedor, e não do investidor, já que este aguarda passivamente o pagamento dos juros incidentes sobre o crédito.⁵³

Sobre o último requisito, se as CCBs seriam passíveis de oferta pública, versa Barbosa Pinto:

"3.5 A grande questão consiste em saber se as emissões de CCBs podem satisfazer o requisito descrito no item 2.11(vi) acima, isto é, se elas podem ser objeto de oferta pública.

3,6 O conceito de "oferta pública" é dado pelo art. 19, §1º e 3º da Lei nº 6.385/76, que foi regulado pelo art. 3º da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que assim dispõe:

⁵³ Processo CVM nº RJ2007/11.593

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.

3.7 Se a instituição financeira procurar vender as CCBs emitidas em seu favor utilizando qualquer dos mecanismos descritos neste dispositivo, tais como preparação de prospecto destinado ao público, envio de correspondência a investidores indeterminados e utilização de publicidade, estaremos diante de uma oferta pública.

3.8 É irrelevante, para este fim, que o ofertante das CCBs não seja seu emissor. A própria Lei nº 6.385/76 já previa esta hipótese no art. 19, §2º, que equipara ao emissor tanto as instituições financeiras que distribuírem valores mobiliários quanto outros investidores que vierem a adquiri-los para colocá-los no mercado,⁽¹²⁾

3.9 A meu ver, também não há nada na Lei nº 10.931/04 que impeça uma oferta pública de CCBs, A este respeito, vale notar que:

- i. o art. 29, §1º, da Lei nº 10,931/04 permite a transferência das CCBs a terceiros que não sejam instituições financeiras;*
- ii. as CCBs são títulos de crédito, o que facilita - e muito - sua venda e negociação no mercado;*
- iii. segundo a Exposição de Motivos da lei que as regula, as CCBs foram criadas também para "facilitar e agilizar a negociação de créditos bancários".⁽¹³⁾*

3.10 Portanto, não vejo nenhum óbice a que uma instituição financeira faça uma oferta pública de CCBs no mercado, caso em que restarão satisfeitos todos os requisitos previstos no art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/76.

3.11 Resta saber se as CCBs caem na exceção prevista no inciso II do §1º do art. 2º da Lei 6,385/76: "títulos de responsabilidade de instituição financeira", Embora as CCBs envolvam sempre instituições financeiras, estas figuram sempre no pólo ativo da relação de crédito, como credoras e não como devedoras. Logo, as instituições financeiras não são "responsáveis" pelas CCBs.

3.12 Ocorre que o art. 29, §1º da Lei nº 10.931/04 diz que as CCBs só podem circular mediante endosso, segundo as regras do direito cambiário, ou seja, segundo o disposto na Lei Uniforme Relativa a Letras de Câmbio e Notas Promissórias. E o art. 15 desta lei prevê que o endossante de um título é, via de regra, responsável pelo seu inadimplemento.

3.13 Todavia, este mesmo dispositivo da Lei Uniforme prevê que o endossante pode excluir sua responsabilidade, desde que esta exclusão conste expressamente do título, Portanto, caso a instituição financeira proceda dessa forma ao endossar as CCBs para terceiros, restará afastada a incidência do art. 2º, §1º, II, da Lei 6.385/76."

Assim, ante o exposto, para o Diretor Marcos Barbosa Pinto, as CCBs só não serão valores mobiliários caso (i) não sejam objeto de oferta pública; ou (ii) a instituição financeira permaneça responsável pelo seu adimplemento, hipótese na qual os instrumentos financeiros poderão circular no mercado sem estarem sujeitas à fiscalização da CVM, da mesma forma que os demais títulos emitido por instituições financeiras.

Resultado do voto do relator supracitado, acompanhado pelo restante do Colegiado, e de suas recomendações, quando foi editada a Instrução CVM nº 476/09, as CCBs foram incluídas no rol de valores mobiliários passíveis de distribuição mediante esforços restritos.

(iii) Debêntures

Segundo Borba⁵⁴, em um primeiro momento, a debênture se assemelha a uma promissória, pois, como este título, incorpora uma declaração unilateral de vontade, que se consubstancia em promessa de pagamento em dinheiro.

⁵⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op cit., p. 281

Todavia, segundo o douto jurista, em posterior e mais criterioso exame, a debênture não se identifica com nenhum outro título, em razão de suas muitas características que lhe são peculiares.

As debêntures constituem valores mobiliários⁵⁵ que conferem aos seus titulares um direito de crédito contra a companhia que as emitiu, respeitadas as condições estabelecidas na escritura de emissão destas, bem como nem em seu certificado, se houver.⁵⁶ Segundo Eizirik et al.,⁵⁷ a finalidade econômica da debênture é a de financiamento da companhia emissora, mediante empréstimo contraído junto a restrito círculo de pessoas, nos casos de emissão privada, ou mediante apelo à poupança popular, no caso de emissão pública. Nestes casos, a companhia emissora não deseja contrair empréstimo bancário, tendo em vista que, nas emissões de debêntures, os prazos são mais longos e os juros, mais baixos⁵⁸, nem tampouco aumentar seu capital social mediante emissão de novas ações. Por este motivo, asseveram Eizirik et al.⁵⁹ que a doutrina brasileira e estrangeira são pacíficas em caracterizar a debênture como um contrato de mútuo mercantil, ainda que especial, uma vez que a quantia mutuada é dividida em frações, que correspondem ao número de debêntures subscritas. Tal qual o contrato de mútuo, no vencimento das debêntures, a companhia pagará o devido ao debenturista, de modo que os debenturistas postam-se diante da companhia emissora do mesmo modo que o mutuante diante do mutuário.⁶⁰

Como dito acima, as debêntures são regulamentadas pela LSA, sendo passíveis de emissão somente por sociedades anônimas não financeiras⁶¹, de capital aberto ou fechado⁶², por meio de escritura de emissão. Nesta escritura,

⁵⁵ Lei nº 6.385/76, art. 2º, inciso I, conforme alterada.

⁵⁶ Lei nº 6.404/76, art. 52.

⁵⁷ EIZIRIK, Nelson et. al., Op cit., p. 68-69.

⁵⁸ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. Op cit., p. 125.

⁵⁹ EIZIRIK, Nelson et al., Op cit., p. 69.

⁶⁰ COELHO, Fabio Ulhôa. Op. cit., p. 166.

⁶¹ Sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias estão autorizadas a emití-las.

⁶² A partir da edição da Instrução CVM nº 476/09.

são estabelecidas as condições da emissão⁶³, tais quais a remuneração e o prazo de vencimento. Além disso, estipulam o valor nominal unitário da debênture, que geralmente corresponde ao valor despendido pelo investidor no ato de subscrição da debênture, valor de reembolso, condições de resgate, garantias etc. Quanto à forma, as debêntures poderão ser nominativas⁶⁴ ou escriturais⁶⁵.

Em princípio, compete à assembleia geral deliberar sobre a emissão de debêntures, a qual também aprovará a escritura e as respectivas condições. Segundo Fabio Ulhôa Coelho⁶⁶, na companhia aberta, o conselho de administração tem competência para deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações e sem garantia real. Além disso, segundo o referido jurista, a assembleia geral de companhia aberta poderá delegar parte das definições ligadas à operação ao conselho de administração, como, por exemplo, o momento de realizá-la.

As debêntures podem ser classificadas por espécies, mais especificamente por quatro delas: (i) com garantia real, onde as mesmas são garantidas por bens ou direitos pertencentes à companhia emissora, que não poderão ser negociados sem a aprovação dos debenturistas; (ii) com garantia flutuante, que asseguram privilégio sobre o ativo da emissora, mas que não impede que a companhia negocie bens que compõem esse ativo; (iii) quirografária, que não dispõe de qualquer preferência, concorrendo, o debenturista, com os outros credores da companhia em caso de falência desta; e (iv) subordinadas, que só possuem preferência de pagamento em relação ao que é devido aos acionistas da companhia, ficando atrás das de espécie quirografária. Com isso, percebe-se que a distinção das debêntures se dá pela ordem de pagamento do reembolso do debenturista na falência da sociedade anônima emissora. Se a companhia não se encontra falida, não há diferença

⁶³ Lei nº 6.404/76, art. 52.

⁶⁴ LSA, art. 63, *caput* e parágrafos.

⁶⁵ Parte final do art. 63 da LSA.

⁶⁶ COELHO, Fabio Ulhôa. Op. cit., p. 168.

entre as diferentes espécies. Solvente a companhia e não adimplidas as obrigações assumidas na escritura, cabe aos debenturistas executá-las, com a penhora dos bens que compõem o patrimônio que forem necessários para que sejam cumpridas as obrigações. Todavia, quando se tratarem de debêntures com garantia real, a penhora se dará com relação ao bem ou direito garantidor da operação, ainda que maior que o valor devido.⁶⁷

Segundo Fabio Ulhôa Coelho⁶⁸, da perspectiva do investidor, a garantia oferecida pela companhia interfere na mensuração da vantagem do investimento, uma vez que, na ponderação do valor do mesmo, o risco é elemento de grande importância, de modo que a aceitação do mercado frente ao valor mobiliário tem relação com a garantia prestada.

Ademais, cabe versar brevemente sobre as debêntures conversíveis em ações. Regulamentadas pelo artigo 57 da LSA, porém sendo admitidas à negociação desde a edição da Lei nº 4.728, de 1965 (Lei do Mercado de Capitais), este tipo de debênture confere ao seu titular a possibilidade de converter seus títulos em ações da companhia emissora, conforme disposições expressas da escritura de emissão. Segundo Eizirik et al.,⁶⁹ confere-se ao debenturista a opção de conservar sua debênture até o vencimento ou de passar do status de credor a participante da sociedade. Continua o nobre jurista dizendo que as bases de conversão, espécie e a classe das ações em que poderão ser convertidas, bem como o prazo ou a época para o exercício da conversibilidade deverão estar estipuladas na escritura. Além disso, mediante previsão do artigo 57, § 1º da LSA, os acionistas terão preferência para subscrever debêntures conversíveis em ações, observado o disposto no artigo 171 e 172 da referida lei. Entretanto, esta preferência deve ser exercida no

⁶⁷ Ibid. p. 170-171.

⁶⁸ Ibid. p. 172.

⁶⁹ EIZIRIK, Nelson et al., Op cit., p. 73-74.

momento da emissão das debêntures, e não quando de sua conversão pelo debenturista.

Por fim, vale a menção à figura do agente fiduciário. Segundo o artigo 68 da LSA, o agente fiduciário representa os interesses dos debenturistas perante a companhia emissora.⁷⁰ Nas debêntures distribuídas ou admitidas à negociação no mercado, a intervenção do agente fiduciário é obrigatória⁷¹, devendo este ser nomeado e aceitar sua função na escritura de emissão.

Sua função é basicamente fiscalizar as decisões dos administradores da companhia durante a vigência das debêntures, tendo em vista que geralmente os prazos destas são longos e os debenturistas são muitos, o que tornaria inviável aos investidores que acompanhassem o dia-a-dia da companhia emissora de forma diligente.

A função do agente fiduciário pode ser exercida por pessoa física ou por instituição financeira especialmente autorizada pelo Bacen,⁷² observados os impedimentos que a LSA estabelece em seu artigo 66, § 3º.

(iv) Cotas de Fundos de Investimento Fechados

Como sabido, os fundos de investimento podem ser constituídos sob a forma de condomínios abertos, geralmente organizados por prazo indeterminado, e fechados, que podem ter tempo de duração predeterminado.

Nestes fundos abertos, permite-se a entrada e a saída de novos investidores (ou cotistas), neste último caso mediante a alienação de ativos pertencentes ao fundo para que se possibilite o resgate das cotas pelo cotista. Este resgate pode ser parcial ou total.

Contudo, quando falamos de fundos fechados, entende-se que a entrada e saída de cotistas é vedada. Quando da constituição do fundo de investimento,

⁷⁰ LSA, art. 68, § 1º, alínea “a”.

⁷¹ LSA, art. 61, § 1º.

⁷² LSA, art. 66, §§ 1º e 2º.

ocorre o que chamamos de captação de recursos. Neste tipo de fundo, encerrado o período de captação do fundo, não mais é permitida a entrada de novos investidores, e nem a aplicação de mais recursos pelos atuais cotistas. Aqui, faz-se necessária a ressalva que podem ser abertas novas “rodadas de investimento”.⁷³

Ademais, quando falamos de cotas de fundos, entende-se que as mesmas confere iguais direitos e obrigações aos cotistas, correspondendo a frações ideais de seu patrimônio, sendo escriturais e nominativas.

Com relação à possibilidade de transferência de cotas, no que concerne às cotas de fundo aberto, as mesmas não poderão ser objeto de cessão ou transferência, salvo algumas exceções.⁷⁴ Todavia, no que diz respeito às cotas de fundos de investimento fechados, estas poderão ser transferidas, desde que assinado respectivo termo de cessão e transferência, devidamente assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou então por meio da negociação em mercado regulamentado em que tais cotas tenham sido admitidas à negociação.⁷⁵

No que concerne à distribuição, quando falamos de cotas de fundo de investimento aberto, a mesma não precisa ser registrada na CVM, devendo ser realizada por instituições intermediárias e devidamente habilitadas no sistema de distribuição de valores mobiliários. Por outro lado, a distribuição de cotas de fundo de investimento de fundos fechados precisa ser registrada previamente na CVM, sendo também realizada por instituições intermediárias devidamente habilitadas no sistema de distribuição de valores mobiliários, sendo que a subscrição destas cotas deve ser encerrada no prazo máximo de 180 dias. Por óbvio, existe a exceção das ofertas de distribuição com esforços

⁷³ CVM. Op. cit., p. 81.

⁷⁴ FORTUNA, Eduardo, Op. cit., p. 799.: Segundo Fortuna, as cotas de fundos de investimento aberto poderão ser cedidas por: (i) decisão judicial ou arbitral; (ii) operações de cessão fiduciária; (iii) execução de garantia; (iv) sucessão universal; (v) dissolução de sociedade conjugal ou união estável, dentro das regras da legislação em vigor; e (vi) transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência.

⁷⁵ Ibid. p. 800.

restritos, que dispensam o registro na CVM, o que será abordado com mais profundidade adiante.

(v) Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) ou do Agronegócio (CRAs)

Os certificados de recebíveis imobiliários estão previstos na Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, lei esta que criou o Sistema Financeiro Imobiliário, bem como na Resolução do CMN nº 2.517, de 29 de junho de 1998 e na Instrução CVM nº 414/04, que foi alterada pelas Instruções CVM nºs 443 e 446, ambas de 2006.

Conforme previsão expressa da lei⁷⁶, os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) são títulos de crédito nominativos, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários, que constituem promessa de pagamento em dinheiro. A lei também diz⁷⁷ que estes certificados são de emissão exclusiva das companhias securitizadoras.⁷⁸ Securitizar significa transformar créditos a receber, como aqueles provenientes das vendas a prazo nas atividades comerciais, financeiras ou prestação de serviços, em títulos créditos a receber – como os provenientes das vendas a prazo nas atividades comerciais, financeiras ou prestação de serviços – em títulos negociáveis no mercado.⁷⁹ Sobre o processo de securitização, versa a CVM da seguinte forma:⁸⁰

“A securitização pode ser estruturada em diferentes formatos. Em uma possível forma, o processo se inicia com um financiamento imobiliário, em que determinado cliente assume a obrigação de uma dívida. Essa dívida origina direitos creditórios à instituição financiadora. Em seguida, cria-se uma estrutura de securitização, como uma companhia securitizadora, que adquire os direitos creditórios com um desconto e os vincula à emissão de uma série de

⁷⁶ Lei nº 9.514/97, art. 6º,

⁷⁷ Lei nº 9.514/97, parágrafo único do art. 6º.

⁷⁸ Instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade anônima, que terão por finalidade a aquisição de créditos imobiliários, os recebíveis, e sua securitização na forma de CRIs, bem como emitir e colocá-los no mercado juntamente com outros títulos compatíveis com suas atividades.

⁷⁹ CVM. Op cit., p. 70.

⁸⁰ Ibid. p. 70.

CRI, que são lançados no mercado para captação de recursos junto aos investidores. O banco, ao receber os pagamentos dos clientes, repassa esses valores à securitizadora, que, por sua vez, os utiliza para pagamento aos investidores dos CRIs. Todas as condições, assim como as características da operação, são lavradas em um termo de securitização.”

Segundo Eizirik et al.⁸¹, os créditos objeto de regime fiduciário⁸² destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem ligados e ao pagamento de custos de administração e obrigações fiscais. Continuam os autores asseverando que estes créditos são isentos de qualquer ação ou execução, bem como não são passíveis de constituição de garantias ou de excussão pelos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam.

Nas CRIs, deverá ser nomeado agente fiduciário, a quem caberá a representação dos interesses e direitos dos beneficiários.⁸³

Ademais, quando falamos em Certificados de Recebíveis do Agronegócio, os CRAs, regulamentados pela Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, as regras são basicamente as mesmas dos CRIs, tendo a CVM, inclusive, comunicado ao mercado⁸⁴ que as regras da Instrução CVM nº 414/04, relativa aos CRIs, se aplicam aos CRAs.

A grande diferença, obviamente, consiste na origem dos recebíveis. No caso específico dos CRAs, os direitos creditórios são oriundos de negócios realizados entre produtores rurais, bem como de suas cooperativas e terceiros, incluindo financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na agropecuária.⁸⁵

(vi) Letras Financeiras (LFs)

⁸¹ EIZIRIK, Nelson et al., Op cit., p. 130.

⁸² Poderá ser instituído regime fiduciário sobre créditos imobiliários com a função de lastrear a emissão de CRIs, nos termos do artigo 10 da Lei nº 9.514/97.

⁸³ Lei nº 9.514/97, art. 10, IV.

⁸⁴ Comunicado proferido em 21.11.2008.

⁸⁵ EIZIRIK, Nelson et al., Op. cit., p. 131.

As Letras Financeiras, ou LFs, surgiram a partir da Medida Provisória nº 472/2009, originalmente sob competência do CMN. Quando da conversão da referida medida provisória em lei, a de nº 12.249, de 11 de junho de 2010, a competência de regulação das distribuições públicas deste instrumento passou a ser da CVM.

Segundo a CVM,⁸⁶ a crise financeira de 2008 evidenciou que o descasamento entre ativos e passivos pode gerar sérias dificuldades de liquidez para as instituições financeiras. No Brasil, apesar da solidez do mercado, a captação destas instituições resta um tanto quanto prejudicada, tendo em vista que esta geralmente ocorria por meio de Certificado de Depósito Bancário (CDB) ou Recibos de Depósito Bancário (RDB), instrumentos de curto prazo, que dificultam a gestão da liquidez de médio e longo prazo. Assim, este risco poderia ser diminuído se houvesse um instrumento que possibilitasse a captação à médio e longo prazo. Esta foi a principal motivação para a criação da Letra Financeira, cujo objetivo primordial é financiar projetos de longa duração e promover maior estabilidade ao sistema financeiro.

Dessa forma, encontram-se autorizados a emitir LFs os bancos múltiplos, os bancos comerciais, os bancos de desenvolvimento, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as caixas econômicas, as companhias hipotecárias, as sociedades de crédito imobiliário e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

O valor nominal unitário das LFs não pode ser inferior à trezentos mil reais, quando estas forem subordinadas – ou seja, quando vinculadas ao capital da instituição emissora, e a cento e cinquenta mil reais quando forem não subordinadas – por óbvio, aquelas onde não há vinculação com o capital. Seu prazo mínimo para vencimento é de vinte e quatro meses. Ao contrário dos CDBs, as LFs têm como público alvo os investidores institucionais.

⁸⁶ CVM. Op. cit., p. 62.

Este tipo de instrumento foi criado como um título executivo extrajudicial, que pode ser executado independentemente de protesto.

Com relação à distribuição pública das LFs, a mesma deverá observar os requisitos da Instrução CVM nº 488/10, quando em ofertas públicas amplas, e da Instrução CVM nº 476/09, quando em ofertas restritas, onde ficará dispensado o registro de emissor de valores mobiliários, desde que não relacionadas a operações ativas vinculadas. Segundo a Resolução nº 2.921 do CMN, de 17 de janeiro de 2002, operação ativa vinculada é aquela por meio da qual a instituição financeira estipula condição ao pagamento de um passivo que consiste no recebimento de recursos entregues ou à sua disposição por terceiros. Desta forma, o risco de crédito deixa de ser da instituição emissora e passa a ser o risco do ativo vinculado à operação.

(vii) Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA)

Os certificados de direitos creditórios do agronegócio são títulos de crédito nominativos, cartulares ou escriturais, de livre negociação. Caso sejam escriturais, devem ser registrados em sistema de registro e liquidação financeira de ativos autorizada pelo Bacen, sendo que este tipo de título é lastreado em créditos originados no agronegócio, representando pagamento em dinheiro, executáveis extrajudicialmente.

Este tipo de título é passível de emissão exclusivamente por cooperativas de produtores rurais e outras pessoas jurídicas que exerçam a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na agropecuária, garantidos por negócios realizados entre produtores rurais, bem como suas cooperativas e terceiros, incluindo empréstimos e financiamentos.

Este tipo de instrumento confere direito de penhor sobre os direitos creditórios a ele vinculados, desde que registrados em sistema de registro e

liquidação financeira de ativos pela CVM, permitida a sua substituição mediante acordo entre emissor e titular.⁸⁷

(viii) Cédulas de Produto Rural (CPR) Financeira

As cédulas de produto rural são títulos cambiais endossáveis, emitidas, por óbvio, por produtores rurais ou suas associações (aí incluídas as cooperativas), nas quais, ao contrário da CPR física (na qual vende-se, de forma antecipada, o produto que se espera colher futuramente), o objetivo é financiar a produção, mas sem entregar o produto. O produtor, acreditando na alta do preço do que produz, emite uma CPR financeira, cujo vencimento se dará fora do período da safra. Por meio de correção ou indexação, o produtor rural ou associação pagará ao titular o valor da cotação do produto na data de vencimento pré-pactuada, ficando o produtor livre para comercializar a produção na data que desejar.⁸⁸

(ix) Warrants Agropecuários

Ainda que sejam possíveis de negociação em separado, não podemos falar dos *warrants* agropecuários sem falar dos certificados de depósito agropecuário. Os CDAs, como são conhecidos, são títulos representativos de promessa de entrega de produtos agropecuários, derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, mantidos por depositários autorizados a exercer atividade de guarda e conservação de produtos do agronegócio.⁸⁹ Já os WAs são títulos de crédito representativo de pagamento em dinheiro, os quais conferem ao seu titular direito de penhor sobre os CDAs correspondentes e os produtos nele descritos.

⁸⁷ FORTUNA, Eduardo. Op. cit., p. 316.

⁸⁸ Ibid. p. 312.

⁸⁹ Ibid. p. 316.

Quanto ao registro do CDA e do WA, os mesmos precisam ser obrigatoriamente registrados em sistema de registro e liquidação financeira autorizado pelo Bacen, em até trinta dias de sua emissão. A negociação do CDA e do WA ocorre em mercados de bolsa ou de balcão, como ativo financeiro, sendo que, como dito acima, o WA pode ser negociado separadamente e diretamente entre as partes. Mais adiante, a distribuição dos WAs será melhor abordada em sua modalidade com esforços restritos.

(x) Certificados de Operações Estruturadas

No mesmo contexto de fortalecimento do setor bancário e da facilitação da captação de recursos por instituições financeiras que germinou as Letras Financeiras, surgiu também outro instrumento financeiro. Também advindo da conversão da MP 472/09 na Lei nº 12.249/10, os certificados de operações estruturadas, ou COEs, emitidos por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento e caixas econômicas, em condições previstas na Resolução nº 4.263 do CMN, de 05 de setembro de 2013.

Os COEs são certificados emitidos exclusivamente sob a forma nominativa e escritural, com natureza de valor mobiliário, híbrida, podendo ser emitido em diversas formas, tais quais:⁹⁰ (i) certificado conversível, onde atribui-se um direito pré-determinado ao subscritor, cuja satisfação varia de acordo com o valor do ativo subjacente na data do exercício. O emissor poderá pactuar condições especiais de exercício de direitos pelo subscritor; (ii) *bonus certificate*, o qual garante, na data de vencimento, o reembolso mínimo de um valor pré-determinado quando a cotação do ativo subjacente não atingir, durante a vigência da COE, barreira inferior à pré-determinada pelo emissor; e

⁹⁰ DUTRA, Rafael D'Ávila. Revista Capital Aberto, Editora Capital Aberto. n. 125, jan. 2014. Disponível em: <<http://www.capitalaberto.com.br/boletins/captacoes-boletins/certificado-de-operacoes-estruturadas/#.VWtKcd5Lcow>> Acesso em 25 mai. 2015.

(iii) *tracker*, o qual remunerará o capital investido conforme variação do ativo subjacente.

Em suma, os COEs permitem às instituições financeiras que ofereçam ao investidor uma alternativa para investir em diferentes ativos, tanto de renda fixa, quanto de renda variável.⁹¹

Por ser um instrumento muito novo, os COEs ainda não têm regras de distribuição específicas editadas pela CVM, mas esta já autorizou sua distribuição mediante esforços restritos, a qual será abordada adiante.

(xi) Ações

Talvez o mais importante valor mobiliário, a ação também possui a maior quantidade de informações pertinentes. Desta forma, de maneira a não alongar o presente trabalho em demasia, serão feitos apenas breves comentários acerca deste tema, julgados os mais importantes para o tema geral aqui abordado, as ofertas públicas distribuídas mediante esforços restritos.

A ação é o valor mobiliário representativo do capital social da companhia emissora, que garante ao seu titular a condição de sócio desta, ou seja, dá ao acionista o direito de participar da sociedade⁹². O capital social, por conseguinte, corresponde, em princípio, ao montante de bens que os que o subscreveram conferiram à sociedade ao integralizar as ações.⁹³

Quando a lei fraciona o capital social da sociedade anônima em valores mobiliários, a mesma facilita a negociação da participação societária, ressaltando a natureza de investimento do ato de ingresso na composição acionária.⁹⁴

⁹¹ FORTUNA, Eduardo. Op. cit., p. 215.

⁹² COELHO, Fábio Ulhôa, Op. cit., p. 103.

⁹³ BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. cit., p. 227.

⁹⁴ COELHO, Fábio Ulhôa. Op. cit., p. 103.

A ação confere a quem a possui direitos que podem ser classificados em essenciais e modificáveis.⁹⁵ Aqueles aos quais chamamos de essenciais não podem ser invalidados ou derogados pelo estatuto social, tampouco por maioria reunida em assembleia geral,⁹⁶ tais quais os elencados no artigo 109 da LSA (muito embora outros direitos estejam elencados de maneira esparsa)⁹⁷ (i) participação nos lucros sociais; (ii) participação no acervo social, em caso de liquidação; (iii) direito de fiscalização; (iv) direito de preferência na subscrição de valores mobiliários de emissão da companhia; e (v) direito de recesso, nos casos previstos em lei.⁹⁸ A junção destes direitos configura o real limite de atuação dos controladores da companhia.⁹⁹ Já os modificáveis, segundo a doutrina, são aqueles não expressamente elencados no artigo 109.

Além disso, os direitos conferidos aos sócios por conta de sua titularidade de ações podem ser divididos em patrimoniais ou políticos, mediante análise de sua função. O direito de participar dos lucros, por exemplo, é patrimonial, enquanto que os direitos de votar e de participar das assembleias gerais, dentre outros, são políticos. Ademais, os direitos dos acionistas também podem ser divididos em gerais ou especiais. No primeiro caso, são direitos atribuídos aos sócios de maneira geral, enquanto que, no segundo, dizem respeito apenas aos sócios possuidores de ações com características especiais.

Na sequência, podemos classificar as ações por suas espécies, mas especificamente em três classificações, tipificadas pelo artigo 15 da LSA: ordinárias, preferenciais e de fruição. No que concerne às ordinárias, atribuem-se aos seus titulares, chamados de *ordinaristas*,¹⁰⁰ todos os direitos relativos a um sócio comum, ou seja, não existe qualquer vantagem ou restrição em

⁹⁵ EIZIRIK, Nelson et al., Op. cit., p. 59.

⁹⁶ Exceto quando expressamente previsto em lei, como o direito de voto.

⁹⁷ LSA, arts. 36, 105, 125, 141, 159, 161, 254-A, por exemplo.

⁹⁸ EIZIRIK, Nelson et al., Op. cit., p. 60.

⁹⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2ª ed., v. 2. São Paulo: Ed.Saraiva, 1997. p. 289.

¹⁰⁰ COELHO, Fábio Ulhôa. Op cit., p. 120.

relação aos direitos normalmente atribuídos aos sócios de uma sociedade anônima. Assim, seus titulares possuem sempre direito de voto ¹⁰¹ nas assembleias gerais, de modo que aqueles titulares de mais da metade das ações ordinárias de uma companhia podem ser chamados de controladores, uma vez que a vontade destes nas assembleias irá invariavelmente prevalecer.

Já quando falamos de ações preferenciais, entende-se que os chamados *acionistas preferencialistas* possuem uma vantagem, um tratamento diferenciado, quando comparadas aos detentores de ações ordinárias. Tal vantagem deverá ser prevista no estatuto social da companhia. Geralmente, esta vantagem tem cunho patrimonial, como a preferência na distribuição do dividendo fixo, mínimo ou diferencial, ou a prioridade no reembolso, com ou sem prêmio, podendo que estas vantagens sejam cumulativas.¹⁰²

De toda sorte, assim como configuram ao seu titular uma determinada vantagem, as ações preferenciais podem também conter restrições. Versa o artigo 111 da LSA que o estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observando-se o artigo 109 da referida lei. Dessa forma, resta imperioso que haja previsão expressa no estatuto social, sob pena de nulidade da restrição adotada. De toda sorte, no mercado brasileiro, a restrição geralmente diz respeito ao voto. Negando-se o direito ao voto ao acionista *preferencialista*, a companhia o torna mero prestador de capital. Ainda que este tenha poder de fiscalizar a administração da companhia, não poderá interferir nesta administração.¹⁰³ Outro ponto importante diz respeito ao equilíbrio de vantagens e restrições das ações. Se uma ação preferencial possui, por exemplo, uma vantagem, nesta hipótese um dividendo diferenciado, e uma restrição, aqui a restrição ao voto, e a companhia deixa de observar a vantagem por certo período de tempo (o qual,

¹⁰¹ LSA, art. 110.

¹⁰² LSA, art. 17.

¹⁰³ COELHO, Fábio Ulhôa. Op cit., p. 124.

no caso do pagamento de dividendos, deverá estar estipulado no estatuto, não podendo ser superior a três exercícios sociais), a restrição também restará inobservada, conferindo poderes de voto ao acionista preferencialista que não auferiu sua vantagem, até que a mesma volte a ser observada.¹⁰⁴

Por fim, no que diz respeito às espécies de ações, cumpre destacar que as ações preferenciais sem direito ao voto ou que estejam sujeitas à restrição ao voto não podem ultrapassar 50% do total das ações emitidas por companhias constituídas a partir de 2001,¹⁰⁵ ou daquelas empresas constituídas anteriormente, mas que abriram seu capital após essa data.¹⁰⁶

Na sequência, há de se mencionar que as ações também podem ser distinguidas de acordo com sua classe. Todavia, esta distinção só pode ser feita entre ações da mesma espécie.¹⁰⁷ Segundo Fábio Ulhôa Coelho¹⁰⁸, a classe reúne ações cujos titulares têm os mesmos direitos e restrições. Ao dividir as ações em classes, almeja-se atender a diferentes perfis e interesses de acionistas, que serão levados em consideração em cada uma das classes (denominadas “A”, “B”, “C” etc.). Neste ponto, importante ressaltar que as ações preferenciais sempre podem ser divididas em classes, devendo o estatuto versar sobre os direitos e restrições atinentes a cada uma destas. Todavia, no que concerne às ações ordinárias, só se admite a divisão em classes na companhia fechada.

Com relação à forma das ações, as mesmas poderão ser nominativas ou escriturais. As ações nominativas, previstas no artigo 20 da LSA, são as ações cuja titularidade é comprovada mediante inscrição do nome do titular no livro de registro de ações da companhia emissora ou pelo extrato fornecido por instituição custodiante.¹⁰⁹ Já as ações escriturais¹¹⁰ são, conforme exposição de

¹⁰⁴ LSA, art. 111, § 1º,

¹⁰⁵ LSA, art. 15, § 2º.

¹⁰⁶ Lei 10.303/01, art.8ª, § 1º.

¹⁰⁷ LSA, art. 15, § 1º.

¹⁰⁸ COELHO, Fábio Ulhôa. Op cit., p. 134.

¹⁰⁹ LSA, art. 31.

motivos da LSA, *mantidas como registros contábeis na escrituração de instituições financeiras, sem emissão de certificados, em contas de depósito semelhantes aos depósitos bancários de moeda. O objetivo é permitir a difusão da propriedade de ações entre grande número de pessoas, com a segurança das ações nominativas, a facilidade de circulação proporcionada pela transferência mediante ordem à instituição financeira e mero registro contábil, e a eliminação do custo dos certificados.*

Por fim, no que diz respeito à circulação das ações, as mesmas são de livre circulação, princípio fundamental do regime jurídico das sociedades anônimas.¹¹¹ Isto significa que o titular de uma ação poderá transferi-la livremente a quem melhor lhe convir, no momento que lhe for mais oportuno.¹¹² Somente as ações emitidas por empresas registradas perante a CVM (companhias abertas) podem ser negociadas publicamente no mercado de valores mobiliários¹¹³, sendo qualquer disposição estatutária em contrário considerada nula. Em relação às companhias fechadas, a lei permite¹¹⁴ que o estatuto estabeleça limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas.

(xii) Bônus de subscrição

Os bônus de subscrição são valores mobiliários que possibilitam aos seus titulares a preferência para subscrever ações da companhia em futuro aumento de capital social.

¹¹⁰ LSA, arts. 34 e 35.

¹¹¹ COELHO, Fábio Ulhôa. Op. cit., p. 139.

¹¹² Exceção feita às *golden shares*, previstas no art. 17, § 7º da LSA.

¹¹³ LSA, art. 4º, e Lei nº 6.385/76, art. 22.

¹¹⁴ LSA, art. 36.

Este tipo de valor mobiliário possui pertinência quando falamos de uma companhia cujas ações são de grande interesse dos investidores. Neste caso, as ações são tão atrativas que investidores estão dispostos a pagar uma contribuição pecuniária para obter o direito de subscrever um futuro aumento de capital com preferência. Esta preferência é maior do que a do próprio acionista da companhia. Dessa forma, quando do aumento de capital, os detentores destes títulos serão consultados previamente aos acionistas se desejam subscrever o aumento de capital¹¹⁵. De toda sorte, visando proteger o acionista da companhia, a legislação societária¹¹⁶ concedeu, como direito essencial destes, a preferência para a subscrição de bônus de subscrição.

(xiii) Certificados de Depósito de Valores Mobiliários

Incluído em nosso ordenamento ela Resolução CMN nº 3.525, de 10 de fevereiro de 2011, os certificados de depósito de valores mobiliários – ou BDRs – são instrumentos lastreados em valores mobiliários lançados por empresas abertas ou similares com sede no exterior, sendo aqui emitidas por instituição depositária. A Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000, regulamenta os BDRs, classificando-os em diferentes níveis, de acordo com as características de divulgação de informações, distribuição e negociação e a existência, ou não, de patrocínio¹¹⁷ das empresas emissoras dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito. Esses programas devem ser registrados na CVM.

¹¹⁵ LSA, art. 171, § 3º.

¹¹⁶ LSA, 109, IV.

¹¹⁷ Considera-se patrocinado o programa de BDR instituído por uma única instituição depositária, contratada pela própria companhia emissora dos valores mobiliários objeto do certificado. Empresa patrocinadora é a companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior, emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, e que esteja sujeita à supervisão e fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM.

No que diz respeito à classificação dos BDRs patrocinados, versa a CVM da seguinte forma¹¹⁸:

“Os BDRs patrocinados são classificados em Nível I, Nível II e Nível III.

BDR Nível I

Os BDRs Patrocinados nível I são dispensados do registro de companhia na CVM. São negociados apenas em mercados de balcão não organizado ou em segmentos específicos de BDRs nível I em mercados de balcão organizado ou bolsa de valores. Devem divulgar, no Brasil, todas as informações que a companhia emissora está obrigada a divulgar em seu país de origem, além de: (i) fatos relevantes e comunicações ao mercado; (ii) aviso de disponibilização das demonstrações financeiras no país de origem; (iii) editais de convocação de assembleias; (iv) avisos aos acionistas; (v) deliberações das assembleias de acionistas e das reuniões do conselho de administração, ou de órgãos societários com funções equivalentes, de acordo com a legislação vigente no país de origem; e (vi) demonstrações financeiras da companhia, sem necessidade de conversão em reais ou de conciliação com as normas contábeis em vigor no Brasil.

Os BDRs patrocinados nível I só podem ser adquiridos no Brasil por instituições financeiras, fundos de investimento, administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação aos seus próprios recursos, entidades fechadas de previdência complementar, empregados da empresa patrocinadora ou de outra empresa integrante do mesmo grupo econômico e pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

BDR Níveis II e III

Os BDRs patrocinados nível II e III caracterizam-se por exigir registro da companhia emissora na CVM e serem admitidos à negociação em mercados de balcão organizado ou bolsa de valores. A diferença entre eles é que o BDR patrocinado nível III é registrado na hipótese de distribuição pública simultânea no exterior e no Brasil.

O emissor estrangeiro que patrocine programa de certificados de depósito de ações – BDR Nível II ou Nível III deve obter o registro na categoria A, conforme as regras da instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009, que dispõe sobre o registro de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados regulamentados. Além disso, a mesma norma estabelece algumas regras especiais para os emissores de ações que lastreiem BDRs, conforme disposto no anexo 32-I da norma. Entre elas, o artigo primeiro do anexo determina que somente ações emitidas por emissor estrangeiro podem ser lastro de certificados de depósito de ações – BDR.

Além disso, define que os emissores que tenham sede no Brasil ou cujos ativos localizados no Brasil correspondam a 50% (cinquenta por cento) ou mais daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação. Entretanto, os emissores registrados na CVM como estrangeiros antes de 31 de dezembro de 2009 ficaram dispensados da comprovação desse enquadramento para fins de registro de oferta pública de distribuição de BDR e programas de BDR.

¹¹⁸ Certificado de Depósito de Ações. Comissão de Valores Mobiliários, Portal do Investidor.

Disponível em:

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/recibos_acoes.htm>. Acesso em 23 mai. 2015.

BDR Não Patrocinado

A regulamentação prevê ainda a existência do BDR não patrocinado, que é o programa instituído por uma ou mais instituições depositárias emissoras de certificado, sem um acordo com a companhia emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, somente admitindo negociação nos moldes do BDR Patrocinado Nível I.”

1.3. A Regulação do Mercado de Capitais**1.3.1. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM)****a) Constituição**

Anteriormente à década de 1960, não era tão comum aos brasileiros que investissem em títulos públicos ou privados, preferindo, muitas vezes, alocar seus recursos em ativos reais (principalmente imóveis). A razão disto perpassa alguns fatores. Primeiramente, a inflação crescia bastante no final da década de 1950. Além disso, a chamada Lei de Usura¹¹⁹ não permitia a cobrança de juros superior a 12% ao ano, enfraquecendo a possibilidade de um mercado de capitais ativo.

Entretanto, a partir de 1964, com o golpe militar, o novo governo resolve implementar mudanças no sistema econômico nacional, mudanças estas que trariam grandes avanços.

A primeira mudança de grande importância veio da Lei nº 4.595/64, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o CMN e o Bacen. Logo depois, foi promulgada a Lei nº 4.728/65, a primeira Lei de Mercado de Capitais, estabelecendo regras e medidas para o desenvolvimento do mesmo. Além disso, posteriormente foi criada a Diretoria de Mercado de Capitais do Bacen, com a finalidade de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as bolsas de valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto.¹²⁰ Este foi o embrião do surgimento da CVM.

¹¹⁹ Decreto 22.626, de 07/04/1933.

¹²⁰ CVM. Op. cit., p. 40.

Nos anos que sucederam, o mercado de valores mobiliários brasileiro vivenciou grande e rápido crescimento, com a ocorrência de diversas emissões de ações e o apetite voraz de investidores por estes títulos, bastante motivados por incentivos governamentais, inclusive fiscais. O grande aumento do volume de recursos, com auge em 1971, gerou grande movimento especulativo, no qual os investidores mais esclarecidos, antevendo que o crescimento era efêmero, passaram a vender suas posições e realizar seus lucros, o que levou o mercado para uma forte desaceleração.

Dentro deste quadro de estagnação, o governo buscou fortalecer o mercado de capitais, por meio de duas novas leis. A primeira delas, a LSA, almejava modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas. A segunda, a Lei nº 6.385/76, a segunda e atual Lei do Mercado de Capitais, criou a Comissão de Valores Mobiliários, a CVM, entidade autárquica para exercer as funções de órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais, até então atribuídas ao Bacen.

Nos anos subsequentes, foram editadas novas normas, de forma a incrementar a atuação da CVM, das quais podemos citar a Lei nº 9.457/97, que aumentou a extensão do poder de polícia da CVM sobre os participantes do mercado, de maneira a permitir uma atuação mais eficaz desta, por meio também do endurecimento das sanções aplicáveis.¹²¹

Ademais, com a edição da Medida Provisória nº 8, posteriormente convertida na Lei nº 10.411/2002, a CVM passou à condição de entidade autárquica em regime especial, equiparando-a a uma agência reguladora.

Assim se define a própria CVM¹²²:

“CVM: entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa

¹²¹ EIZIRIK, Nelson et. al., Op. cit., p. 261.

¹²² CVM. Op. cit., p. 43.

independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”

Importante frisar que a referida autonomia administrativa, financeira e orçamentária não distingue a CVM das demais autarquias federais. As únicas diferenças são a independência frente ao Poder Executivo, a gama diversificada de poderes e a flexibilidade de alguns de seus instrumentos de regulação.¹²³

(b) Estrutura

Sediada no Rio de Janeiro, a CVM é, de acordo com o artigo 3º da Estrutura Regimental da Comissão de Valores Mobiliários, disciplinado pelo Decreto nº 6.382/08, conforme alterado, dirigida por um Colegiado, que é composto por um Presidente e quatro Diretores, que definem as políticas e estabelecem as práticas a serem implantadas e/ou desenvolvidas pelos Superintendentes, a instância executiva da autarquia. Os Diretores são nomeados pelo Presidente da República, uma vez que são aprovados pelo Senado Federal.

O mandato do Presidente e dos Diretores é de cinco anos, sendo vedada a sua recondução, conforme disposição do artigo 4º do referido Decreto, sendo que um quinto de seus membros deve ser renovado anualmente. A perda de mandato só poderá ocorrer por (i) renúncia; (ii) condenação judicial transitada em julgado; ou (iii) processo administrativo disciplinar instaurado pelo Ministério da Fazenda, o que garante maior independência e estabilidade à autarquia.

Tendo em vista funcionar como órgão de deliberação colegiada, a CVM pronuncia-se mediante votos de seu Presidente e Diretores. Não há hierarquia

¹²³ DUBEUX, Júlio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre : Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. p. 35.

entre os votos destes, mas, em caso de empate, o entendimento do Presidente prevalecerá. De todo modo, o Presidente tem função de planejar, dirigir, controlar e coordenar as atividades da autarquia, bem como a de representá-la em juízo ou fora dele.

O corpo técnico da CVM está dividido em diversas Superintendências especializadas, sendo as principais a Superintendência Geral (SGE), a Superintendência de Relações com Empresas (SEP), a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE), a Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) e a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM).

(c) Competências

A Lei nº 6.385/76 atribuiu à CVM a competência para disciplinar e fiscalizar as atividades ligadas ao mercado de valores mobiliários, conforme definido anteriormente. Conforme estabelecido no artigo 1º da referida lei, compete à CVM disciplinar e fiscalizar: emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração de carteiras, custódia, auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. Além disso, também é função da CVM organizar o funcionamento das Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros (hoje em dia integradas, conforme exposto anteriormente).

Entre as principais atribuições e competências estão:¹²⁴

- a) *Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;*
- b) *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;*
- c) *Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;*

¹²⁴ CVM. Op. cit., p. 43-44.

- d) *Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, contra atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários;*
- e) *Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;*
- f) *Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;*
- g) *Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;*
- h) *Assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional;*
- i) *Regulamentar as matérias expressamente previstas nas Leis 6.385/76 e 6.404/76;*
- j) *Realizar atividades de credenciamento, registro e fiscalização de auditores independentes, administradores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários, agentes autônomos, entre outros;*
- k) *Fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, os fundos de investimento e demais atividades e serviços do mercado de valores mobiliários;*
- l) *Apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não-equitativas de administradores de companhias abertas e de quaisquer participantes do mercado de valores mobiliários, aplicando as penalidades previstas em lei.*

(d) Função Normativa e Fiscalizadora

A CVM possui, desde sua criação, a delegação de poderes legislativos, que a possibilitavam organizar e disciplinar o mercado. Justificava-se o exercício de poder normativo por órgão da Administração Indireta, se assim determinado por lei.¹²⁵

O direito administrativo atual desloca o tratamento das autarquias especiais do âmbito do controle exclusivo do Poder Executivo para posição em que estas são dotadas de autonomia, atuando como órgão legiferantes.¹²⁶

Além do poder normativo, através do qual a CVM regula a atuação dos diversos agentes do mercado, a CVM possui também poder fiscalizador punitivo, mediante processo administrativo sancionador, assegurado o direito

¹²⁵ EIZIRIK, Nelson et al., Op. cit., p. 268.

¹²⁶ Ibid. p. 269.

de ampla defesa ao indivíduo ou sociedade suspeita de descumprir as normas editadas pela autarquia.

Em relação a isso, cabe ressaltar que o Colegiado da CVM tem poder para determinar advertências, multas, suspensão ou inabilitação para o exercício de cargo de administração, bem como a cassação de registro ou autorização do investidor delituoso.

Importante lembrar que a Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997, instituiu o Termo de Compromisso, possibilitando a suspensão do processo administrativo, mediante a cessação do ato ilícito e a indenização dos prejudicados.

Por fim, imperioso frisar que a CVM tem poder de denunciar a ocorrência de ilícitos penais nos processos que apura ao Ministério Público, bem como denunciar ilícitos fiscais à Secretaria da Receita Federal quando constatados ilícitos fiscais. Além deste, a CVM poderá atuar como *amicus curiae* em processos judiciais que envolvam matéria de interesse do mercado de valores mobiliários, podendo manifestar-se por meio de pareceres ou esclarecimentos.¹²⁷

¹²⁷ CVM. Op. cit., p. 45.

Capítulo II - Ofertas Públicas Distribuídas com Esforços Restritos

2.1. Noções Gerais sobre Ofertas Públicas de Distribuição de Valores Mobiliários

(a) Conceito

Como explanado acima, quando abordou-se a dinâmica do mercado de capitais brasileiro, a captação de novos investidores para as empresas que os necessitam pelos agentes do mercado se dá, principalmente, por meio de emissões e negociações de valores mobiliários. A partir de agora, será abordado o mecanismo pelo qual essa captação é realizada mais comumente, as ofertas de distribuição valores mobiliários. Neste primeiro item, versar-se-á, especificamente, sobre as ofertas públicas de distribuição valores mobiliários.

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários caracteriza-se por operação pela qual a companhia ou os detentores de valores mobiliários de sua emissão promovem, recorrendo ao público em geral, a colocação de valores mobiliários no mercado de capitais.¹²⁸ Dessa maneira, aqueles investidores que tenham interesse nos valores mobiliários ofertados irão subscrevê-los, de modo que os recursos para este fim serão direcionados ao ofertante dos papéis.

Deste ponto, premente distinguir os diferentes tipos de oferta pública de distribuição, que são dois: ofertas primárias e ofertas secundárias.

Quando falamos em oferta primária, estamos falando sobre a verdadeira captação de recursos mencionada no início deste trabalho. É por meio desta que se desenvolve aquela interação entre agente superavitário e agente deficitário, entre o poupador e a empresa que necessita de capital. Neste tipo de oferta, a companhia emissora oferta novos valores mobiliários no mercado, de

¹²⁸ EIZIRIK, Nelson et al., Op. cit., p. 139.

maneira a colocá-los perante novos investidores, satisfazendo, assim, seus projetos de médio e longo prazo, de maneira que os recursos captados vão diretamente para o caixa da empresa, e poderão ser utilizados para algum empreendimento ou adequações de caixa.¹²⁹ Constitui-se, dessa forma, um aumento de capital social.

Quando falamos em oferta primária, portanto, estamos nos referindo às ofertas nas quais são emitidos novos valores mobiliários de emissão de uma certa companhia. Neste contexto, cabe destacar que as ofertas primárias podem ser divididas em ofertas iniciais e ofertas subsequentes.

As ofertas iniciais, mais conhecidas por sua sigla em inglês, IPO (*Initial Public Offer*), são aquelas nas quais uma companhia fechada acessa o mercado de capitais pela primeira vez, promovendo a distribuição pública de valores mobiliários de sua emissão.¹³⁰ Já as ofertas subsequentes são aquelas onde a companhia já possui capital aberto, porém deseja emitir novas ações ao público. Estas ofertas são conhecidas como ofertas de *follow-on*.

Continuando, cumpre versar agora sobre as ofertas secundárias. Neste caso específico, não há emissão de novas ações de certa companhia. A dinâmica se desenvolve de maneira que titulares de valores mobiliários desta, desejosos de diminuir sua participação no negócio ou de se capitalizarem, ofertam estes valores mobiliários de sua titularidade ao público. Assim, uma vez alienada a participação destes titulares, os recursos oriundos desta operação são destinados exclusivamente ao ofertante. As grandes diferenças, portanto, são duas. Primeiramente, não há emissão de novos valores mobiliários. Em segundo lugar, difere a destinação dos recursos. Em uma oferta primária, estes são da companhia. Em uma oferta secundária, os recursos são do ofertante.

¹²⁹ Ibid. p. 140.

¹³⁰ Ibid. p. 139.

De todo modo, as diferenças entre os dois tipos de oferta pública de distribuição de valores mobiliários são meramente econômicas, de modo que, juridicamente, ambas as modalidades são reguladas pela Lei 6.385/76 e pela Instrução CVM nº 400/03, onde os dois tipos de oferta são tratados de maneira uniforme.¹³¹

(b) Registro

Vimos nos itens anteriores que uma das competências principais da CVM, talvez a mais importante delas, é a de fiscalizar os agentes do mercado de capitais de maneira a garantir a disponibilização de informações de maneira equitativa a todos os investidores. Esta competência visa proteger os investidores de atitudes fraudulentas impetradas por outros investidores ou administradores de companhias, cuja finalidade é locupletar-se de proventos do mercado de maneira ilegal, em detrimento dos investidores lesados.

Ora, uma das ações mais importantes para a proteção do investidor consiste em implementar uma política de *disclosure* de informações que leve em consideração a não inviabilização do processo de captação de recursos, mas que ao mesmo tempo também não deixe de proteger o investidor.

Segundo Eizirik et al.,¹³² tal política está intimamente atrelada ao sistema de registros perante a CVM, por meio dos quais, de acordo com os nobres autores, canalizam-se as informações consideradas necessárias para que o público possa realizar a tomada de decisão de investimento de maneira segura.

¹³¹ Ibid. p. 140.

¹³² Ibid. p. 141.

Os referidos registros são regulados pelo *caput* do artigo 19 da Lei nº 6.385/76, bem como pelo artigo 4º, § 2º da LSA. De toda sorte, estes são *de facto* detalhados por meio da Instrução CVM nº 400/03, conforme alterada.¹³³

Sobre o procedimento de registro perante a CVM, versam Eizirik et al. da seguinte maneira¹³⁴:

“Como regra geral, primeiro registro a ser obtido por uma companhia para ter ações ou outros valores mobiliários de sua emissão ofertados à generalidade de investidores constitui o registro inicial de companhia aberta, por meio do qual visa a CVM a assegurar o fornecimento ao mercado de informações periódicas e eventuais sobre a companhia emissora e os negócios por ela desenvolvidos.”

Além disso, nos termos da Instrução CVM nº 400/03, faz-se necessário o registro da oferta propriamente dita perante a CVM. Deste registro, deverá constar, entre outros documentos, o prospecto da operação, documento por meio do qual são disponibilizadas as informações essenciais para que o investidor entenda a proposta da companhia e, então, tome sua decisão de investimento.¹³⁵

Todavia, existem casos onde o registro da oferta é dispensado pela autarquia. Dentre esses, podemos citar as ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas,¹³⁶ onde são dispensadas automaticamente de registro as ofertas públicas com valor total de até dois milhões e quatrocentos mil reais, em cada período de doze meses.

Entretanto, talvez a mais importante das dispensas se dê nos casos das ofertas públicas distribuídas mediante esforços restritos. Conforme previsão

¹³³ Alterada pelas Instruções CVM nº 429/06, nº 442/06, nº 472/08, nº 482/10 e nº 488/10.

¹³⁴ EIZIRIK, Nelson et al., Op. cit., p. 141.

¹³⁵ Segundo o art. 38 da Instrução CVM nº 400/03, “*Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.*”

¹³⁶ Instrução CVM nº 400/03, art. 5º, III.

expressa da Instrução CVM nº 476/09, em seu artigo 5º, este tipo de oferta possui dispensa automática de registro, não se aplicando a estas, salvo nos casos previstos no próprio normativo, as disposições da Instrução CVM nº 400/03.

Contudo, antes de adentrarmos neste tema, premente versar sobre um tema bastante pertinente quando falamos em ofertas públicas distribuídas com esforços restritos. Teriam estas natureza pública ou privada?

2.2. Diferenciação entre Oferta Pública e Oferta Privada

Conforme discorrido em diversas partes do presente trabalho, colocar títulos no mercado é, invariavelmente, um processo extremamente custoso e extenuante para todas as partes de uma operação deste tipo.

A exigência de registro das ofertas públicas, visando a proteção ao investidor, para que este tenha segurança em sua tomada de decisão, traz consigo a política de *disclosure* mencionada acima, com a necessidade de prestação de diversas informações.

Dessa forma, exigir o registro de absolutamente todas as ofertas públicas acarreta incorrer em custos muitas vezes desnecessários ao funcionamento do mercado, muitas vezes inibindo sociedades de recorrer ao mercado para captação de recursos. Em alguns casos, resta ilógico que o registro seja exigido, uma vez que não oferecem quaisquer riscos ao interesse público.¹³⁷ Destarte, contudo, premente versar sobre o que caracteriza uma oferta como “pública” ou “privada”.

A primeira vez que esta questão foi abordada com maior profundidade ocorreu nos Estados Unidos. Primeiramente, importante notar que a regulamentação estadunidense baseia-se, de maneira basilar, no binômio *transparência-responsabilidade*. A transparência, no caso ofertas de valores

¹³⁷ EIZIRIK, Nelson et al., Op. cit., p. 143.

mobiliários, diz que, em geral, estas precisam ser feitas mediante registro prévio, como determinado no *Securities Act of 1933*.

De toda sorte, foi estabelecida neste normativo estadunidense,¹³⁸ pela primeira vez, a isenção de um registro perante a SEC, destinados a operações “*not involving any public offering*”, mas sem definir, contudo, o que era uma *public offering*, o que acabou sendo feito, inicialmente, pela jurisprudência. Sobre esta questão, versam Eizirik et al.:¹³⁹

“*Como o Securities Act não definia expressamente o conceito de public offering, a determinação dos elementos necessários à caracterização da oferta pública foi sendo desenvolvida com base na jurisprudência e nas decisões da SEC. O leading case sobre a questão foi o processo SEC v. Ralston Purina Co., julgado pela Suprema Corte em 1953, no qual uma oferta de ações formulada pela companhia a cerca de 300 de seus empregados foi caracterizada como pública. Em tal decisão, a Suprema Corte estabeleceu dois elementos básicos para a verificação do caráter público de determinada colocação de valores mobiliários: (i) a capacidade dos ofertados de defenderem-se por conta própria (“fend for themselves”); e (ii) o acesso dos ofertados ao mesmo tipo de informação que seria fornecida caso a operação tivesse sido registrada perante a SEC.”*

Em relação a isso, Marcelo Godke Veiga e Marcela Pedreiro versam¹⁴⁰, de maneira precisa, sobre o assunto. Segundo os referidos autores, a *Section 4(f)* estava regulando as operações de colocação privada de valores mobiliários, os *private placements*. De acordo com os autores, a regra norte-americana aduzia que eram isentas de registro as colocações privadas em razão de destinarem-se exclusivamente a investidores que possuíam (i) poder de barganha para exigir as informações necessárias à adequada tomada de decisão de investimento e (ii) sofisticação para análise de tais informações.

Neste contexto, visando fortalecer o arcabouço legal norte-americano e dirimir as dúvidas sobre as condições que caracterizam uma oferta pública ou privada, foi editada a *Rule 146*, que versava sobre os principais problemas na

¹³⁸ *Section 4(2)*.

¹³⁹ EIZIRIK, Nelson et. al., Op. cit., p. 144.

¹⁴⁰ VEIGA, Marcelo Godke; PEDREIRO, Marcela de Mello. *Ofertas de valores mobiliários com esforços restritos de colocação*. Revista Juris da Faculdade de Direito, Fundação Armando Álvares Penteado. vol. 7. jan. a jun. São Paulo: FAAP, 2012. p. 31.

aplicação das dispensas de registro. Entretanto, tal normativo foi bastante criticado por conter restrições que não existiam originalmente na *Section 4(2)*.

Assim, a SEC editou a *Regulation D*, que não só revogou a *Rule 146*, mas também propiciou um *safe harbor*¹⁴¹ aos investidores. Esta nova regra continha os princípios e definições a serem observados nas isenções de registro e especificava, de maneira indubitável, as condições que, quando observadas, caracterizariam uma oferta como não pública. Assim, percebe-se, de maneira clara, que o órgão regulador americano preferiu por proceder de maneira inversa em seu raciocínio, preferindo não definir uma oferta pública, mas sim definir as condições que caracterizavam inegavelmente o que não era uma oferta pública. Estas condições são¹⁴²:

- “(i) The company cannot use general solicitation or advertising to market the securities;*
- (ii) The company may sell its securities to an unlimited number of "accredited investors and up to 35 other purchases. Unlike Rule 505, all non-accredited investors, either alone or with a purchaser representative, must be sophisticated—that is, they must have sufficient knowledge and experience in financial and business matters to make them capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment;*
- (iii) Companies must decide what information to give to accredited investors, so long as it does not violate the antifraud prohibitions of the federal securities laws. But companies must give non-accredited investors disclosure documents that are generally the same as those used in registered offerings. If a company provides information to accredited investors, it must make this information available to non-accredited investors as well;*
- (iv) The company must be available to answer questions by prospective purchasers; and*
- (v) Financial statement requirements are the same as for Rule 505.*

Under Rule 506(c), a company can broadly solicit and generally advertise the offering, but still be deemed to be undertaking a private offering within Section 4(a)(2) if:

- (i) The investors in the offering are all accredited investors; and*
- (ii) The company has taken reasonable steps to verify that its investors are accredited investors, which could include reviewing documentation, such as W-2s, tax returns, bank and brokerage statements, credit reports and the like.”*

¹⁴¹GARNER, Bryan A. (editor-in-chief). *Black’s Law Dictionary*. 8a ed. St. Paul: Thomson West, 2004. p. 1363.: “A provision (as in a statute or regulation) that affords protection from liability or penalty”.

¹⁴²SEC. *Rule 506*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/answers/rule506.htm>>. Acesso em 19 de mai. 2015.

Assim, os critérios aplicados pela SEC para auferir se a colocação era não pública, portanto, privada, eram, conjuntamente: (i) se os investidores são *accredited*; (ii) o número de investidores; (iii) ausência de oferta ao público em geral; (iv) acesso a informações relevantes do emissor; e (v) restrições à revenda.¹⁴³ Importante salientar também que, com base na *Regulation D*, mais especificamente na *Rule 506*¹⁴⁴, as emissões, respeitadas as devidas condições, podem ser consideradas isentas de registro independentemente de seu tamanho.

Assim, a partir do exposto e da análise da regulação estadunidense, assevera-se que, alternativamente, de modo a caracterizar como pública uma oferta de valores mobiliários nos Estados Unidos, deve-se levar em consideração: (a) a qualificação dos investidores; (b) o acesso deles às informações; (c) a maneira pelo qual é efetuada a colocação.¹⁴⁵

No ordenamento jurídico brasileiro, a caracterização das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários está prevista no artigo 19 da Lei nº 6.385/76¹⁴⁶. A redação deste artigo é falha no sentido de que, ao invés de caracterizar, de maneira conceitual, a diferenciação entre as ofertas públicas e as privadas, a mesma se presta apenas a elencar hipóteses em que a oferta pública se caracteriza. Nesta mesma dinâmica, o artigo 3º da Instrução CVM nº 400/03¹⁴⁷ da mesma forma tão somente exemplifica os elementos objetivos que podem configurar uma distribuição pública.

¹⁴³ VEIGA, Marcelo Godke; PEDREIRO, Marcela de Mello. Op cit., p. 31.

¹⁴⁴ A *Regulation D* é dividida em várias regras, as quais estão numeradas de 501 a 508.

¹⁴⁵ EIZIRIK, Nelson et al. Op. cit., p. 145.

¹⁴⁶ “Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. (...)§ 3º - Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.”

¹⁴⁷ 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

Da leitura dos artigos, entende-se que, de maneira geral, se for feita a oferta a investidores potenciais indeterminados e sem individualização, restará caracterizada a oferta pública.¹⁴⁸ Todavia, o argumento não se esgota desta forma, uma vez que o artigo 3º determina que a procura de investidores, mesmo que individualizados, poderá ser considerada oferta pública, desde que tal procura seja realizada por meio de comunicação padronizada feita por empregados, representantes ou agentes do ofertante.¹⁴⁹

Além disso, o conceito bastante amplo de oferta pública, aliado à total falta de definição sobre o que constitui oferta privada, gerava insegurança às companhias que desejam emitir valores mobiliários, mesmo naquelas operações que não possuem, em um primeiro momento, aparência de colocação pública.¹⁵⁰

Nelson Eirizik et al. entendem¹⁵¹ que, mais do que os meios utilizados para a colocação de títulos no mercado, o elemento essencial e decisivo para a caracterização da oferta como pública ou privada se refere à situação dos ofertados. Para os ilustres autores, a oferta não deverá ser considerada pública se os ofertados forem investidores sofisticados e, em função de suas relações com a companhia emissora ou de deterem “poder de barganha” sobre esta, tiverem acesso ao mesmo tipo de informação que seria exigido caso a oferta fosse registrada.

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.”

¹⁴⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 1º vol. 4ª ed. Rio de Janeiro. Saraiva, 2002. p. 64.

¹⁴⁹ VEIGA, Marcelo Godke; PEDREIRO, Marcela de Mello. Op. cit., p. 33.

¹⁵⁰ Ibid. p. 33

¹⁵¹ EIZIRIK, Nelson et al., Op. cit., p. 156.

Além disso, já existia no ordenamento jurídico brasileiro¹⁵², previsão de isenção de registro nos casos de ofertas destinadas exclusivamente a esses investidores com maior discernimento e capacidade para tomarem a decisão de investimento. Faltava organizar este tipo de oferta em uma conceituação específica.

Foi exatamente isto que a CVM buscou quando editou a Instrução CVM nº 476/09, que criou as *ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas mediante esforços restritos*.

2.3. Instrução CVM nº 476/09

Em 08 de setembro de 2008, a CVM, por meio de sua Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), colocou em audiência pública¹⁵³ a minuta que posteriormente seria a base para a edição da Instrução CVM nº 476/09, editada em 16 de janeiro de 2009. Segundo o relatório da referida audiência, o objetivo primordial da instrução era reduzir os custos das ofertas públicas direcionadas aos investidores qualificados (este conceito será melhor abordado mais adiante). O conceito de “esforços restritos” é definido, portanto, pelo impedimento do uso, pelo ofertante, das práticas usuais de distribuição pública de valores mobiliários advindas da Instrução CVM nº 400/03.¹⁵⁴

Já a redução de custos, neste caso, conforme explicitado detalhadamente anteriormente, origina-se da dispensa de registro deste tipo de oferta, introduzida pela instrução. Procedendo à leitura do normativo, aduz-se, em um primeiro momento, que a dispensa de registro diz respeito apenas à oferta restrita, e não ao emissor dos valores mobiliários. Contudo, após leitura mais

¹⁵² Instrução CVM nº 400, art. 4º, § 1º, VII.

¹⁵³ Audiência Pública nº 05/2008.

¹⁵⁴ BOCATER, Maria Isabel do Prado; LOIOLA, Leandro. *Aspectos atuais da regulamentação de distribuições públicas de títulos e valores mobiliários*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 14, n. 53, jul./set. 2011, p. 120.

criterosa, percebe-se que o mesmo também poderá ser dispensado, observados determinados requisitos, contidos no artigo 14 da referida instrução.

Além disso, almejava-se facilitar o acesso dos emissores ao mercado de valores mobiliários, bem como eliminar incertezas geradas pela amplitude do conceito de oferta pública previsto na legislação, garantindo segurança aos emissores quanto às situações de dispensa de registro perante a CVM.¹⁵⁵

Ademais, tendo em vista que as distinções foram feitas logo acima, imperioso destacar que, apesar de claramente inspirada nos normativos estadunidenses supracitados, a CVM entendeu este tipo de operação de forma diferente da SEC. Enquanto que o órgão regulador norte-americano entende que este tipo de oferta direcionada deve ser classificada como uma colocação privada, nosso regulador concluiu se tratar de oferta pública, porém com esforços restritos, conforme conceito mencionado acima.

Segundo discorrido na referida audiência pública e após questionamentos de participantes do mercado acerca do número de investidores que poderiam ser procurados, que, segundo estes, se assemelhava à de operações privadas, a CVM entendeu que, dado o disposto no artigo 19, § 3º da Lei nº 6.385/76, resta irrelevante o número de investidores consultados, uma vez que o legislador, segundo a autarquia, manifestou evidente vontade de realizar a caracterização da oferta em pública por meio da forma de procura do investidor. Além disso, a CVM entendeu que a presente instrução não tinha como objetivo definir um número mínimo de investidores que deveriam ser procurados para caracterizar uma oferta como pública ou privada, mas tão somente objetivava dispensar o registro de ofertas que cumprissem as condições ali estabelecidas. Neste contexto, a própria instrução, no parágrafo segundo do artigo 1º faz questão de ressaltar que a mesma não se aplica às ofertas privadas de valores mobiliários.

¹⁵⁵ BAYER, Patrícia. *Oferta Pública de Ações Distribuídas com Esforços Restritos: uma visão além do alcance da norma – análise da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009*. São Paulo: Insper, 2013. p. 63.

De todo modo, alguns doutrinadores entendem que a CVM errou ao conceituar este tipo de oferta como pública, quando, na verdade, possuem todas as características de uma oferta privada.¹⁵⁶ Tais características serão abordadas adiante, de modo que o leitor possa tirar suas próprias conclusões.

De toda sorte, talvez a maior discussão quando das tratativas para edição da instrução diz respeito à exclusão de ações e títulos conversíveis em ações do escopo da distribuição mediante esforços restritos. Em linhas gerais, os participantes da audiência pública argumentaram que a inclusão destes títulos resultaria na criação de um estágio preliminar, anterior à abertura de capital, que possibilitaria aos emissores de menor porte iniciar um relacionamento com o mercado e seus investidores, bem como familiarizar-se com o ambiente regulado do mercado de capitais. Em complemento a esse argumento, pontuou-se que a inclusão destes valores mobiliários permitiria aos emissores já registrados como companhias abertas que se beneficiassem de mais um instrumento de captação de recursos, agora mais ágil.¹⁵⁷

Contudo, o órgão regulador entendeu que aquele não era o momento para possibilitar as emissões desses títulos, sendo mais prudente iniciar a vigência da instrução sem eles. A autarquia alegou que eram necessárias maiores discussões acerca do tema, bem como uma maior familiarização do mercado com a nova modalidade de oferta. Dessa forma, os valores mobiliários passíveis de distribuição mediante esforços restritos foram taxativamente listados, como veremos adiante.

Ora, devido ao enorme sucesso que este tipo de oferta obteve nos anos subsequentes à edição da Instrução CVM nº 476/09, caindo nas graças dos participantes do mercado, foi editada uma nova instrução, que possibilitava, enfim, as emissões de ações e outros títulos conversíveis em ações.

¹⁵⁶ EIZIRIK, Nelson et al. Op. cit., p. 159.

¹⁵⁷ Relatório da Audiência Pública SDM nº 05/2008.

2.4. Instrução CVM nº 551/14

A edição da Instrução CVM nº 476/09 trouxe, inegavelmente, inúmeros benefícios ao mercado de capitais do país. Com ela, foi possível ampliar as alternativas de financiamento das companhias que até então não conseguiam acessar o mercado de capitais.

Passados cinco anos de sua edição, a CVM entendeu que já era possível incorporar as ações e debêntures permutáveis ou conversíveis em ações no arcabouço dos valores mobiliários passíveis de emissão mediante esforços restritos, respeitadas as condições estabelecidas. Mais uma vez, a CVM adotou o caminho da prudência, ao estabelecer a restrição de que somente emissores registrados como companhia aberta – na categoria A¹⁵⁸ – emissão de ações ou títulos conversíveis em ações.

Além disso, buscou-se atender outro anseio do mercado, após o sucesso das ofertas restritas, no sentido de aumentar o número máximo de investidores procurados e subscritores destas operações. Neste contexto, a CVM, após pedidos dos participantes, entendeu que os investidores estrangeiros não serão computados nestes números máximos.

Por fim, cabe ressaltar que, tendo em vista a nova possibilidade de emissão de ações e títulos conversíveis em ações, foi normatizado também o direito de preferência dos acionistas da companhia emissora. O artigo 172, I, da LSA, possibilita o afastamento deste direito em caso de subscrição pública, uma vez que os acionistas têm, nestes casos, plena capacidade subscrever os novos valores mobiliários. Todavia, a autarquia entendeu que, embora sejam ofertas públicas, estas ofertas são destinadas a um número limitado de investidores, o que justifica a existência de mecanismos de proteção contra a diluição injustificada de antigos acionistas. A referida proteção consiste em

¹⁵⁸ Segundo a Instrução CVM nº 480/09, em seu artigo 2, § 1º, os emissores “categoria A” são aqueles autorizados a negociar quaisquer valores mobiliários, em mercados regulamentados de valores mobiliários. Na prática, a divisão em categorias visa diferenciar os emissores em função do risco do valor mobiliário por eles emitido.

duas condições, as quais são óbice para a realização de ofertas via Instrução CVM nº 476/08 caso não sejam cumpridas: (i) conceder a seus acionistas prioridade na subscrição dos valores mobiliários ofertados na sua proporção de sua participação acionária; ou (ii) obter a aprovação da totalidade dos acionistas para a realização da oferta.

Feitas estas considerações, vamos agora aos detalhes destas ofertas, devidamente atualizados conforme a legislação vigente¹⁵⁹.

2.5. Características da Oferta

2.5.1. Condições da Oferta

Estão explicitadas na Instrução CVM nº 476, de forma clara, as condições que deverão necessariamente ser observadas para que seja realizada a dispensa automática do registro das ofertas perante a CVM, bem como o rol de valores mobiliários passíveis deste tipo de emissão. São, então, cinco requisitos:¹⁶⁰

- a) somente poderão ser objeto da oferta os valores mobiliários expressamente previstos no parágrafo 1º do artigo 1º da instrução;
- b) a oferta destinar-se-á, exclusivamente, a investidores qualificados;
- c) somente poderá intermediar a operação um integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários;
- d) a oferta deverá ser dirigida a, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores qualificados, sendo que os valores mobiliários ofertados somente poderão ser subscritos ou adquiridos por até 50 (cinquenta) destes investidores; e

¹⁵⁹ Incluídas as alterações promovidas pelas Instruções 482/10, 488/10 e 500/11.

¹⁶⁰ BAYER, Patrícia. Op. cit., p. 72

- e) não é permitida a busca de investidores por meio 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.¹⁶¹

2.5.2. Valores Mobiliários Objeto da Oferta

No caso específico das ofertas realizadas mediante esforços restritos, resta evidente que os valores mobiliários passíveis de emissão são taxativamente listados na instrução, mais especificamente em seu artigo 1º, parágrafo 1º, como segue:

“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;

V – certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio;

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;

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

IX - warrants agropecuários;

X – certificados de operações estruturadas;

XI – os seguintes valores mobiliários, desde que emitidos por emissor registrado na categoria A:

a) ações;

b) debêntures conversíveis por ações; e

c) bônus de subscrição, mesmo que atribuídos como vantagem adicional aos subscritores de debêntures;

XII – debêntures permutáveis por ações, desde que tais ações sejam emitidas por emissor registrado na categoria A;

XIII – certificados de depósito de valores mobiliários mencionados neste parágrafo; e

¹⁶¹ Art. 2º, parágrafo único.

XIV – certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de Programa BDR Patrocinado Nível III.

Vale lembrar que os referidos valores mobiliários já foram exaustivamente dissecados no item 1.2.2. acima.

2.5.3. Emissor da Oferta

Nas ofertas restritas não existe vedação quanto ao tipo societário do emissor, podendo este estar organizado sob a forma de sociedade anônima, limitada ou cooperativa. Como dito acima, uma das motivações para a criação deste tipo de oferta era facilitar o acesso ao mercado de capitais. Assim, restaria contraproducente que fossem impostas vedações relacionadas à forma de organização societária do emissor. Contudo, cabe ressaltar que esta liberdade, por óbvio, não se aplica aos emissores de ações e outros títulos conversíveis em ações, obrigatoriamente sociedades anônimas, uma vez que estes devem estar previamente registrados como como companhia aberta perante a CVM, na categoria A, nos termos da Instrução CVM nº 480/09, como dito acima.

Além disso, e como maneira de manter a lógica desta dinâmica, ficou dispensado o registro¹⁶² do emissor de companhia aberta perante a CVM,¹⁶³ uma vez que o objetivo destas ofertas é, mais uma vez, baratear e facilitar o acesso ao mercado de capitais.

2.5.4. Investidor Qualificado

Como já dito aqui, as ofertas restritas têm como ofertados apenas os chamados *investidores qualificados*. De maneira que estes já foram

¹⁶² Lei nº 6.385/76, art. 21.

¹⁶³ Ressalvados, obviamente, os emissores de ações ou títulos conversíveis em ações, os quais, como já falando, necessitam ter registro de companhia aberta na categoria A.

amplamente discutidos no presente trabalho, faz-se uso das palavras de Valmir Carlos Pereira Filho e Taimi Haensel¹⁶⁴ para, outra vez, conceituá-los:

“Para a CVM, limitar as ofertas com esforços restritos da IN CVM 476/2009 aos investidores qualificados tem o seguinte fundamento: ‘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 tem condições de avaliar as informações prestadas e os riscos envolvidos.’ A dispensa de registro da oferta e a dispensa de apresentação dos documentos típicos de uma oferta pública vislumbrados em ofertas com esforços restritos, de fato, só se justificam em sede de uma colocação de valores mobiliários destinada a um público alvo diferenciado, capacitado a obter, do reduzido material que lhe será disponibilizado, as informações que necessita para a tomada de decisão e a adequada análise dos riscos envolvidos no investimento.”

Todavia, a Instrução CVM nº 554/14, que entrará em vigor em 1º de julho deste ano de 2015, trouxe mudanças ao atual conceito de *investidor qualificado*, introduzindo também um novo conceito, o de *investidor profissional*, passando a uniformizar as regras anteriormente existentes a respeito de investimento e valor unitário mínimos dispostas em outras instruções editadas pela CVM. O *investidor profissional*, a partir da supracitada data, passará a constar como possível subscritor de valores mobiliários emitidos no âmbito de ofertas restritas.

De acordo com a nova Instrução CVM nº 554/14, são considerados *investidores profissionais*: (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a dez milhões de reais e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento, cuja carteira seja gerida por administrador de carteira autorizado

¹⁶⁴ PEREIRA FILHO, Valdir Carlos; HAENSEL, Taimi. A Instrução CVM 476 e as Ofertas Públicas com Esforços Restritos. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. RT, n. 45, p. 333.

pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (viii) investidores não residentes.

De toda sorte, a referida instrução caracteriza como *investidores qualificados*: (i) investidores profissionais; (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; (iii) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e (iv) clubes de investimento cuja carteira seja gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados.

Quando comparada à regulamentação anterior, destaca-se que, entre as demais alterações ao conceito de *investidor qualificado* houve um aumento do valor mínimo investido em ativos financeiros (passando de trezentos mil reais para um milhão de reais) para que pessoa que não se enquadre nas demais hipóteses seja caracterizada como investidor qualificado e que também passam a ser considerados investidores qualificados os investidores não residentes.¹⁶⁵

Esta última alteração é especialmente importante quando lembramos que a Instrução CVM nº 551/14 considerou que os investidores estrangeiros não entram no cálculo dos números máximos de investidores qualificados procurados e subscritores da oferta restrita. Todavia, aplicam-se a tais investidores as restrições de negociação no mercado secundário brasileiro, dos

¹⁶⁵BENTIVEGNA, Enrico; HEEMSTEDÉ, Felipe Tucunduva. *As novas Instruções CVM 554 e 555 - Alterações ao conceito de investidor qualificado e às regras aplicáveis a fundos de investimento*. Disponível em: <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI215853,91041-As+novas+Instrucoes+CVM+554+e+555+Alteracoes+ao+conceito+de>>. Acesso em 13 de mai. 2015.

valores mobiliários ofertados no exterior concomitantemente à oferta pública com esforços restritos que esteja sendo realizada no Brasil.

Em relação ao número limite, a norma exige que sejam procurados, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores qualificados, dentre os quais apenas 50 (cinquenta), no máximo, possam subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados. Importante ressaltar que os investidores que exercerem direito de prioridade ou preferência não serão computados para os limites acima citados. Outra ressalva diz respeito aos fundos de investimento e carteiras administradas de valores mobiliários, nas quais, caso as decisões de investimento sejam tomadas por um mesmo gestor, serão computadas como um único investidor. Além disso, pelo Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 01/2014, a CVM entende que o limite de investidores não inclui aqueles investidores que tomam a iniciativa de procurar o ofertante ou os intermediários.

2.5.5. Intermediário da Oferta

O intermédio da oferta se dará, nos termos do artigo 2º da instrução, por entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Tais entidades estão definidas no inciso I do art. 15 da Lei 6.385/76, quais sejam:

*“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. (...)”*

Muito embora esta exigência certamente aumente os custos da operação, ela se faz necessária. O paradigma regulatório brasileiro exige, desde a Lei nº 4.728/65, que todas as colocações públicas de valores mobiliários sejam intermediadas por integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. Deste fato, aduz-se que sempre haverá um ente, que não o

emissor, que poderá ser responsabilizado civilmente pelas informações prestadas no âmbito da oferta, caso estas sejam incompletas ou inverídicas.¹⁶⁶ Dessa forma, o intermediário da oferta invariavelmente requer da emissora, com auxílio de um assessor jurídico, o fornecimento de documentação que julgar pertinente, de maneira a realizar *due diligence* em relação às informações que lhe foram fornecidas.

Assim, no âmbito da oferta com esforços restritos, o distribuidor dos valores mobiliários tem responsabilidades análogas às requeridas na Instrução CVM nº 400/03¹⁶⁷, sendo responsável pela qualidade e veracidade das informações prestadas e pela adequação do investimento ao perfil do investidor.¹⁶⁸ Tais obrigações encontram-se listadas no artigo 11 da Instrução CVM nº 476/09, como segue: (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 de que a oferta não foi registrada na CVM; (vi) suspender a distribuição e comunicar a CVM, imediatamente, caso constata qualquer irregularidade; (vii) efetuar a comunicação de encerramento da oferta pública; e (ix) efetuar a comunicação do início da oferta pública distribuída com

¹⁶⁶ VEIGA, Marcelo Godke; PEDREIRO, Marcela de Mello. Op. cit., p. 36.

¹⁶⁷ Instrução CVM nº 476/09, art. 12: “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.”

¹⁶⁸ BAYER, Patrícia. Op. cit., p.79.

esforços restritos, no prazo de 5 (cinco) dias úteis, contado da primeira procura a potenciais investidores.

2.5.6. Encerramento da Oferta

O encerramento da oferta restrita se dá de acordo com as disposições do artigo 8º da instrução. Consta neste artigo que o encerramento deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, no prazo de cinco dias, contado do encerramento da oferta.

Importante salientar que a referida comunicação deve ser encaminhada por intermédio da página da CVM na rede mundial de computadores, e deverá conter as informações presentes no Anexo 8 da Instrução CVM nº 476/09. Sobre o referido anexo, compila Patrícia Bayer, de forma autoexplicativa:¹⁶⁹

*“(i) Ofertante – denominação, número do CNPJ, tipo societário e site;
(ii) Emissor – denominação, número do CNPJ, tipo societário e site;
(iii) Intermediário(s) – intermediário líder e das demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, se houver; e
(iv) Dados da Oferta – abrangendo a quantidade, espécie, classe, forma e preço unitário dos valores mobiliários objeto da oferta, o valor total subscrito ou adquirido, a data de início e a data de encerramento da oferta e os dados finais de colocação.”*

Imperioso destacar que, mediante previsão do parágrafo 2º do referido artigo, caso a oferta pública distribuída com esforços restritos não seja encerrada dentro de seis meses de seu início, o intermediário líder deverá realizar a comunicação de encerramento com os dados então disponíveis, complementando-os semestralmente até o encerramento.

2.6. Requisitos Pós Oferta

2.6.1. Quiet Period e Lock-Up

¹⁶⁹ Ibid. p. 85.

Neste tipo de oferta, foi instaurado o chamado *quiet period*,¹⁷⁰ previsto no artigo 9º da Instrução CVM nº 476/09, no qual fica vedada a realização de outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor dentro do prazo de quatro meses, contados da data do encerramento da oferta. Contudo, existem duas ressalvas a serem feitas. A primeira reside no fato de que, caso a nova oferta seja submetida a registro na CVM, esta poderá ser realizada. Além disso, excetuam-se desta restrição as ofertas de (i) CRIs ou CRAs de uma mesma companhia securitizadora, lastreados em créditos segregados em diferentes patrimônios por meio de regime fiduciário; (ii) COEs de uma mesma instituição financeira, referenciados em ativos ou índices de referência distintos; e (iii) cotas de fundos de investimento fechados, quando destinadas exclusivamente a cotistas do fundo, com o cancelamento, se houver, do saldo de cotas não colocado.

Além disso, o artigo 13 da referida instrução também veda a negociação de valores mobiliários nos mercados regulamentados antes de noventa dias de cada subscrição ou aquisição pelos investidores, o chamado *lock up*. Todavia, também há aqui uma ressalva em relação à alguns valores mobiliários. Neste caso específico, esta restrição não é aplicável às negociações com ações, bônus de subscrição e certificados de depósitos de ações.

2.6.2. Negociação no Mercado Secundário

Encerrado o período de *lock-up* mencionado acima, fica liberada a negociação dos valores mobiliários objetos da restrição tão somente no mercado de balcão organizado e não-organizado. Caso o emissor deseje negociar estes valores mobiliários em bolsa de valores, o mesmo terá que proceder ao registro para negociação em bolsa perante a CVM.

¹⁷⁰ Previsto, inicialmente, na Instrução CVM nº 400/03, em seu art. 48, IV.

Ademais, para que possa negociar os valores mobiliários no mercado de balcão organizado e não organizado, o emissor que não possuir registro de emissor de valores mobiliários perante a CVM deverá cumprir as exigências do artigo 17 da instrução, quais sejam:

“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.”

2.6.3. Circulação entre Investidores Qualificados

Por fim, nos termos do artigo 15 da Instrução CVM nº 476/09, os valores mobiliários ofertados no âmbito das ofertas públicas distribuídas com esforços restritos só podem circular entre os investidores qualificados.

Contudo, o parágrafo 1º do referido artigo traz a ressalva de que, caso o emissor tenha ou venha a obter o registro de emissor de valores mobiliários perante a CVM, nos termos do artigo 21 da Lei nº 6.385/76, esta vedação estará afastada.

Além disso, nos casos em que a emissão tratar de cotas de fundo de investimento fechado, a restrição à negociação deixará de ser aplicável caso o fundo apresente um prospecto da operação.

Ademais, no que diz respeito às emissões de ações sob esforços restritos, estes papéis estarão livres da restrição de negociação apenas entre

investidores qualificados caso (i) a emissora tenha realizado e já encerrado (ou quando a encerrar) outra distribuição pública de ações de mesma classe e espécie, mas esta tenha sido devidamente registrada na CVM; e (ii) caso tenha transcorrido o prazo de dezoito meses da data de admissão à negociação em bolsa de valores de ações da mesma espécie e classe.

Por fim, caso se tratem de ações ou títulos conversíveis em ações distribuídos com esforços restritos de empresas em fase pré-operacional, ou seja, que não tenham apresentado receita proveniente de suas operações, a restrição de negociação cessará a partir da data em que (i) a companhia se torne operacional; e (ii) decorram dezoito meses do encerramento da oferta restrita ou da admissão à negociação das ações em bolsa de valores. Estas disposições não se aplicam caso a empresa pré-operacional tenha realizado uma primeira oferta pública de ações registrada e cumprido a restrição de negociação nesta oferta.

2.6.4. Infrações

Por fim, cabe frisar que a Instrução CVM nº 476/09 prevê que constitui infração grave a realização de oferta pública sem registro na CVM que não cumpra as condições estabelecidas na referida instrução, devendo o ofertante e o intermediário líder manter, pelo prazo mínimo de cinco anos, ou por prazo superior caso assim determinado pela CVM em processo administrativo, todos os documentos e informações exigidos pela instrução, sendo certo que estes poderão ser guardados por meio físico ou eletrônico.

Capítulo III - Conclusão

Ante o exposto acima, resta evidente que as ofertas públicas distribuídas mediante esforços restritos são, sem dúvida, uma excelente via de captação de recursos para empresas ainda não acostumadas com o ambiente do mercado de capitais.

As inovações que este tipo de oferta trouxe foram um marco para o mercado brasileiro. Agora, ficou demasiadamente mais simples para empresas de médio e pequeno porte acessarem os investidores.

Nota-se, pela militância na área do Direito do Mercado de Capitais, que este tipo de oferta definitivamente caiu nas graças das empresas brasileiras. Dados da Anbima,¹⁷¹ mostram que, de janeiro a dezembro de 2014, 94% das emissões do mercado de renda fixa foram feitas via esforços restritos.

Muito embora se possa dizer que nem sempre estas ofertas têm cunho de operações de mercado de capitais em sentido estrito, uma vez que, muitas vezes, os intermediários das mesmas acabam subscrevendo todos os valores mobiliários ofertados, estas não se tornam menos importantes no cenário de captação de recursos brasileiro. Não seria ousado dizer que este tipo de oferta está, gradualmente, substituindo o *project finance* no Brasil. Saem as intermináveis negociações com bancos financiadores e entram as ofertas restritas, muito mais simples e ágeis.

Resta agora esperar por novos desdobramentos regulatórios por parte de nosso órgão regulador. Tudo indica que, pelos indícios sinalizados, bem como pelas ações já tomadas, a CVM tem tudo para continuar ampliando o alcance deste tipo de oferta, uma vez que, com o passar dos anos, os participantes do mercado vão adquirindo cada vez mais familiaridade com a mecânica destas,

¹⁷¹ Boletim Anbima Mercado de Capitais, Ano X, nº 104, jan. 2015. Disponível em: http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/BoletimMK_201501.pdf. Acesso em 18/05/2015.

possibilitando maior segurança para o investidor e para o sistema financeiro como um todo.

Bibliografia

ADVFN Brasil. *Contrato Futuro de Boi Gordo*. Disponível em <http://br.advfn.com/investimentos/futuros/boi-gordo>. Acesso em 25 mai. 2015.

ALVARES, J. S. B. . O atual conceito de valor mobiliário. In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro* , v. 142, 2006. p. 203-247.

ANBIMA. *Boletim Anbima Mercado de Capitais*, Ano X, nº 104, jan. 2015. Disponível em: http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/BoletimMK_201501.pdf >. Acesso em 18/05/2015.

BACEN. *CETIP S.A. – Mercados organizados*. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/cetip.asp?IDPAI=SPBLIQTIT> >. Acesso em 25 mai. 2015.

BAYER, Patrícia. *Oferta Pública de Ações Distribuídas com Esforços Restritos: uma visão além do alcance da norma – análise da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009*. São Paulo: Insper, 2013. 125p.

BENTIVEGNA, Enrico; HEEMSTEDE, Felipe Tucunduva. *As novas Instruções CVM 554 e 555 - Alterações ao conceito de investidor qualificado e às regras aplicáveis a fundos de investimento*. Disponível em:

<<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI215853,91041-As+novas+Instrucoes+CVM+554+e+555+Alteracoes+ao+conceito+de>>.

Acesso em 13 de mai. 2015.

BOCATER, Maria Isabel do Prado; LOIOLA, Leandro. *Aspectos atuais da regulamentação de distribuições públicas de títulos e valores mobiliários*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 14, n. 53, jul./set. 2011. p. 109-124.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 12ª ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. 576p.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2ª ed., v. 2. São Paulo: Ed.Saraiva, 1997.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 1º vol. 4ª ed. Rio de Janeiro. Saraiva, 2002

COELHO, Fabio Ulhôa: *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. 19ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. 550p.

CVM. *O mercado de valores mobiliários brasileiro* 2.ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013. 400p.

_____. *Mercados Regulamentados de Bolsa e de Balcão*. [201-].

Disponível em

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/sistema_distrib_uicao/mercados_regulamentos.html>. Acesso em 24 mai. 2015.

_____. *Certificado de Depósito de Ações*. Comissão de Valores Mobiliários, Portal do Investidor. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/recibos_acoes.html>. Acesso em 23 mai. 2015.

DUBEUX, Júlio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006. 112p.

DUTRA, Rafael D'Ávila. Revista Capital Aberto, Editora Capital Aberto. n. 125, jan. 2014. Disponível em: <<http://www.capitalaberto.com.br/boletins/captacoes-boletins/certificado-de-operacoes-estruturadas/#.VWtKcd5Lcow>> Acesso em 25 mai. 2015.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3ª ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. 660p.

FORTUNA, Eduardo: *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 20ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Qualymark Editora, 2015. 1096p.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. *Direito empresarial II: Sociedade anônima: mercado de valores mobiliários*. 3ª ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014. 309p.

GARNER, Bryan A. (editor-in-chief). *Black's Law Dictionary*. 8ª ed. St. Paul: Thomson West, 2004. 1810p.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, “*CCB é valor mobiliário?*”. Revista Capital Aberto. Editora Capital Aberto, São Paulo, n. 56, abr. 2008. Disponível em <www.capitalaberto.com.br>. Acesso em 12 mai.2015.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos; HAENSEL, Taimi. A Instrução CVM 476 e as Ofertas Públicas com Esforços Restritos. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. RT, n. 45.

POLAKOFF, Murray E. et al.. *Financial Institutions and Markets*. Boston: Houghton Mifflin, 1970, 640p.

SEC. *Rule 506*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/answers/rule506.htm>>. Acesso em 19 de mai. 2015.

_____. *Howey v. SEC*. Disponível em <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/case.html>>. Acesso em 12 de mai. 2015.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, “*A Cédula de Crédito Bancário (Medida Provisória 1.925, de 14.10.1999)*”. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, Malheiros, v. 116, out./dez. 1999.